LUISS

Dipartimento di
Economia e
Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

Investimenti in Arte Contemporanea

Prof. Arturo Capasso
RELATORE

Prof. Luana Zaccaria
CORRELATORE

Sissi D'Alessio Matr. 710231
CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

“Se non apri gli occhi qualunque passo ti sembrerà più lungo della gamba mentre invece sei già sull’altra sponda”.

A chi quest’anno ha deciso di uscire di scena facendo un rumore assordante.

Alla forza di ricominciare ogni volta.

INDICE

CAPITOLO 1 8
IL MERCATO DELL'ARTE 8
1.1 L'arte esiste ancora? 8
1.2 Culturalizzazione dell'economia ed economicizzazione dell'arte 11
1.3 Sviluppo del mercato dell'arte 13
1.3.1 Caratteristiche del mercato moderno 13
1.4 Sistema dell'arte 15
1.5 Tipologie di mercato 27
1.5.1 Aste 27
1.5.2 Le asimmetrie informative ed efficienza del mercato 29
1.6 Il bene artistico 34
CAPITOLO 2 36
Arte come asset class alternativo 36
2.1 Il wealth management 38
2.2 Gli interessi economici 40
2.3 Domanda per investimento 41
2.3.1 " Corporate art collection" 43
2.3.2 Investimento indiretto: gli *art funds* 45
2.4 Investimenti sul mercato dell'arte vs investimenti sui mercati finanziari 49
2.5 Fattori di rischio e diversificazione di portafoglio 51
2.5.1 Il coefficiente beta 53
2.5.2 Diversificazione di portafoglio e correlazione tra classi di attività 55
2.5.3 E se le stime fossero errate ? 59
2.6 Copertura dai rischi tramite derivati 61
2.7 Valutazione della performance 63
CAPITOLO 3 66
Gli indici di prezzo 66
3.1 Metodi di costruzione degli indici di prezzo 68
3.1.1 Il metodo dei testimoni privilegiati 68
3.1.2 Il metodo della doppia vendita 69
3.1.3 Metodo del dipinto medio 70
3.1.4 Metodo del dipinto rappresentativo 70
3.1.5 Metodo della regressione edonica (o del dipinto grigio) 73
3.2 Indici principali sul mercato 79
3.2.1 Artnet 80

3.2.2 Artprice ... 81
3.2.3 Art Market Research ... 81
***3.2.4* Artfacts** ... 82
3.3 Studi sull'andamento del mercato dell'arte ... 84
3.3.1 William Baumol: Unnatural Value ... 85
3.3.2 L'indice di Mei e Moses ... 87
3.4 Determinanti dei prezzi delle opere ... 91
3.4.1 Analisi del prezzo: caratteristiche fisiche dell'oggetto ... 91
3.4.2 Stime econometriche ... 93
3.4.3 Analisi del prezzo: stime prezzo massimo e prezzo minimo ... 95
3.4.4 Analisi del fatturato per gli artisti ... 97
3.4.5 Considerazioni ... 101
SITOGRAFIA ... 103
BIBLIOGRAFIA ... 104
RIASSUNTO ... 107

INTRODUZIONE

Quello dell'arte è uno dei sentieri discorsivi maggiormente praticati e maggiormente fraintesi: tante interpretazioni diverse e anche in contrasto tra loro pervadono il mondo dell'arte, specialmente quella parte nella quale siamo costantemente immersi, in tutte le sue forme: l'arte contemporanea. Così tante le interpretazioni che a questo punto bisogna chiedersi qualora gli artisti capiscano qualcosa della loro stessa arte, o se, forse, affidano i loro "capolavori" a dei perfetti sconosciuti, pubblico collezionista, lasciando che siano gli altri a dare un vero significato a ciò che l'estro ha concepito. L'arte ha ancora valore per l'artista o si svuota completamente lasciando spazio alla mera commercialità dell'oggetto per tentare di soddisfare i "bisogni" della società?

E' quest'ultima domanda che mi ha spinta a credere di poter affrontare questo argomento, oltre a una passione smodata per tutte le forme d'arte; il mio studio parte da uno scetticismo di base accompagnato anche ad una forte ammirazione: tutte le volte che mi sono trovata di fronte a qualcosa di apparentemente semplice, come una tela dipinta di rosso, mi sono chiesta per quale motivo io non avessi intrapreso una carriera simile, di fatto sembrano soldi semplici quelli guadagnati dagli artisti contemporanei.

Di certo non parliamo di un confronto con Caravaggio per le sue indubbie qualità tecniche nonché una grande mente da maestro: se, tuttavia, avessi deciso di esporre un brandello di muro soggetto all'usura del tempo, i miei compensi ad oggi sarebbero paragonabili a quelli raggiunti da Alberto Burri con i suoi Cretti? Sicuramente vi è una discrepanza tra l'età dell'autore e il momento in cui questa tesi è stata scritta; il concetto, tuttavia, vuole esprimere proprio come delle volte la banalità, oserei dire apparente, porti gli spettatori ad abbassare gli artisti al loro stesso livello, o, più probabilmente innalzandosi essi stessi al livello degli artisti.

"Bianco Cretto", Alberto Burri, 1973, battuto all'asta dalla casa d'asta Sotheby's, nel 2019, per 612.500 euro

In concreto c'è chi pure dice "potevo farlo anche io" ma evidentemente non lo ha fatto, non ne ha avuto idea; ed è per questo motivo che gli artisti della nuova era, a mio parere, sono delle volte così geniali: seppur possano sembrare dei truffatori e dei ciarlatani, il fatto di riuscire a portare alla ribalta delle assurdità li rende geniali anche se la quotazione delle loro opere, spesso, è così alta da non poter neanche lontanamente competere con il costo dei materiali utilizzati per la realizzazione.
Errato, anche se non totalmente, pensare che gli artisti si muovano per il solo richiamo del denaro: in tante occasioni si sono espressi concetti importanti come ci ricordano, ad esempio, le denunce sociali di Andy Warhol contro il consumismo, attraverso 32 quadri tutti della stessa dimensione che raffigurano un barattolo di una famosa zuppa, "*Campbell's Soup Cans"* , ed ora esposte al MoMa di New York; la nostra idea dove è esposta, invece ? Avremmo potuto tranquillamente raffigurare una scatoletta di tonno Rio Mare e seguirne l'evoluzione: a quanto pare un'occasione persa.

Al di là delle considerazioni personali, non presenti all'interno della mia tesi, ho deciso di focalizzarmi sull'arte in generale e tentare di dare una motivazione ai prezzi esorbitanti che caratterizzano molti artisti contemporanei. La tesi risulta strutturata su tre livelli: all'interno del primo capitolo vi è la descrizione del rapporto, oramai interdipendente, tra economia e arte come settore generico, con l'introduzione del cosiddetto sistema dell'arte, locuzione con la quale si indica una intricata rete di rapporti tra una moltitudine di soggetti con ruoli differenti che talvolta tendono anche a fondersi. Il sistema parte dall'artista, arrivando a chi lo rappresenta, passando per i luoghi di massimo spicco dove è possibile farsi conoscere.
I meccanismi attraverso i quali acquistare opere d'arte "alla luce del sole" (a parte tutto il mondo delle trattative private) sono le aste, rispetto alle quali vi è stata una descrizione interna alla categoria e delle sue caratteristiche principali. Parlando di un mercato, anche quello dell'arte risulta essere pervaso da inefficienze come le asimmetrie informative che si dividono tra moral hazard e adverse selection (per l'ultimo caso è stato preso in considerazione un esempio relativo al cosiddetto mercato dei limoni snocciolato dallo studioso George A. Akerlof nel suo articolo *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism,* del 1970).
Vi sono tanti soggetti interessati agli investimenti sul campo nonostante la presenza di inefficienze e la scarsa trasparenza del mercato. Possono subentrare finalità d'investimento diverse: chi investe per fruire del cosiddetto aesthetic dividend oltre che di un eventuale ritorno economico, piuttosto che chi investe con solo fine speculativo; vi è, inoltre, una differenza anche tra chi investe direttamente sul mercato e chi indirettamente, acquistando quote di fondi specializzati nel settore. A prescindere dalla metodologia di investimento o dagli interessi retrostanti quest'ultimo, sembra ovvio che anche l'arte come asset, come altre forme di attività, presenti numerosi fattori di rischio; a tal proposito viene posto in evidenza un parametro di rischio familiare che è il beta di un investimento, nonché la varianza

di un portafoglio di attività e la correlazione tra i rendimenti degli asset che lo compongono, come ad esempio quella registrata tra alcuni comparti del settore artistico e altri indici finanziari (es.S&P500). Tramite la determinazione del beta è possibile risalire al rendimento di un investimento con l'utilizzo del CAPM che viene ampliato, facendo riferimento allo studio di Stein, al caso di beni durevoli e rischiosi. Si è parlato di indici del mercato finanziario: un equivalente sul mercato artistico non c'è ed è per questo che sono state create diverse metodologie per l'acquisizione di tale informazione. I metodi sono stati utilizzati per fini diversi da parecchi economisti che hanno, tra le altre cose, tentato di trovare motivazioni retrostanti i prezzi delle opere d'arte o le quotazioni degli artisti.

La domanda che dall'inizio ci si è posti è proprio quella relativa alle determinanti che in qualche modo possano spiegare l'andamento dei prezzi e delle quotazioni, delle volte esorbitanti; a tal proposito sono stati condotti tre diversi studi, uno relativo ai prezzi delle opere d'arte contemporanea vendute da diverse case d'asta in un arco temporale di cinque anni (dal 2015 al 2019); il secondo studio, prendendo in considerazione lo stesso arco temporale e le stesse aste considerate nel primo, si sofferma sulla bontà delle stime prevendita delle case d'asta, quindi con il calcolo dell'hammer ratio e successivamente con l'analisi della correlazione tra il range di prezzo stimato e il prezzo effettivamente raggiunto con l'asta (hammer price). Il terzo studio sposta, invece, l'attenzione verso gli artisti contemporanei più quotati dal 2000 al 2019 e il loro fatturato.

CAPITOLO 1

IL MERCATO DELL'ARTE

1.1 L'arte esiste ancora?

La risposta a questa domanda da parte di molti studiosi è negativa: negli anni il concetto, o meglio, il significato di arte ha cambiato connotazione o, molto più probabilmente, quest'ultima è stata integrata; ad oggi molti sono legati alle rappresentazioni antiche, di indiscutibile bellezza e il cui valore è, in tanti casi, per lo più visibile, vuoi per i materiali utilizzati o per qualsivoglia particolare che dà grossa rilevanza all'opera e all'artista in. Pur restando sacra ed integra nel tempo la concezione di tali capolavori, a questi si è affiancata un'altra tipologia d'arte: usando il verbo affiancare intendiamo proprio definire come le correnti artistiche coesistano, e come l'accettazione di nuove forme d'arte non parta dal presupposto di sminuire o svilire quanto precedentemente creato: d'altronde l'arte è in continua evoluzione, "tutti vorremmo avere una pietra di paragone sulla cui base stabilire cosa sia arte e cosa non lo sia"[1].

Possiamo, effettivamente, creare dei confini ai progetti degli artisti, fare dei paragoni? Ciò che muove gli artisti di corrente classica, barocca, rinascimentale piuttosto che moderna, post-moderna, contemporanea è che nel primo caso, lo sappiamo, ci è stato insegnato, la ricerca della perfezione, del bello, dei canoni esatti, ha sviluppato quello che oggi noi tutti ammiriamo, che crea un connubio tra la complessità delle idee dell'artista e la sua bravura, il suo "saper fare"; l'artista contemporaneo si allontana da questo "matrimonio" di capacità ed esprime idee, sensazioni in maniera del tutto stravagante, e talvolta provocatoria. "«Arte» è la traduzione latina del greco téchne ed entrambi i termini si riferiscono al mondo del fare, ad abilità manuali che sono parenti della tecnica e della capacità dell'uomo di accostare e migliorare la natura con l'artificio; ma in questa accezione qualsiasi fare bene sarebbe anche un fare arte".[2]

La domanda che sorge spontanea e che tutti almeno una volta ci siamo posti è come faccia un'opera apparentemente semplice ad essere valutata a prezzi tante volte fuori mercato. La differenza allora è proprio lì, possiamo valutare qualcosa di tangibile come una scultura in marmo ricca di particolari da sembrare reale, i virtuosismi tecnici, ma nella storia l'uomo ha chiamato arte cose molto diverse, come disse l'estetologo Dino Formaggio in un suo saggio del 1976, concludendo che «l'arte è tutto ciò che gli uomini chiamano arte». L'arte contemporanea parte quindi dalla manifestazione fisica di un concetto, portato avanti nella misura in cui l'artista sente di farlo, e per esserne partecipi bisogna

[1] ANGELA VETTESE, *L'arte contemporanea (Farsi un'idea Vol.201),* Il Mulino, 2017
[2] Ibidem

osservare con molta attenzione e non guardare superficialmente; l'artista contemporaneo, tendenzialmente, non sfrutta più le abilità con pennello e scalpello ma utilizza altri metodi talvolta innovativi e inusuali; portiamo come esempio le installazioni dei padiglioni della Biennale di Venezia: lo spettatore in questo caso specifico non è più esterno e scrutatore ma diventa parte integrante di quello che sta guardando, talvolta partecipando. L'arte, quindi, non rimane solo ammirazione ma diventa inclusiva.

L'arte contemporanea non è simboleggiata da forme espressive canoniche e standardizzate ma apre la strada a innovazione e progresso, elementi attraverso i quali si attira in molti casi una vastità di spettatori; nonostante il vasto pubblico l'arte contemporanea lascia, come si suol dire, l'amaro in bocca in quanto pur guardando le opere con spirito critico e all'avanguardia si ha talvolta l'impressione di essere in qualche modo beffeggiati.

Nel caso delle sculture di Canova o comunque di opere partorite da una mente geniale e da capacità da maestri, l'arte è accettata da tutti in quanto tale; non accade molto facilmente quando, invece, gli spettatori si ritrovano a guardare opere apparentemente semplici che vengono scambiate sul mercato a prezzi esorbitanti, come nel caso dei famosi tagli nella tela di Lucio Fontana: Concetto Spaziale, Attese(1965) è stato battuto nel 2015 per un prezzo di 16.405.000 $[3]. La motivazione è che non si tratta più di capacità di realizzazione ma solo di idee apparentemente neanche così difficili da concepire, con il coraggio però di portarle in pubblica piazza come *Fontain* di Marchel Duchamp che altro non era che un orinatoio.[4] La rivoluzione riguarda, quindi, le modalità di fare arte e di presentarla al pubblico, che non riesce ad avere una visione di insieme in quanto non esistono confini alle tipologie di rappresentazione che gli artisti possono utilizzare per esprimere le proprie idee e i propri concetti, allontanandosi sempre più da quello che è il modus operandi dei maestri dell'antichità. E' vero che gli artisti contemporanei sperimentano metodologie e testano probabilmente anche la reazione del pubblico, ma, nonostante ciò, così come in passato anche oggi l'arte, in tutte le sue forme, mantiene una funzione peculiare, che resta, al di là di tutto, quella estetica.

La domanda è "cosa definiamo come arte contemporanea?" La risposta a questa domanda, ancora una volta, non è univoca: potremmo storicamente far coincidere la nascita della corrente artistica contemporanea con i primi anni del '900 allungando poi tale filone fino ai giorni nostri; tuttavia, se per taluni l'arte contemporanea è quella rappresentata da quegli artisti che sono ancora in vita non dovremmo prendere in considerazione Andy Warhol o Jean Michel Basquiat, le opere dei quali, seppur deceduti, sono vendute come arte contemporanea.

Don Thompson ritiene, infatti, che la definizione più semplice sia quella che vede come arte

[3] Da artlife.com, https://artslife.com/2016/10/11/top-price-le-5-opere-piu-costose-di-lucio-fontana/

[4] Francesco Bonami, *Lo potevo fare anch'io,* Mondadori, 2009

contemporanea tutto ciò che è messo in vendita dalle case d'asta come tale.[5]

L'utilizzo di materiali non convenzionali, la stranezza delle opere, fanno sì che non sia semplice affatto assegnare loro un valore, un prezzo, o fare delle stime; alla base della valutazione, infatti, non c'è solo ed esclusivamente l'opera, ma è l'idea ad "essere in vendita". Il prezzo dipende da molte variabili il cui valore non è assolutamente semplice da determinare; ma per far sì che ci sia un mercato è necessario raccapezzarsi proprio per l'esistenza e lo sviluppo del mercato stesso.

[5] Don Thompson, *The $12 Million Stuffed Shark,* Palgrave, 2008

1.2 Culturalizzazione dell'economia ed economicizzazione dell'arte

L'interesse per le correnti artistiche da parte degli investitori va di pari passo con la concreta possibilità di arricchirsi, pur creando in certi casi "scandalo" nella mente di chi considera blasfemo sminuirle accostandole alla mera possibilità di un ritorno economico. Candela e Castellani considerano arte ed economia molto più vicini di quanto non si possa pensare: la razionalità, la creatività, il metodo, l'intuizione e l'informalità sono aspetti comuni sia all'economia che all'arte, la differenza sta nella priorità diversa che le due discipline appongono a questi due aspetti.[6]

Lo sviluppo di un commercio legato ai movimenti culturali è una possibilità per gli stessi artisti di trarre guadagno dalle loro attività; nonostante ciò spesso e volentieri sono stati gli stessi ideatori a battersi contro la speculazione portando avanti le loro idee tramite opere realmente provocatorie per i collezionisti e per il mercato stesso. Sherine Levine e Louise Lawler hanno criticato l'interferenza delle realtà del mercato con i beni artistici e culturali, che ne comporta l'abbassamento al livello di meri oggetti di scambio o semplici opportunità di investimento, svilendo in qualche modo il loro valore artistico. [7] In fin dei conti però le critiche mosse al sistema capitalistico, al mercato e, più in generale, all'aspetto economico dell'arte fanno parte, secondo il sociologo francese Pierre Bordieu, dei requisiti essenziali per un artista e il suo profitto. In qualche modo gli artisti, attraverso le loro battaglie legate ad una visione pura dell'arte, e volte a slegare le correnti artistiche da interessi esclusivamente economici, creano comunque valore sul mercato, legato all'immagine degli autori e alla loro nomea o reputazione pur se legata alla rappresentazione nell'immaginario comune come di personaggi quantomeno sovversivi. Il valore, se così possiamo definirlo, reputazionale, crea in ogni caso valore economico che è quanto gli artisti stessi criticano, quindi questi ultimi diventano parte integrante del sistema che tentano di capovolgere. Un esempio in questo senso è quello di Barbara Kruger, artista concettuale; ella ha utilizzato il suo stile iconico per muovere una critica al potere sociale del denaro, e tramite le sue opere denuncia anche il consumo di massa, infatti una delle sue opere è "*Untitled (I Shop therefore I am)";* nonostante l'obiettivo fosse proprio quello di criticare il potere che il denaro ha in generale sulla società e non meno nel mondo dell'arte, le opere della Kruger hanno avuto successo, tant'è che sono state esposte in musei importanti e sono state acquistate da collezionisti di alto rango, indi per cui è entrata a far parte del mercato e del circolo del denaro anche la suddetta artista. [8]

Nel tempo arte ed economia hanno, nonostante le critiche, imparato a coesistere in quanto l'economia risulta avere un ruolo oramai fondamentale nel campo artistico; d' altro canto gli investimenti in arte

[6] Alessia Zorloni, *The Economics of Contemporary Art,* Springer, 2013
[7] Velthuis Olav, *Imaginary economics. Quando l'arte sfida il capitalismo,* Johan&Levi Editore, 2009
[8] Max Haiven, *Art after Money, Money after Art,* Pluto Press, 2018

e cultura hanno assunto sempre maggiore rilevanza: basti pensare alle imprese e alle fondazioni che investono sempre più risorse acquistando opere d'arte e creando collezioni talvolta anche di enorme valore.

L'arte contemporanea è piena di creatività e innovazione e lo sviluppo di una economia associata a questo movimento culturale si basa proprio sulla possibilità di guadagnare attraverso queste prospettive per trarne poi un vantaggio.

Barbara Kruger-Untitled (I Shop therefore I am), 1990

Fonte: artsy.net

1.3 Sviluppo del mercato dell'arte

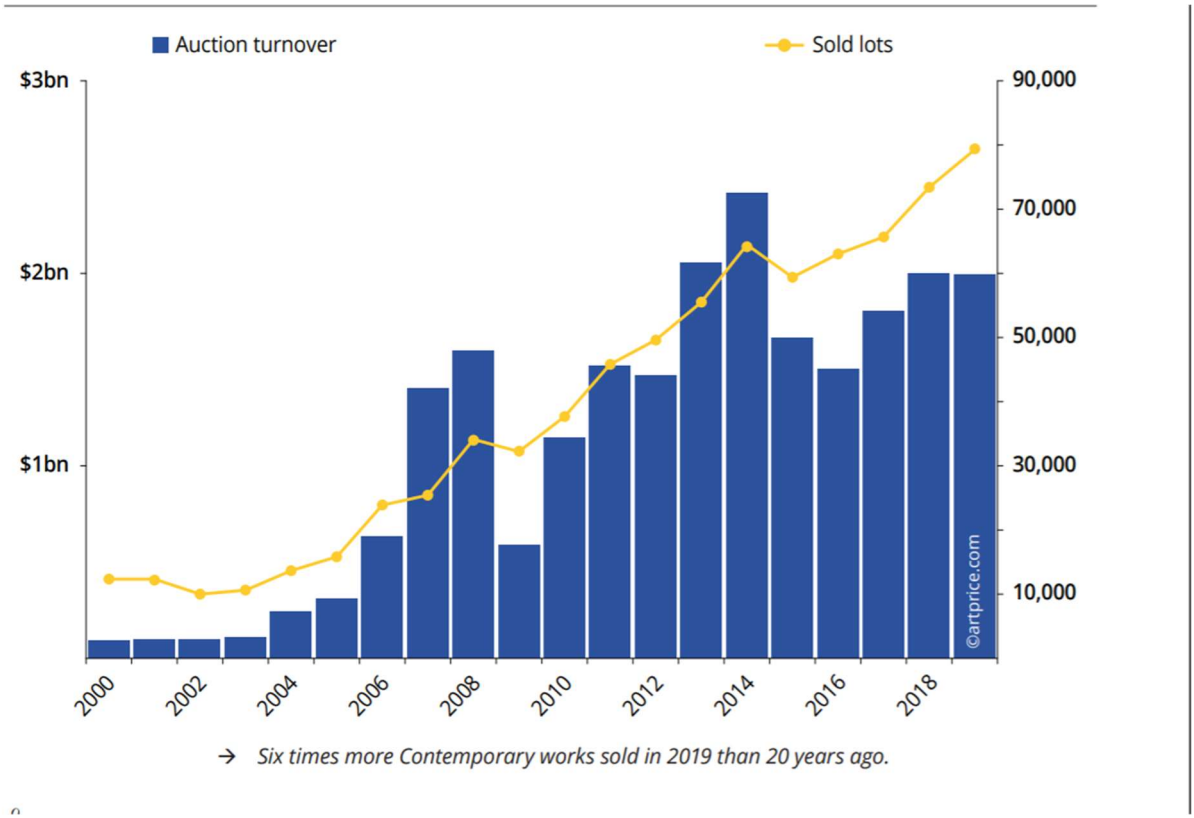
Un mercato è, in linea generale, un luogo non necessariamente fisico sul quale avviene lo scambio di merci; tenendo in considerazione questa definizione è ovvio che le opere d'arte viste nella loro connotazione puramente materiale, prescindendo dall'idea di base, sono facilmente considerate come oggetti di scambio.

Di epoca in epoca le opere d'arte e la loro commercializzazione si sono diffuse in diversi ambienti e forme: sostanzialmente in epoche lontane, però, il mercato era molto diverso da quello che invece è oggi: dipinti, arazzi, sculture e così via venivano richiesti da nobili o ecclesiastici per abbellire le loro dimore oppure i luoghi sacri, e gli artisti riuscivano in questo modo a monetizzare i loro lavori che in molti casi richiedevano non solo materiali costosi ma anche tanto tempo. In egual misura durante il mecenatismo tipico dell'epoca rinascimentale gli artisti ricevevano sostentamento materiale ed economico dai signori dell'epoca in cambio dello "sfruttamento" della loro maestria. Passando, quindi, dalle botteghe degli artigiani, agli artisti dell'Accademia, ai mercanti d'arte, via via sono andate delineandosi le caratteristiche del mercato moderno, la cui nascita viene fatta confluire intorno alle metà del diciannovesimo secolo: non vi era più la supremazia dell'Accademia sulla riuscita degli artisti di vario genere, ma erano collezionisti, esperti e appassionati d'arte a "decidere" le sorti degli artisti emergenti e non. Il luogo nel quale si incontrano domanda e offerta di pezzi talvolta unici nel loro genere è proprio il mercato, che incontra la volontà di chi intende investire ed eventualmente guadagnare grosse quantità di capitale.

1.3.1 Caratteristiche del mercato moderno

Seguendo le tendenze della "vecchia scuola" gli artisti e le loro opere passavano sotto l'occhio attento di studiosi e critici d'arte e solo successivamente arrivavano sul mercato alla mercè di collezionisti. Il mercato non era il luogo nel quale gli artisti e le loro creazioni acquistavano un valore, ma veniva manovrato semplicemente il loro valore d'acquisto. Questo processo ha riguardato anche alcuni movimenti artistici storici italiani come per esempio l'Arte povera. Il cambiamento del mercato moderno ha portato anche una inversione di tendenza in questo senso: gli artisti contemporanei, nella maggioranza dei casi, si confrontano direttamente con la risposta del mercato e dei collezionisti che decidono se acquistare o meno e a che prezzo; sono i critici e gli studiosi che, influenzati dagli andamenti del mercato, entrano in gioco. Permangano le caratteristiche intrinseche nelle opere d'arte, come ad esempio l'originalità, l'aderenza a un movimento artistico nonché socio-culturale di un certo periodo; a cambiare è stata la motivazione sia di chi vende ma soprattutto di chi acquista; l'andamento e la determinazione di domanda e offerta non sono più determinati dalle vendite e dagli acquisti, vanno fatti rientrare anche altri "soggetti" rispetto ai quali domanda e offerta sono influenzate e talvolta vincolate.

Il mercato dell'arte Contemporanea, secondo quanto descritto dal report redatto da Artprice, negli ultimi 20 anni ha conosciuto un forte sviluppo tanto da rappresentare oggi circa il 15% dell'intero mercato artistico; il numero di artisti che partecipano alle dinamiche del mercato sono arrivati quasi a 32.000 tutti con una maggiore ampiezza di produzione; il fatturato delle case d'asta dal 2010 al 2019 è salito quasi a due miliardi accompagnato da un contestuale aumento proprio delle case d'asta all'opera che al 2019 erano più di 800.
I lotti venduti dai primi anni 2000 ad arrivare al 2019 sono aumentati di circa sei volte:



Fonte: the contemporary art market report 2020 da artprice.com

Il mercato, quindi, si è ampliato di gran lunga anche grazie all'entrata in circolo di investitori cinesi; di fatto, nel tempo alcuni di questi sono entrati a far parte dei collezionisti più importanti. Oggi Hong Kong è il terzo mercato più grande al mondo per l'Arte contemporanea dopo New York e Londra.[9]

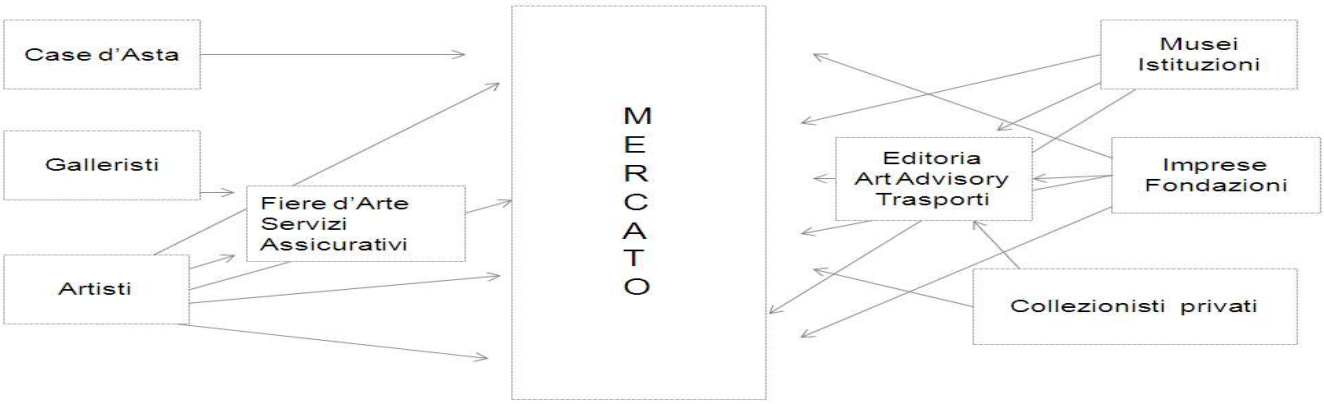
[9] The contemporary art market report 2020, artprice.com

1.4 Sistema dell'arte

Con il mercato moderno bisogna tenere a mente che è coinvolta una moltitudine di personalità differenti rispetto al mercato classico e in più si sono sviluppate anche molte attività strettamente connesse all'attività tipica di un mercato: parliamo, quindi, delle attività degli intermediari, battitori d'asta, gli esperti che fanno valutazioni di opere d'arte, cioè chi si interpone tra chi produce e chi acquista. Per sistema dell'arte definiamo tutta quella catena che va da chi produce e vende a chi acquista l'opera, tenendo presente tutte le personalità che partecipano al processo, costituendo una vera e propria filiera produttiva; "al suo interno avvengono quei passaggi di legittimazione che portano un "manufatto" ad assumere il rango di opera d'arte e il suo creatore a quello di artista". [10]
Il concetto di filiera viene utilizzato da Alessia Zorloni per indicare tutte le fasi che riguardano il processo che valorizza il prodotto. Le quattro fasi sono: produzione, distribuzione, valorizzazione e consumo.[11]
Questo vuol dire che in realtà la fortuna di un'artista non dipende solo ed esclusivamente dalla bravura di quest' ultimo o dalla sensibilità di collezionisti e acquirenti vari, ma spesso ha a che fare con le tempistiche giuste, frequentazione di luoghi e personaggi in voga che possano aiutare l'artista in questione a fare il suo ingresso in società.
È stato il critico Lawrence Alloway a usare per primo questa espressione, in un saggio apparso sulla rivista americana «Artforum» nel 1972, in relazione ai meccanismi per i quali un artista viene accettato o respinto dal novero degli appassionati. [12] Poco dopo, nel 1975, anche in Italia Achille Bonito Oliva ha fatto ricorso all'utilizzo di questa definizione.
In una prospettiva storica il sistema dell'arte era molto meno articolato e complesso; di base senza né intermediari né la presenza o lo sviluppo di un mercato secondario, il valore effettivamente associato ad ogni opera era determinato dal mero incontro tra domanda e offerta, ed entrambe queste forze erano caratterizzate da fattori relativamente "visibili". Con la compresenza di ragioni sociali ed economiche, la struttura del sistema dell'arte è diventata molto più complessa, considerando le motivazioni sottostanti offerta e domanda che diventano anch'esse più intricate.

[10] Nicola Maggi, *Introduzione al sistema dell'arte,* 2013, Collezione da Tiffany, https://www.collezionedatiffany.com/introduzione-al-sistema-dell-arte/
[11] Alessia Zorloni, *The Economics of Contemporary Art,* Springer, 2013
[12] ANGELA VETTESE, *L'arte contemporanea (Farsi un'idea Vol.201),* Il Mulino, 2017

Nel caso dell'Italia e del relativo mercato dell'arte del XXI secolo facciamo riferimento al contributo di Alessia Zorloni che tenta di raccapezzarsi e di ricostruire una vera e propria struttura del sistema, tenendo in considerazione la struttura del mercato e del suo funzionamento visto semplicemente come l'incontro tra domanda e offerta, aggiungendo per entrambe le sponde i protagonisti principali.[13]



La "mappa" del Sistema dell'Arte

Analizziamo, quindi, quali sono i principali protagonisti coinvolti nella determinazione della domanda e dell'offerta in questo sistema-mercato: si tratta, come ho anticipato, di ruoli interdipendenti.

A. Offerta

I. Artisti

Quello dell'artista, con lo sviluppo del mercato, è diventato un vero e proprio mestiere; in quanto tale, infatti, la sua arte ha cominciato ad essere considerata oggetto di scambio. L'artista ricopre diversi ruoli nell'ambito della professione che lo mettono in contatto in più punti con il sistema dell'arte: di fatto gli artisti hanno in primis un'idea da sposare che si lega al modo in cui intendono rappresentarla. Gli artisti sono legati anche alle convenzioni sociali e quindi in realtà il modo in cui le loro figure appaiono nell'immaginario collettivo. L'artista, però, in quanto agente del mercato è anche mosso da ragioni economiche, in quanto, attraverso tutta l'espressione, cerca di vendere non solo le sue opere ma anche la sua stessa immagine; questo spesso crea delle vere e proprie discrepanze nella categoria generica degli artisti: in tal senso alcuni sono maggiormente

[13] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138

interessati alla diffusione delle idee e alla qualità del lavoro mentre altri, invece, si soffermano più sulla vendita e la promozione di se stessi.

Se da una parte l'artista rappresenta la libertà creativa individuale, dall'altra sa che per potersi affermare, e per riuscire ad emergere con riconoscimenti sia a livello socio-culturale che a livello economico, deve "sottostare" a determinati schemi che in realtà tacitamente descrivono la normalità del sistema e che in qualche modo hanno effetti alienanti sugli artisti.[14]

L'attività degli artisti comincia, se vogliamo, dalla decisione in merito all'idea che si vuole diffondere e di quale possa essere il mezzo più idoneo da utilizzare; successivamente arriva l'atto pratico di realizzazione stessa dell'opera, per poi passare alla sua realizzazione. Possiamo definire l'attività degli artisti e in realtà questi ultimi in generale come fulcro di questo mercato grazie ai quali questo non solo sopravvive ma si sviluppa. Gli artisti, d'altro canto, quando arrivano sul mercato possono avere accesso a ingenti somme di denaro in entrata e non solo, valorizzano le loro opere e la loro carriera promuovendosi. L'alienazione alla quale si è fatto cenno precedentemente arriva proprio nella fase della commercializzazione dei manufatti: nel momento in cui crea, l'artista ha il controllo sull'attività sia per quanto riguarda l'oggetto, le tecniche e i materiali sia le tempistiche da seguire. Quando le opere arrivano sul mercato l'artista perde il controllo sulla determinazione del prezzo, sul consumo e la distribuzione delle sue opere: la logica che si segue è che "la produzione è allo stesso tempo consumo e il consumo è allo stesso tempo produzione"[15].

La presenza dell'artista sul mercato permette l'esistenza del mercato stesso e allo stesso modo la sussistenza del mercato permette lo sviluppo degli artisti preesistenti e la nascita di altri, e di altre correnti artistiche.

Quello dell'arte è una tipologia un po' diversa di mercato, in quanto, almeno in linea teorica, non sono presenti barriere all'entrata, per cui gli artisti possono vendere direttamente le loro opere al pubblico in generale, o a chi evidentemente si interessa; ovviamente si entra sul mercato anche per costruirsi un'immagine ed è per questo che in verità molti artisti vengono seguiti dai commercianti d'arte che sono interessati sicuramente alla vendita della singola opera, ma anche all'accrescimento del valore dell'artista e alla sua reputazione.

L'artista non ha sempre vita facile, si parla di un sistema caratterizzato da scarsa

[14] Francesco Poli, *"Il sistema dell'arte contemporanea",* Editori Laterza, 2015, pp.162

[15] K. Marx, A Contribution of Political Economy (1859), International Publishers, New York 1970, p. 196.

trasparenza e dove non sempre è facile che attecchisca la novità; ci sono, inoltre, regole non scritte e consuetudini che seguono una logica di profitto interna. Un altro elemento è anche che gli artisti non sempre sono supportati da altri soggetti che caratterizzano il sistema, ma anzi, a maggior ragione quando si tratta di nuovi artisti, sconosciuti, marginali, bisogna occuparsi oltre che del processo di creazione, di quello promozionale e di successiva vendita (eventuale); gli artisti emergenti, invece, possono rifarsi ad esempio alle gallerie. Per gli artisti affermati l'unico compito è quello di ideare, tutto il resto viene delegato a chi è preposto a ciò, con rimando ad una vera e propria filiera produttiva.

II. Galleristi

I galleristi, nel mercato moderno, partecipano attivamente al processo promozionale degli artisti; alla categoria appartengono diverse tipologie di galleria ed esiste una precisa gerarchia.

Le gallerie operano sia sul mercato primario, quindi fanno la prima promozione di un'opera, sia sul mercato secondario, quindi si occupano dell'esposizione e della rivendita di opere già vendute e allocate precedentemente.

La gerarchia che riguarda le gallerie segue una logica sia di tipo economico che geografico: al vertice della piramide troviamo le cosiddette **Gallerie di Brand**[16] , grandi realtà molto ristrette che hanno influenze sui trend di mercato a livello internazionale, inoltre hanno grossi livelli di fatturato e in più proprio per la loro grossa presenza sul mercato hanno strette collaborazioni con la critica e direttori di musei e collezionisti importanti; la loro importanza è tale che le loro scelte possono influenzare tutto il mercato dell'arte contemporanea. Alcune di queste gallerie sono ad esempio White Cube, Gladstone, Sonnabend Gallery. Donald Thompson definisce l'attività di vendita delle gallerie di brand come la via attraverso la quale nascono i "marchi" degli artisti e dove vengono incubati. L'esempio delle gallerie di brand fa notare come in realtà il risvolto economico non sia collegato al profitto immediato, ma a quello conseguente all'accrescimento degli artisti che rappresentano e della loro stessa reputazione: chi acquista in queste gallerie, infatti, è molto spesso spronato a pagare anche molto di più per un'opera proprio perché la reputazione dei galleristi è un valore aggiunto, nonché garanzia in quanto rappresentanti di artisti importanti. Le gallerie di brand si occupano della promozione delle opere degli artisti maturi, che hanno raggiunto un grande successo, tuttavia sono meno dell'1% della totalità dei contemporanei; le gallerie operano

[16] DONALD THOMPSON, *Lo squalo da 12 milioni di dollari,* Mondadori, 2009, pp. 29

mettendosi in contatto con i collezionisti sul mercato, portando le loro opere alle fiere, accordandosi con i musei o ancora con altre gallerie in giro per il mondo. [17]

Scendendo ai livelli più bassi della piramide Donald Thompson fa riferimento alle Gallerie **Tradizionali** , o mainstream ,che sono meno potenti e arrivano a livelli di fatturato minori rispetto a quelle di brand. La maggior parte degli artisti cerca di farsi rappresentare da questa classe di gallerie; ciò che le caratterizza è un'attività di ricerca e studio di artisti emergenti scegliendo chi eventualmente verrà presentato e chi no; questi ultimi vengono presentati così ai critici, ai curatori dei musei, vengono, inoltre, organizzate mostre periodicamente così che le principali personalità possano conoscere e avvicinarsi a questi artisti e alle loro opere.

In Italia città come Milano, Napoli, Roma ospitano gallerie rinomate e al passo con le tendenze del mercato. Se le gallerie tradizionali sono il trampolino di lancio per le "promesse" del momento, gli artisti che invece non sono considerati tali vengono rappresentati dalle **Gallerie Commerciali.** Al gradino più basso della piramide Thompson colloca le cosiddette Cooperative di Artisti e le Gallerie Negozio: si tratta di locali presi in fitto da artisti che vogliono mostrare le loro opere al pubblico, il profitto quindi di queste pseudo-gallerie proviene proprio dalla cessione per l'utilizzo del locale da parte di chi vuole acquisire visibilità.

Le gallerie operano, come abbiamo anticipato, sia sul mercato primario che secondario, quello sul quale operano maggiormente è quello primario in quanto si occupano della prima vendita delle opere degli artisti che rappresentano, non solo di quelli affermati ma anche, come abbiamo visto, di quelli emergenti le cui quotazioni sono non disponibili presso il pubblico. Le gallerie, tuttavia, operano anche sul mercato secondario facendo speculazione sull'acquisto e sulla rivendita di opere d'arte, questo perché queste ultime attività permettono il finanziamento di quelle a più alto rischio, come il lancio degli artisti emergenti presso il pubblico e la ricerca di nuovi acquirenti.

III. Case d'asta

Le gallerie operano essenzialmente sul mercato primario, le case d'asta invece operano esclusivamente sul mercato secondario; le opere vengono vendute qui con un meccanismo d'asta. Trattandosi di un protagonista del mercato secondario, i soggetti che presentano le opere alle case d'asta fanno attenzione ai trend e si espongono a questa vendita nel momento in cui ritengono che l'opera abbia acquistato maggior valore e che quindi possano trarne guadagno con la rivendita. Tramite il lavoro della case d'asta le quotazioni

[17] ibidem

degli artisti non girano più in via ufficiosa ma divengono reali; nonostante si tratti di attori del mercato secondario, in alcuni casi le case d'asta prendono contatti diretti con gli artisti senza passare dagli intermediari; nel caso di Damien Hirst, le opere erano talmente richieste sul mercato che l'artista in questione non ha avuto la necessità di venire a contatto con le gallerie e le loro funzioni ma, invece, le opere sono state direttamente poste all'asta, con 223 opere per 111 milioni di sterline inglesi[18].

I profitti delle case d'asta provengono dalle commissioni derivanti dal processo di intermediazione, infatti viene richiesta una commissione a chi intende vendere, che di solito non è conosciuta, mentre su chi acquista viene richiesto un premio che di solito è pubblico. Entrambe le entrate sono commisurate al prezzo di vendita e sono espresse in percentuale di quest'ultimo. Le case d'asta sono in maniera palese dalla parte di chi vende, che ha accesso ad altri servizi accessori per la vendita: tra cui il trasporto, la tenuta in magazzino e le perizie sul valore delle opere e la loro autenticità, nonché il controllo della solvibilità degli acquirenti. Possono assicurare a chi vende che il prezzo di aggiudicazione dell'opera non risulti inferiore a una determinata soglia che è il prezzo minimo garantito. Le operazioni di vendita e i relativi risultati in alcuni casi non sono realistici e rappresentativi, in quanto chi vende per mantenere alte le quotazioni partecipa personalmente alle aste e gioca al rialzo e alle volte addirittura diventa l'acquirente della transazione in accordo con la casa d'asta: questo per evitare che le quotazioni delle opere messe in vendita scendano, ma che invece addirittura salgano. L'interesse di mantenere alte le quotazioni è anche delle casa d'asta che, come abbiamo anticipato, agiscono apertamente per gli interessi di chi vende, indi per cui portano avanti politiche di dilazione di pagamenti o prestiti agli acquirenti in modo tale che questi siano spinti maggiormente a tentare di accaparrarsi le opere, rilanciando quindi i prezzi.

IV. Fiere e biennali

Le fiere sono preposte alla presentazione e alla vendita delle opere degli artisti, espongono quanto presente nelle gallerie o altre istituzioni che occupano gli stand assegnati dal comitato organizzativo; tra i vari l'evento più importante a livello mondiale è Art Basel. Con le fiere le opere d'arte assumono a tutti gli effetti la forma di merci. Le opere d'arte sono esposte come gli altri oggetti che si trovano in tantissime altre fiere, quindi esposizioni molto caotiche con centinaia di stand.

Il mondo delle fiere crea valore aggiunto per i collezionisti in quanto questi ultimi vengono

[18] Lewis B., *The Great Contemporary Art Bubble,* BBC, 2009, Londra

a contatto con numerose opere e artisti rappresentati da istituzioni diverse ed hanno la possibilità di scegliere meglio in vista dei loro acquisti, confrontando le opere sia su base estetica che di prezzo; riescono, quindi, a farsi un'idea riguardo i trend di mercato, le "mode" del momento, le quotazioni degli artisti.

Dato che il collezionista è sicuramente avvantaggiato da questi eventi, risulta essere allo stesso tempo fruttuoso anche per le istituzioni che esibiscono il proprio materiale, in quanto partecipano, talvolta anche in pochissimi giorni, una grande quantità di visitatori, molti di più rispetto a quelli che potrebbero eventualmente visitare la galleria.[19]

I galleristi, e di rimando quindi gli artisti, che vengono rappresentati da questi, guadagnano potenzialmente molto durante questi eventi; in più dobbiamo considerare anche un altro aspetto e cioè quello dell'esclusività di alcune di queste fiere, in quanto attraggono molti collezionisti importanti, per cui le gallerie e le altre istituzioni sono disposte a pagare ingenti somme di denaro per poter esporre e accaparrarsi un posto partecipando a queste manifestazioni culturali. Così come per le gallerie anche nel caso delle fiere si parla di una struttura gerarchica, indi per cui partiamo dalle fiere internazionali e più esclusive arrivando alle piccole fiere che offrono opere a quote d'accesso molto concorrenziali. Sicuramente l'esclusività è importante per le fiere che però allo stesso tempo devono essere in grado di attrarre anche tanti compratori, inoltre c'è internamente una chiara distinzione di rappresentanza, in quanto le gallerie, seguendo la loro struttura piramidale, non verranno poste tutte insieme ma proprio tenendo conto di questa distinzione; spesso gli stand vengono scelti in base alla tipologia di opere esposte, a seconda della corrente artistica e così via.

Oltre ad essere un posto dove gli artisti e i loro rappresentanti possono acquistare notorietà e vendere molte opere, le fiere sono luoghi dove si creano relazioni tra i vari agenti del mercato creando così network.

Le biennali sono eventi che, come il nome suggerisce, si tengono ogni due anni e seguono tematiche ad hoc; i curatori scelgono gli artisti che vengono invitati dal comitato che organizza, per cui per un'artista è motivo di orgoglio la partecipazione anche perché è un'importante opportunità per far crescere le quotazioni delle proprie opere. La cosa che caratterizza questi eventi è anche l'assegnazione da parte di giurie apposite di premi particolari come il Leone d'Oro a Venezia: questi premi sono motivo di orgoglio per l'artista e ne accrescono la notorietà e possono anche rappresentare una vera e propria consacrazione della sua carriera.

[19] Francesco Poli, *Il sistema dell'arte contemporanea,* Editori Laterza, 2011

Le biennali seguono un po' gli andamenti e gli sviluppi del mercato dell'arte contemporanea mantenendo un rapporto tra le varie tendenze, cercando di creare un "percorso" dell'evoluzione, una sorta di filo conduttore.

B. Domanda

I. Musei

I musei ricoprono più ruoli all'interno del Sistema dell'Arte: da una parte muovono il sistema economico costituendo parte della domanda sul mercato, in più hanno un ruolo nell'esposizione delle opere in quanto presso i musei è possibile far avvicinare il pubblico ai manufatti degli artisti. Le mostre che vengono proposte hanno l'intento di rappresentare le tendenze, cercando in questo modo di portare al pubblico un prodotto artistico che rappresenti a sua volta la continua evoluzione della società.

I musei sono un luogo importante per la crescita e il destino di un'artista in quanto i direttori dei suddetti scelgono quali pezzi esporre e quali tenere nella collezione del museo, e le loro scelte hanno impatti diretti sia sul mercato che sulle quotazioni degli artisti: in realtà nel prendere queste scelte i direttori dei principali musei vengono a contatto con molte personalità differenti che creano influenze varie in quanto rappresentano vari interessi contrastanti del mercato; quando un'opera viene considerata talmente valida da essere esposta o addirittura delle volte acquistata da un museo di arte contemporanea, allora l'artista ne risente positivamente con effetti incredibili sulla sua carriera.

I direttori più importanti si inseriscono nell'ambito dei gatekeepers e controllano essenzialmente chi può entrare o meno nella cerchia dei personaggi in vista tenendo conto anche degli interessi del mercato e gli sviluppi di quest'ultimo in tal senso. I direttori più marginali, invece, non creano tendenze ma si adeguano a quanto riportato dai gatekeeper altrimenti corrono il rischio di rimanere al di fuori del contesto di riferimento. Questa tendenza all'uniformità fa sì che, spesso, i musei non siano così dissimili tra loro come proposta. Proprio per la presenza di così tanti interessi in gioco che non sono più legati solamente alla conservazione dei reperti artistici, come avveniva prima, i direttori dei musei non sono solo, come è giusto che sia, esperti della materia, ma più in profondità sono anche uomini o donne d'affari che gestiscono dei budget, intessono relazioni con diverse personalità influenti nel campo e sul mercato, e che sono in grado di fare promozione non solo del materiale da esposizione ma anche del museo stesso.

II. Collezionisti

Quando consideriamo l'arte figurativa, il suo apprezzamento da parte del pubblico viene ad essere pieno quando subentra il possesso di manufatti artistici: il pubblico vero delle opere d'arte va a combaciare con la figura del cliente e, in realtà, più addentro nel sistema dell'arte, la parte della domanda che è rappresentata dai collezionisti.

Chi possiede opere d'arte in questo caso non è solamente mosso da ragioni di tipo estetico o legato a sensazioni che un'opera può suscitare ma ci sono molte connotazioni anche di tipo economico che però coesistono con caratteristiche maggiormente legate all'amore per l'arte. Da una parte il legame affettivo con l'arte deve essere supportato da aspetti legati alle possibilità finanziarie ed economiche dei soggetti, dall'altra al contrario qualora sussistesse il potere d'acquisto ma si parlasse di soggetti non eruditi o comunque non esperti, potrebbe semplicemente trasformarsi in uno sperpero di disponibilità economica siccome, in alcuni casi, non si posseggono le conoscenze per valutare effettivamente un'opera e creare così collezioni che siano di qualità alta: per un buon investimento servono, anche in questo campo, conoscenze del settore.

«I collezionisti tendono a identificarsi con le opere in loro possesso, che per loro non rappresentano tanto valori estetici autonomi in sè stessi, quanto piuttosto il frutto delle proprie scelte, la dimostrazione della propria sensibilità artistica e quindi, al limite, direttamente l'espressione del proprio valore. È chiaro, dunque, che l'amore per le proprie opere d'arte, essendo una forma di autogratificazione, è una passione che difficilmente gli altri possono comprendere»[20].

Spesso i collezionisti sono mossi proprio dalla volontà di detenere pezzi unici e molto ambiti: questo li porta in tante occasioni all'essere disposti ad acquisirli a prezzi esorbitanti che anche in questi casi sentiamo parlare di "Maledizione del Vincitore": in linea generale i collezionisti che prendono parte alle aste tendono a sopravvalutare il valore effettivo dell'opera che desiderano, aggiudicandosela, spesso, a prezzi molto più alti.

In base all'influenza che esercitano sul mercato, i collezionisti vengono suddivisi in categorie che vanno dai grandi collezionisti ai piccoli e medi collezionisti. A loro modo tutti in qualche modo hanno influenza sul mercato ma quelli di più grandi dimensioni riescono, date le somme di denaro a disposizione, a influenzare le dinamiche del mercato artistico internazionale. Charles Saatchi è una delle figure principali nel collezionismo dell'arte contemporanea, la sua volontà di aggiungere un pezzo di un artista nella sua

[20] Francesco Poli. *Il Sistema dell'arte contemporanea; produzione artistica; mercato, musei.* Editori Laterza, 2015, pp.94

collezione ha un impatto forte sulla carriera e la notorietà di quest' ultimo. Forbes riporta il caso di Sean Scully le cui opere sono state inizialmente acquistate da Saatchi e successivamente rivendute perché in tanti casi si è sbarazzato di pezzi da collezione per innovare o semplicemente perché non più interessato[21]; questo comportamento può portare, proprio per la notorietà e l'importanza di taluni collezionisti, la precipitazione delle quotazioni degli artisti; così come nel caso delle gallerie e dei musei e delle case d'asta anche in questo caso la presenza delle opere d'arte di un artista nella collezione di personaggi importanti e influenti ha risvolti sulle quotazioni dell'artista stesso e sulla sua nomea.

III. Imprese e fondazioni

Lo sviluppo delle corporate art collections ha contribuito a stringere il legame preesistente tra economia finanza e cultura.

L'altro lato della domanda è rappresentato da fondazioni bancarie e imprese, in Italia ad esempio sono presenti 88 fondazioni bancarie: nel periodo della crisi economica abbiamo avuto un calo sia dei proventi delle fondazioni sia propriamente dei soldi devoluti nel settore di arte e cultura.

La prima collezione d'arte fu creata nel 1472 dalla Banca Monte dei Paschi di Siena, all'epoca era un privilegio delle classi elitarie creare e detenere collezioni di opere d'arte e l'intento era proprio quello di creare lustro e mettere in evidenza un benessere economico dell'ente che deteneva la collezione. La visione delle collezioni dell'era moderna viene attribuita a Rockefeller il quale aveva un certo occhio attento e il quale credeva che l'importanza della cultura e dell'arte dovesse essere trasmessa anche ai dipendenti delle società, delle multinazionali e che invece non dovesse rimanere relegata alle abitazioni di ricchi mecenati come ad esempio egli stesso.

Durante gli anni '50 molte multinazionali cominciarono ad acquisire opere d'arte. Le motivazioni che possono spingere le società ad acquistare opere d'arte possono partire dal semplice abbellimento del luogo di lavoro, fino ad arrivare proprio al sostenimento di artisti locali; inoltre spesso possono rappresentare anche un modo che queste realtà utilizzano per definire una propria identità aziendale. Da una ricerca della University of Amsterdam School for Cultural Analysis è emerso che le collezioni aziendali sono oltre il 20% della domanda di arte contemporanea nei Paesi Bassi. Spesso le imprese aprono le

[21] Susan Adams, *L'arte di essere Charles Saatchi,* forbes.com, 2009, https://www.forbes.com/forbes/2009/1228/smart-collecting-chapman-hirst-art-of-being-charles-saatchi.html?sh=185709105d39

loro collezioni e le mettono a disposizione del pubblico, o aprendo i locali dove sono esposte le opere oppure prestando le suddette a gallerie, musei o altre istituzioni. La UBS Art Collection concede spesso opere della sua collezione a musei, tra gli artisti si annovera, ad esempio, Jean-Michel Basquiat; dal 2019 anche la Banca Monte dei Paschi di Siena ha reso accessibile al pubblico la sua collezione privata[22].

In America, tra le grandi collezioni citiamo quelle di colossi economici e finanziari quali la Chase Manhattan Bank, la cui collezione come abbiamo anticipato fu inizialmente sviluppata grazie al contributo di Rockefeller e il suo occhio esperto; annoveriamo poi la Chemical Bank e la Phillip Morris. Quest'ultima, inoltre, ha dato un grosso contributo a manifestazioni artistiche come ad esempio la storica mostra "When Attitudes Become Form". In Francia invece una società che si impegna nel campo dell'arte contemporanea è Cartier, la cui omonima fondazione consiste di una grande collezione. In Europa oltre le sopracitate troviamo anche la Deutsche Bank, in Italia la Fondazione Crt impegnata per quanto riguarda l'arte contemporanea; importante è anche l'associazione IACCA, attiva dal 2007 soprattutto in Europa che mette in relazione curatori di mostre di diverse collezioni, e ha come intento l'elaborazione di linee comuni per la risoluzione di problemi anche di natura fiscale; regola anche rapporti con musei e istituzioni varie per prestiti, sponsorizzazioni e così via.[23]

[22] Francesca Giurato, *Collezioni d'arte corporate: fruizione più ampia dell'arte e nuove opportunità per gli artisti,* Settembre 10, 2020, Axaxl.co, https://axaxl.com/it/fast-fast-forward/articles/collezioni-d-arte-corporate-fruizione-piu-ampia-dell-arte-e-nuove-opportunita-per-gli-artisti

[23] Poli, *Il sistema dell'arte contemporanea, op. cit.*

Foto tratta dall'evento Biennale di Venezia 2019

Foto tratta dall'evento Biennale di Venezia del 2017

1.5 Tipologie di mercato

Le modalità che regolano le vendite di opere d'arte determinano una differenza tra mercato pubblico e privato; nel primo caso ci troviamo di fronte alle aste e agli incanti, il secondo metodo per l'aggiudicazione è, invece, la contrattazione che avviene direttamente tra due privati o tramite un intermediario: queste ultime sono contraddistinte proprio dalla riservatezza ed il prezzo viene fuori da una serie di contrattazioni, ovvero varie proposte di prezzo tra chi vende e chi acquista, una vera e propria negoziazione. La natura delle contrattazioni fa sì che il prezzo non sia verificabile, e per questo motivo non può essere utilizzato a confronto con altri prezzi; la trasparenza del sistema, invece, nel caso del mercato pubblico fa sì che il prezzo sia ufficiale, ed essendo frutto dell'incontro tra domanda e offerta diventa un termine di paragone nonché, in qualche modo, un simbolo dell'andamento reale del mercato.

Così come nel caso dei mercati finanziari dove i titoli oggetto delle transazioni possono essere scambiati sul mercato primario e secondario, ciò avviene anche nei mercati delle opere d'arte. Sul mercato primario vengono scambiati i titoli di prima emissione, quindi nel nostro caso le opere che vengono scambiate per la prima volta e proposte in vendita dagli artisti: è il caso dei galleristi che operano su questo mercato oppure quando l'artista vende direttamente ai collezionisti. Il mercato secondario comprende tutti gli scambi che avvengono successivamente al primo: la rivendita o lo scambio tra collezionisti; questo accade anche nel caso dei titoli già in circolazione sui mercati finanziari, che possono, quindi, essere rivenduti.[24]

Generalmente i prezzi che contraddistinguono le prime transazioni non sono molto alti o, relativamente a quelli che invece si formano sul mercato secondario, più bassi. Il mercato secondario è quello dove avvengono la maggior parte degli scambi, anche perché i costi da sostenere sono inferiori in quanto si hanno maggiori informazioni sulle opere (informazioni che provengono anche dalle precedenti acquisizioni) o sugli artisti qualora si tratti di personaggi affermati.

1.5.1 Aste

Nell'ambito del mercato pubblico il metodo di aggiudicazione e di determinazione del prezzo utilizzato più frequentemente è quello d'asta; gli interessi in gioco sono quello del venditore che cerca di cedere il bene ottenendo il maggior profitto possibile, dall'altro lato, invece, l'acquirente cerca di mantenere il prezzo più basso possibile. Gli operatori che partecipano ad un'asta sono un *seller*, ovvero il venditore, un mediatore e cioè *auctioneer,* una serie di acquirenti, o *bidders.*

[24] *Il mercato dell'arte* in www.treccani.it

Una prima classificazione che riguarda i meccanismi d'asta e le regole di conduzione è tra:

- Aste "aperte" durante le quali ogni agente ha la possibilità di osservare le mosse degli altri partecipanti e prendere decisioni sulle offerte anche sulla base di quelle degli avversari. Nell'ambito delle aste di tipo aperto, tra le modalità più note, vi sono:
    - Le aste inglesi, nonché quelle più diffuse, in cui ci sono una serie di offerte al rialzo da parte degli acquirenti; l'asta continua fino a quando non rimane l'ultimo offerente che si aggiudica quindi l'opera in questione. Chi vende ha come obiettivo massimizzare il più possibile il proprio profitto, per cui si preferisce un numero quanto più possibile alto di partecipanti. L'asta può essere scenario di comportamenti collusivi come la partecipazione di bidders che hanno come unico scopo alzare il prezzo di vendita dell'opera messa all'asta, facendo ovviamente gli interessi del venditore.
    - Nel caso di aste all'olandesi[25], meno diffuse ma comunque importanti, il banditore d'asta chiama prezzi via via sempre più bassi fin quando non viene fermato da uno degli acquirenti che diventa quindi il vincitore e il prezzo chiamato è il prezzo d'acquisto.[26] Il banditore molto spesso in accordo con il venditore fissa un prezzo minimo indi per cui se il prezzo scende sotto questa soglia l'opera rimane invenduta. Gli acquirenti in questo tipo d'asta non hanno informazioni sulla disponibilità degli avversari, per cui spesso, quando tengono particolarmente al manufatto, comprano a un prezzo più basso ma in valore assoluto ancora molto alto.
- Le aste "chiuse" o altresì dette scritte: gli acquirenti potenziali avanzano delle offerte in busta chiusa, senza la possibilità di poter osservare le mosse degli avversari e agire di conseguenza. Nell'ambito delle aste chiuse è opportuno fare una distinzione interna in relazione alla determinazione del prezzo di vendita tenendo conto delle offerte avanzate:
    - Asta al primo prezzo quando l'opera viene alienata al prezzo offerto da chi vince l'asta.
    - Parliamo invece di asta al secondo prezzo, o "asta di Vickrey",se invece l'opera viene venduta non al prezzo più alto ma a quello della migliore offerta respinta, quindi al secondo prezzo più alto.

[25] Questa tipologia di asta è chiamata così perché viene utilizzata nel Paesi Bassi per la vendita dei fiori recisi.
[26] Massimo D'Antoni, *Teoria dei meccanismi d'asta,* luglio 1996

A seconda della natura dell'oggetto messo all'asta individuiamo altre tre tipi di aste:

- Asta a valore privato: le valutazioni dei potenziali acquirenti sono formate sulla base delle sole preferenze; il valore attribuito da ciascuno di loro è indipendente dal giudizio degli altri o da talune circostanze esterne.
- Asta a valore comune: il bene ha un valore oggettivo e tutti i partecipanti cercano di stimarlo.
- Asta a valore affiliato: si tratta di un ibrido tra le due tipologie precedenti: il valore non è né oggettivo né soggettivo. Il valore attribuito da ciascuno dipende anche dai giudizi che ne danno gli altri. Esiste di fatto una correlazione positiva tra le valutazioni dei singoli acquirenti.

Ciascuno degli operatori che prende parte alle aste può mettere in atto determinati comportamenti strategici che dipendono sicuramente dalla percezione e da considerazioni personali, la propensione al rischio e quant' altro.

Il comportamento dipende sicuramente anche dalla tipologia d'asta e dal meccanismo di aggiudicazione, infatti gli acquirenti quando si tratta di un'asta all'inglese hanno convenienza a rilanciare l'offerta precedente di un poco fino a raggiungere il proprio prezzo di riserva; durante un'asta olandese dato che non si acquisiscono informazioni sugli altri partecipanti ogni acquirente fissa una offerta massima.

Le strategie di chi vende, invece, si basano sulla scelta del tipo di asta, della diffusione delle informazioni e la fissazione del prezzo di riserva con il banditore dell'asta; la presenza di un prezzo di riserva può di per sé compromettere la vendita qualora quel prezzo minimo fissato potrebbe essere superiore al prezzo che tutti gli acquirenti sono disposti a pagare.

1.5.2 Le asimmetrie informative ed efficienza del mercato

Partendo dal concetto di efficienza, portiamo come definizione quella data da Vilfredo Pareto, il quale esplica la condizione di ottimo cosiddetto paretiano che indica una efficienza allocativa, una condizione per la quale i soggetti si trovano in un punto nel quale non è possibile migliorare la condizione di un soggetto senza peggiorare quella di un altro agente economico. Qualora volessimo riportare questo esempio nel settore artistico la situazione sopra descritta consisterebbe nell' indirizzamento delle risorse verso gli artisti con maggior valore culturale e apprezzati di più dal pubblico; inoltre non è possibile un ulteriore scambio tra i collezionisti senza che una delle due parti migliori la propria condizione a discapito dell'altra parte.

L'efficienza del mercato in questo senso può essere ostacolata da diversi fattori che rientrano nei cosiddetti "fallimenti di mercato"; questi ultimi comprendono nello specifico quelle condizioni non concorrenziali del mercato dove gli operatori non sono price takers ma price makers come nel caso del monopolio; tra i cosiddetti fallimenti si annoverano anche le asimmetrie informative.

Il mercato dell'arte contemporanea è interessato dalla presenza di asimmetrie informative tra i vari soggetti che partecipano agli scambi;[27] in particolare consideriamo sia il rapporto tra artisti e galleristi che tra questi ultimi e i collezionisti[28].

Alessia Zorloni nel suo libro *L'economia dell'arte contemporanea* definisce i beni artistici come "information goods", una caratteristica economica che connota proprio lo scambio di beni artistici, questo perché le opere d'arte hanno spesso una difficile interpretazione della qualità oggettiva, maggiormente se si parla di consumatori che non hanno le competenze artistiche per valutarle; questa discrepanza di per sé costituisce un primo strato di asimmetria informativa tra chi vende e chi acquista; all'interno del mercato dell'arte contemporanea che, come ho anticipato, spesso è caratterizzato da forte scetticismo per la rappresentazione in sé, chi acquista sostiene tutta una serie di costi indiretti per l'acquisto, che consistono proprio nelle ricerche per raccogliere informazioni. I potenziali acquirenti studiano le informazioni che possono essere tratte prima di tutto dal prodotto, considerando valutazioni e rivalutazioni che vengono stimate da altri eventuali concorrenti; le valutazioni vengono considerate alla luce della loro capacità di influenzare in maniera significativa il mercato dell'arte; un altro elemento che viene considerato nella fase preliminare all'acquisto è proprio lo studio dell'artista, della sua reputazione e come queste variabili si sono sviluppate nel tempo. [29]

Le asimmetrie informative si traducono essenzialmente in due situazioni:

- Adverse selection
- Moral Hazard

Il problema della selezione avversa si pone ad esempio nel mercato assicurativo quando si parla di clienti meritevoli o meno: essendoci delle asimmetrie informative tra i sottoscrittori della polizza e la società di assicurazione, i clienti migliori e meno a rischio si troverebbero a pagare dei premi superiori rispetto alla loro situazione di rischio; abbandonando, quindi, quella determinata società, quest'ultima di fatto si trova a dover fronteggiare maggiori rimborsi essendo rimasti come clienti quei soggetti che invece fanno parte di categorie più a rischio: in questo caso, quindi, la selezione avversa si ottiene con il cambiamento delle condizioni contrattuali. Chi ci parla di selezione avversa è lo studioso George A. Akerlof nel suo articolo *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism,* del 1970. Egli utilizza come termine di paragone il mercato delle automobili usate dividendole in categorie che vanno da quelle di cattiva qualità (che negli Stati Uniti appunto sono definite "lemons") a quelle di più alta qualità; si pone un problema di asimmetria informativa in

[27] Marco Guenzi, *L'efficienza paretiana nel mercato dell'arte contemporanea,* 2014, Economia e Diritto, https://www.economiaediritto.it/lefficienza-paretiana-nel-mercato-dellarte-contemporanea/
[28] Alessia Zorloni, *L'economia dell'arte contemporanea, op. cit.*
[29] Alessia Zorloni, *L'economia dell'arte…,* op. cit.

quanto chi acquista non ha effettivamente contezza del valore dell'automobile che viene venduta, indi per cui sarà disposto a pagare un prezzo medio. In questo caso chi sta rivendendo un'auto usata di buona fattura non sarà disposto a vendere quest'ultima a un prezzo inferiore al suo valore e quindi tenderà a non entrare nel mercato delle automobili usate, questo farà sì che quindi la probabilità che l'auto in questione sia un bidone risulta essere più alta.

L'azzardo morale è invece definito in generale come un comportamento opportunistico in cui un soggetto, esentato da eventuali fattori di rischio relativi ad una determinata situazione, si comporti in maniera diversa rispetto alle azioni che invece compirebbe se le conseguenze del maggior rischio le subisse in prima persona.[30]

Sia la selezione avversa che l'azzardo morale riguardano da vicino il mercato dell'arte contemporanea in quanto, come in altri mercati, l'acquirente non conosce il vero valore dell'opera d'arte e non c'è una chiara distinzione tra quali siano le opere migliori e quali le peggiori, per cui per gli artisti di qualità elevata c'è il rischio di non riuscire a distinguersi da quelli di qualità più bassa, come nel mercato dei bidoni per l'appunto: questo in quanto il prezzo delle opere non è simbolo di bassa o elevata qualità. Non ci troviamo di fronte a un mercato già di per sé fortemente trasparente, per cui comportamenti opportunistici e collusivi non permettono lo sviluppo di tutti gli artisti allo stesso modo; anche artisti più meritevoli spesso vengono spinti via per favoritismi nei confronti di chi invece ha accordi o comunque conoscenze all'interno del mercato.

Nella trattazione dei vari componenti del mercato è stato spiegato il ruolo delle gallerie nella promozione e lo sviluppo degli artisti, portando alla ribalta quelli emergenti o sostenendo quelli interessati da alte quotazioni; proprio per il ruolo svolto all'interno del settore, le gallerie commerciali o di brand che siano giocano un ruolo importante anche nel processo decisionale che porta gli artisti alla ribalta sul mercato o comunque che permette loro di affacciarcisi. Si delinea, quindi, proprio il problema relativo alle asimmetrie informative, in quanto i collezionisti, interfacciandosi con le opere d'arte esposte nelle gallerie trovano opere e artisti già selezionati: questo processo, quindi, "elimina" o comunque rende più difficile la collocazione sul mercato di alcuni artisti, inoltre i collezionisti ripongono la loro fiducia nelle valutazioni dei galleristi che in qualche modo livellano le asimmetrie informative presenti sul mercato.

Nel caso delle gallerie si tratta di professionisti che valutano i manufatti con spirito critico, ma le forze che li smuovono potrebbero non essere solamente appartenenti al gusto estetico o ad una indiscutibile bravura: da considerare, infatti, insieme alle inclinazioni dei galleristi nonché di quelle

[30] *Azzardo morale* in www.treccani.it

degli artisti c'è un'altra variabile che è la probabilità di successo di questi ultimi;[31] il successo artistico è stato oggetto di discussione di diversi economisti, che lo intravedono ora nella capacità manuale e artistica e ora nella capacità di raggiungere il favore del pubblico.
Shervin Rosen ci parla della reputazione artistica basata, per l'appunto, sul talento dei soggetti meritevoli: l'implicazione del suo modello è che è vantaggioso operare in un mercato più ampio ma solamente se si ha talento.
« *For a given place in the distribution of talent, it is more lucrative to be a violinist than an accordianist,.. a rock musician than a folk singer* »[32]

E' vantaggioso, quindi, per gli artisti operare sul mercato; verranno premiati da quest'ultimo solamente quelli più bravi che, in linea teorica, saranno interessati dalle attenzioni dei collezionisti; tuttavia, abbiamo detto, che i collezionisti si interfacciano con le gallerie le quali hanno la possibilità di attuare comportamenti strategici, come quella volta a speculare sulle opere d'arte. Per questa posizione di vantaggio dei galleristi nei confronti dei collezionisti, i primi possano adottare comportamenti opportunistici per piazzare sul mercato opere di difficile collocazione: questo è un chiaro caso di azzardo morale in quanto si sfruttano le maggiori informazioni a discapito dell'altro lato della contrattazione. A questo proposito, quindi, è chiaro che in realtà per i galleristi il talento dell'artista non è il primo fattore da considerare per cui il modello di Rosen non può essere applicato al mercato dell'arte.[33]
Chi invece ha una visione diversa è Adler il quale spiega nel suo articolo " *Stardom and Talent"* del 1985[34] come in generale possano diventare più famosi o, comunque, possano riscontrare più successo sul mercato alcune personalità piuttosto che altre, pur avendo a che fare con talenti non molto dissimili: questo è quanto può accadere nel mercato dell'arte contemporanea per motivi che possono essere ricondotti alla possibilità di raccogliere meno informazioni, qualora si tratti di artisti già conosciuti e venduti, piuttosto che studiare altri artisti magari anche più di avanguardia. Adler, infatti, dice proprio che se si tratta, per esempio, di artisti che più o meno tutti conoscono in un modo o nell'altro; i consumatori saranno più propensi a comperare le loro opere piuttosto che concentrarsi su altri che, riprendendo il discorso di Rosen, potrebbero essere anche più talentuosi.

---

[31] Marco Guenzi, *Anomalie del mercato dell'arte contemporanea/2: il problema della selezione avversa degli artisti e delle gallerie,* 2014 , https://www.economiaediritto.it/anomalie-del-mercato-dellarte-contemporanea2-il-problema-della-selezione-avversa-degli-artisti-e-delle-gallerie
[32] Shervin Rosen, *The Economics of Superstars,* The American Economic Review, Vol 71, No.5 (1981), pp.845-858, da from http://www.jstor.org/stable/1803469
[33] Marco Guenzi, *Anomalie del mercato dell'arte contemporanea/2: il problema della selezione avversa degli artisti e delle gallerie,* Economia e Diritto, 2014, da https://www.economiaediritto.it/anomalie-del-mercato-dellarte-contemporanea2-il-problema-della-selezione-avversa-degli-artisti-e-delle-gallerie/
[34] Il riferimento è Adler, Mosche. "Stardom and Talent". The American Economic Review, vol.75, no.1, 2985, pp. 208-2012 da http://www.jstor.org/stable/1812714

Secondo questa visione i collezionisti, quindi, volgono le loro scelte su quegli artisti relativamente ai quali hanno la possibilità di reperire più informazioni, così da poter ovviare anche al problema delle asimmetrie informative.

Per questa visione dei collezionisti, le gallerie puntano a rappresentare e investire anche il loro nome su artisti maggiormente conosciuti lasciando fuori quelli più d'avanguardia: questi potrebbero anche produrre opere di maggiore qualità ma sono previsti più costi per il reperimento delle informazioni, o comunque delle conoscenze e delle competenze che in verità pochi collezionisti hanno.[35]

Le asimmetrie, come anticipato, riguardano anche il rapporto che intercorre tra artista e gallerista, in questo caso gli artisti devono convincere i galleristi ad investire le loro risorse nelle opere d'arte proposte; i segnali che vengono inviati provengono dalla continuità nel lavoro, la presenza più o meno costante sulla scena nazionale e internazionale; una volta stipulato il contratto, tuttavia, sono presenti comunque asimmetrie informative perché seppure il contratto prevedesse un tot di opere d'arte in un determinato intervallo di tempo questo non determinerebbe per forza delle opere di qualità. Un altro problema, invece, si presenta se l'artista decidesse di attuare dei comportamenti opportunistici nei confronti del gallerista: qualora il contratto sia di più breve periodo potrebbe presentarsi anche in questo rapporto un azzardo morale a discapito del gallerista. L'artista potrebbe sfruttare la pubblicità che il gallerista fa e successivamente cambiare promotore, in questo modo il gallerista, che ha investito denaro per la promozione del suddetto artista, non godrebbe i frutti dell'investimento effettuato e d'altronde non potrà recuperare quei costi che sono quindi affondati.

[35] Francesco Poli, *Il sistema dell'arte contemporanea,* Editori Laterza, 2011

1.6 Il bene artistico

Nel campo dell'arte contemporanea le opere non si identificano più tramite la complessità tecnica o un preciso scopo, ma, come afferma David Throsby, le caratteristiche del bene artistico sono la creatività intesa come invenzione e riguarda il processo produttivo, un'altra è la trasmissione di un qualche significato simbolico e in più la proprietà individuale dell'opera stessa.[36]

La determinazione del prezzo per questa categoria di beni è che viene determinato sulla base di dinamiche molto diverse rispetto a quelle classiche per i beni industriali: in questi casi il prezzo è determinato sia dal processo di produzione che dai materiali utilizzati.

Il prezzo di un'opera d'arte è di difficile determinazione, soprattutto quando l'opera viene venduta per la prima volta; per permettere ad un bene qualsiasi di entrare in un mercato, circolare ed essere oggetto di scambio, il prezzo è un elemento fondamentale e non è da meno se consideriamo le opere d'arte.

Per riuscire ad attribuire un prezzo ad un'opera d'arte è necessario conoscerne il valore, tuttavia in alcuni casi se volessimo tener conto solo dei materiali utilizzati dagli artisti, allora le opere non dovrebbero presentare prezzi esorbitanti, che si discostano pesantemente, in taluni casi, dal costo sostenuto per il reperimento dei materiali.

Un altro metodo potrebbe essere quello che considera l'utilità marginale che deriva dalla fruizione estetica dell'arte, ma non è di facile determinazione.

Il prezzo di un'opera, però, almeno in parte deve riflettere le caratteristiche principali che compongono il manufatto anche se con importanza e percentuali minori rispetto ad altre; altri fattori riguardano l'artista, si pensi alla sua nazionalità, la sua notorietà, quanti anni sono passati dal decesso e quale, precedentemente, fosse il suo riscontro sul mercato. Il bene artistico è da considerare e comprende, oltre alle materie utilizzate anche elementi come l'autenticità dell'opera, l'appartenenza ad una determinata corrente artistica, l'unicità del bene che ne aumenta anche l'esclusività: a tal proposito, infatti, quando sono presenti sul mercato numerose opere di uno stesso artista, la domanda per queste si ridurrà facendo scendere anche il loro prezzo.

Sulla stessa scia della "rarità" delle opere è il decesso di un artista che fa muovere il prezzo delle sue creazioni, questo in quanto l'offerta risulta fissa da quel determinato momento in poi; gli attori del mercato, dal canto loro, cercano di lucrare sul prezzo acquistando e rivendendo le opere dell'artista suddetto. Roman Opalka è famoso per la sua idea "continuativa" di opera d'arte: egli dipingeva su tele a sfondo nero sempre della stessa dimensione dei numeri progressivi continuando la serie di tela in tela, ognuna di queste portava il titolo di "Detail". Quando morì nell'estate del 2012 le sue opere, che scarseggiavano sul mercato, furono vendute a prezzi molto alti (oltre 200mila per ogni tela).

[36] Candela G, Scorcu A. op.cit. pp.17

Determinanti ulteriori del prezzo sono le case d'asta nelle quali si è tenuta la vendita dei manufatti, le attività per la promozione dell'opera, di quale galleria si tratta, nonché il periodo storico nel quale l'opera è venduta con considerazione dei fattori macroeconomici come il tasso di inflazione.[37]
Nonostante la presenza di numerosi fattori con valore non facilmente determinabile, per forza di cose il prezzo delle opere d'arte costituisce per il mercato un simbolo di qualità più o meno elevata a seconda delle quotazioni raggiunte.

Ricapitolando, quindi, il mercato dell'arte contemporanea presenta forme di inefficienza del mercato e scarsa trasparenza e disomogeneità nelle informazioni disponibili per chi vi opera, nonché anche disomogeneità nel prodotto artistico in sé: a differenza dei titoli finanziari non è facile creare classi omogenee di prodotti del mercato.[38] Proprio la differenza riscontrata in queste due tipologie di investimento verrà affrontata nel capitolo 2.

[37] 5 GOODWIN JAMES edited by, The international art markets: the essential guide for collectors and investors - London and Philadelphia, Kogan Page, 2008
[38] Ibidem

CAPITOLO 2

Arte come asset class alternativo

"Che si voglia o no, l'arte, oltre ad essere un prodotto dello spirito, quando si esprime in un oggetto materiale che può costituire oggetto di scambio, è merce"[39]

Come sottolineato nel primo capitolo l'arte è in circolo in un sistema che coinvolge protagonisti diversi, e i ruoli di ognuno di questi, nonché i loro rapporti, hanno a che fare proprio con l'esistenza e la diffusione di opere d'arte; così come quanto gli artisti creano, anche la loro immagine viene venduta alla stregua di quello che producono e crea valore per chi lo acquista.

Il fatto che il mercato dell'arte abbia avuto una crescita clamorosa negli ultimi anni evidenzia come proprio l'arte sia in grado di abbindolare o comunque attrarre tutte quelle tipologie di collezionisti che popolano il sistema. I collezionisti, come ho avuto modo di presentare nel primo capitolo, costituiscono una parte della domanda, è ovvio che il commercio e gli scambi sono stati sostenuti da imponenti attività tra cui biennali, fiere, vendite all'asta e così via. Nel caso delle opere d'arte, come ci suggerisce il titolo, parliamo di investimenti alternativi che mostrano grosse differenze con altre tipologie di investimenti: per la determinazione del valore vanno presi in considerazione diversi fattori; d' altro canto la qualità non è un carattere oggettivo ma molto soggettivo (anche considerando la tipologia di opere d'arte presa in considerazione) e inoltre può variare come percezione nel tempo. La percezione che si ha del valore di un'opera d'arte definisce proprio la tipologia di asset che ha delle caratteristiche peculiari che variano da manufatto a manufatto, inoltre, per ognuno non è detto che diversi soggetti facciano stesse valutazioni sul valore.

Alessia Zorloni definisce il profilo di un potenziale collezionista d'arte contemporanea come facente parte del mondo finanziario o dell'imprenditoria, che non solo abbia a disposizione grosse somme di denaro ma che abbia anche un'istruzione di fascia medio alta e che ovviamente abbia interessi nei confronti della fruizione dei beni culturali. L'arte viene utilizzata, quindi, per soddisfare un determinato desiderio collegato al godimento dell'estetica, tuttavia è un modo anche per le stesse imprese non solo di promuovere la cultura e l'importanza di quest'ultima, ma anche per crearsi una determinata immagine e utilizzare il denaro a disposizione per entrare su un mercato differente. [40]

I collezionisti si differenziano a seconda della ragione che li spinge al consumo e possiamo dividerli in due categorie. I primi sono quelli che si concentrano su determinate tipologie di opere d'arte e hanno come obiettivo principale l'interesse maturato con la conoscenza del settore, tanto è vero che in realtà il motivo principale per il quale si trovano a voler investire è soddisfare il proprio gradimento

[39] Lemme F., I fondi di investimento in opere d'arte: presupposti economici, tipologia, prospettiva. In Riscossa G. (a cura di), Il mercato dell'arte. Aspetti pubblici e privati. Torino, Umberto Allemandi Editore, 1991. p. 67.

[40] Alessia Zorloni, *The Economics of Contemporary Art,* Springer, 2013,

o “aesthetic dividend”[41]. La seconda tipologia riguarda tutti i soggetti che sono interessati all’aspetto finanziario dell’investimento, che si combina con quello che sposa l’estetica non avendo spesso conoscenze approfondite della materia. Chi acquista determinate tipologie di bene spesso a di là della forma di investimento lo fa perché rappresenta uno *status symbol,* tant’è che le opere d’arte si inseriscono in tutta quella serie di prodotti di lusso come ad esempio orologi o automobili e che sono “riservate” ai cosiddetti *“high net worth individuals”.*[42]

Lo sfoggio della propria disponibilità economica e l’accrescimento della propria immagine avviene spesso da parte di personaggi, per l’appunto, molto facoltosi che creano e curano grandi collezioni, soddisfacendo sicuramente necessità sociali ma anche seguendo i propri gusti personali e talvolta anche un forte amore proprio per l’arte. La rivista americana ARTnews pubblica ogni anno la lista dei 200 collezionisti più prestigiosi; tra questi, 10 collezionisti che hanno continuato ad aggiornare le loro collezioni anche durante il 2020 sono:

1	Roman Abramovich Settore: calcio professionistico (Chelsea Football Club) Interessi: Arte contemporanea; Impressionismo; Arte Moderna
2	Haryanto Adikoesoemo Settore: energia, logistica e immobiliare Interessi: arte contemporanea indonesiana asiatica e occidentale
3	Laura Arrillaga- Andreessen e Marc Andreessen Settore: imprenditoria Aree di raccolta: Arte contemporanea; Arte del dopoguerra
4	Hélène e Bernard Arnault Settore: beni di lusso (LVMH) Aree di raccolta: Arte contemporanea
5	Hans Rasmus Astrup Settore: attività legate alla spedizione e alla finanza Aree di raccolta: arte contemporanea
6	Maria Arena Bell e William Bell Jr. Settore: produzione televisiva Aree di raccolta: Arte contemporanea; Arte Moderna
7	Jeff Bezos Settore: e-commerce (Amazon) Aree di raccolta: Arte contemporanea

[41] Ibidem
[42] Ibidem

8	Neil G. Bluhm Settore: immobiliare Aree di raccolta: Arte contemporanea; Arte del dopoguerra
9	Irma e Norman Braman Settore: concessionarie di automobili Aree di raccolta: Arte contemporanea; Arte Moderna
10	Udo Brandhorst Settore: assicurativo Aree di raccolta: Arte contemporanea; Arte del dopoguerra

Fonte: ARTnews, ottobre 2020, www.artnews.com [43]

2.1 Il wealth management

I report Art&Finance, pubblicati da Deloitte a partire dal 2011, hanno registrato una crescita riguardo la presenza dell'arte, appunto come asset alternativo, nel patrimonio dei collezionisti. L'intento dei report è quello di descrivere la situazione globale del mercato dell'arte e le considerazioni dei soggetti che vi operano, evidenziando come il rapporto tra arte e finanza sia diventato sempre più stretto. L'ultimo report, e cioè quello risalente al 2019, ha registrato un incremento, relativamente al 2017, di coloro i quali hanno mostrato un interesse negli investimenti nel settore artistico per motivi legati ai rendimenti, piuttosto che in ottica di diversificazione di portafoglio.[44]

I collezionisti guardano gli investimenti in arte come integralmente parte della loro ricchezza; se le stime risultano corrette infatti quasi due trilioni di dollari sono stati investiti, nel 2018, in opere d'arte e beni da collezione: nel report recente del 2019 di fatto l'84% dei gestori di patrimoni hanno dichiarato che alcuni loro clienti possiedono collezioni artistiche; alla luce di questo i collezionisti, e in particolare l'81% di quelli intervistati, ha espresso la volontà che i gestori incorporino tra gli investimenti offerti anche quelli in beni da collezione come quelli del mercato artistico; il 67% dei gestori si aspettano che i loro clienti richiedano l'inclusione di attività da collezione nei loro report periodici in modo che possano avere una visione unitaria della loro esposizione totale.

Presentandosi prezzi sempre più alti è stato riconosciuto anche dai collezionisti il valore finanziario dell'investimento in arte: anche gallerie e case d'asta hanno cominciato a fornire strumenti e servizi per l'analisi del mercato da offrire ai loro clienti. Queste tendenze portano alla luce proprio il fatto che il collezionismo sta diventando più consapevole, ed è per questo che con una materia tanto particolare subentra la necessità di fare uso di strumenti maggiormente sofisticati, nonché di una

[43] https://www.artnews.com/art-collectors/top-200-profiles/?filter_top200year=2020&filter_collectingarea=contemporary-art&page=2

[44] Il 52% dei collezionisti pensa che la diversificazione di portafoglio sia una delle motivazioni principali per acquistare le opere d'arte, nel 2017 era stato registrato un 36%; la più recente percentuale è risultata la più alta dal 2011. Art&Finance report 2019.

maggiore mole di dati, in modo da prendere decisioni più consapevoli sia in fase di acquisto che di vendita.

Questa fattispecie mette in luce come i collezionisti vogliano che nelle politiche di gestione del patrimonio messe in atto ve ne siano alcune strettamente collegate al campo degli investimenti nel settore artistico.

I wealth managers possono intraprendere quattro vie, rappresentate da quattro tipologie di servizi, attraverso le quali mirano ad aggiungere valore per i clienti[45]:

I. Accumulo di capitale attuando strategie di accrescimento del potenziale del patrimonio artistico costituito,: queste strategie si attuano attraverso investimenti diretti e indiretti in arte (quest'ultimo caso è quello, per esempio, degli investimenti in quote di fondi artistici); i problemi che si riscontrano nella gestione di patrimoni artistici vengono affrontati dai managers attraverso l'utilizzo di strumenti e di metodi per una gestione integrata di tali patrimoni, proteggendo in questo modo sia il loro valore estetico e tangibile che quello intrinseco nelle opere d'arte e non per forza legato alla tangibilità dell'oggetto.

II. Copertura del patrimonio contro i rischi, assicurazioni, gestione dei rischi relativi all'investimento e così via. Alcuni rischi che possono insorgere sono relativi ai danni che l'opera può subire nel momento in cui comincia la sua detenzione: chi investe deve rispettare e conservare il valore storico e culturale che il bene in questione incorpora: per questo motivo le opere devono essere soggette a manutenzione periodica e monitoraggio delle condizioni, in modo tale da riuscire a mantenere intatta l'immagine. Altri rischi riguardano l'autenticità dell'opera stessa: incorre il rischio di insorgere in una contraffazione dell'opera, fattispecie che risale ai tempi più antichi.

III. Conversione del valore in reddito in caso di subentrata necessità di liquidità, servizi di art advisory attraverso i quali i clienti sono indirizzati nei loro acquisti/investimenti, nel campo artistico considerato il caso specifico; le competenze di chi svolge questa tipologia di attività sono sia finanziarie che propriamente legate alla tipologia di mercato. I servizi forniti sono personalizzati e seguono l'investimento, e l'investitore che lo intraprende, dal momento dell'acquisto, monitorando poi tutto il processo fino alla vendita successiva eventuale.

IV. Trasferimento del patrimonio, pianificazione successoria: con questa tipologia di servizio a disposizione si intende ovviare al problema della trasmissione di un patrimonio artistico, mantenendo intatto il suo valore intrinseco.

[45] https://www.we-wealth.com/it/news/pleasure-assets/opere-darte/quando-wealth-management-include-arte/

2.2 Gli interessi economici

La domanda di opere d'arte di, oramai, ogni genere e tipo si è ampliata ed evoluta; proprio perché si tratta di beni che hanno caratteristiche specifiche bisogna andarli a considerare come asset sui quali investire e come tali tenere in considerazione il loro valore. Il bene artistico viene considerato sia un bene di consumo, quello che gli economisti chiamano "consumer durables" che non porta benefici monetari visibili[46] , sia alla stregua di titoli che popolano il mercato finanziario. Il godimento di un bene come un'opera d'arte non comporta un'obsolescenza di alcuna funzionalità propria di un prodotto del genere, infatti può essere considerato sia come riserva di valore sia come una risorsa da utilizzare per un'immediata plusvalenza nel momento della vendita.

Nonostante il valore delle opere d'arte non sia di facile interpretazione e soprattutto determinazione, i manufatti tendono a non comportarsi come nessun altro bene di consumo in quanto il loro valore con il passare del tempo aumenta. Essendo beni che rappresentano lo status quo di gruppi di individui, allora, come gli altri beni di lusso, sul mercato si osservano esternalità positive, in quanto più sono esclusivi i prodotti, più il loro valore aumenta, più la loro desiderabilità da parte degli acquirenti aumenta anch'essa.

Questa caratteristica del mercato mette in evidenza anche un'altra peculiarità che è un'alta elasticità della domanda all'aumentare del reddito e possiamo esprimerla tramite la formula:

$$\varepsilon_w = \frac{\%\Delta Q}{\%\Delta W}$$

Q rappresenta la quantità di opere d'arte che viene domandata, mentre W rappresenta la ricchezza degli individui. Se il valore dell'elasticità dovesse risultare maggiore di uno vorrebbe dire che la quantità domandata dagli individui è molto sensibile alla variazione che interessa la ricchezza di questi: questo è quanto succede nel caso dei beni di lusso.

Quando ci troviamo di fronte a un valore per l'elasticità che è invece inferiore a 1 vuol dire che l'acquisto è portato a termine per necessità. Michel Bryan ha riscontrato un valore della "real economic growth elasticity" pari a 1,35 per le opere d'arte[47]: questo dato supporta, per l'appunto, l'assunto che le suddette rientrano a pieno nella categoria dei beni di lusso.

La McAndrew definisce, inoltre, le opere d'arte come "beni posizionali"[48] , non producibili in massa e proprio per questa rarità permettono a chi li detiene di distinguersi socialmente, producendo così più utilità a chi gode della sua detenzione. Tenendo conto anche dell'elasticità che riguarda la

[46] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* Bloomberg Press New York, 2010, pg. 17

[47] Michael F.Bryan, *"Beauty and the Bulls: The Investment Characteristics of Paintings", Economic Review,* Federal Reserve Bank of Cleveland, 1985 p.4

[48] Clare McAndrew, Fine Art and High Finance, op. cit.

domanda di opere d'arte, anche se la domanda aumenta e i prezzi salgono enormemente, l'offerta sul mercato dell'arte non dipende, come nel caso di altri beni, dall'incremento della domanda, ed è anche per questo che non possiamo considerare i beni di tipo artistico come un qualsiasi altro prodotto.

2.3 Domanda per investimento

Qual è il requisito per acquistare delle opere d'arte? Considerando le cifre record che sono state raggiunte negli anni, come ad esempio l'opera di Francis Bacon *Tre Studi di Lucian Freud* aggiudicato per una cifra di 142,4 milioni di dollari rientrando così tra le 10 più costose mai vendute all' asta,[49] la prerogativa sembrerebbe quella di essere in possesso di ingente capitale da poter utilizzare per investimenti di questo genere.

La detenzione di ampi patrimoni è un requisito che nella realtà dei fatti non è davvero essenziale; due collezionisti newyorkesi, un ex impiegato delle poste lui, Herbert Vogel e una bibliotecaria lei[50], Dorothy, hanno accumulato durante i loro 50 anni di matrimonio 5000 opere contemporanee che compongono la loro collezione. La loro oggi è considerata una delle collezioni più importanti al mondo ed è composta da opere di autori come Christo che al momento dell'acquisto da parte della coppia erano solamente all'inizio della loro carriera.

Con la considerazione dell'arte come forma innovativa di investimento, chi subentra in questo segmento non solo, come ho anticipato, ha la volontà di legare la propria immagine a quella di qualche artista o di qualche prodotto esclusivo in particolare, ma ha come obiettivo anche il guadagno che è rappresentato proprio dalla profittabilità che proviene dall'investimento stesso.

La domanda da parte dei collezionisti può essere scissa in quattro moventi o modelli di consumo come li definisce Alessia Zorloni (2013)[51], collegati ai bisogni delle diverse categorie.

I. Il primo movente è quello culturale, legato molto al godimento dell'estetica di quello che viene acquistato e rimanda all'emotività che guida il consumo.
II. Il secondo è maggiormente funzionale, in quanto da una parte si rifà all'estetica ma nel senso di abbellimento degli ambienti, quindi l'arte vista nella sua accezione decorativa.
III. La ragione sociale che vede le collezioni come in grado di maggiorare il prestigio sociale essendo l'arte uno status symbol a tutti gli effetti: grazie agli acquisti, i collezionisti fanno sfoggio delle loro possibilità economiche.

[49] https://www.artribune.com/professioni-e-professionisti/mercato/2020/07/asta-online-record-sothebys-trittico-francis-bacon
[50] https://www.globartmag.com/2013/01/11/herbert-e-dorothy-vogel-collezionisti-arte-contemporanea/
[51] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138, doi: 10.1435/73812

IV. Una motivazione da non sottovalutare assolutamente è quella che vede l'arte come un bene di valore che può essere utilizzata come riserva a riparo dalle oscillazioni dei mercati finanziari. L'arte vista, quindi, come *asset class.*

Alessia Zorloni riconosce chi ha una visione a medio lungo termine e considera le opere d'arte come una riserva di valore, un investimento per diversificare il proprio portafoglio di attività: individui, quindi, con una visione più conservativa, investitori tradizionali; essendo collezionisti puri sono meno influenzati dai cambiamenti nel valore o i rischi connessi dato che il motivo principale di detenzione è la creazione di una collezione.

Gli speculatori, invece, hanno una prospettiva di breve periodo: dato che non sono interessati a mantenere immobilizzate grosse somme di denaro come investimenti duraturi, solitamente si disfano delle opere d'arte quando non raggiungono i risultati sperati.[52] I cambiamenti nei costi, l'andamento di quel determinato mercato possono portare uno speculatore ad uscire dal mercato con molta facilità facendolo orientare verso asset differenti.[53]

La McAndrew sottolinea come le due posizioni degli individui se come investitori o speculatori dipende dalle loro preferenze in termini finanziari ma che nessuna posizione netta è ottimale: l'autrice riconosce la scarsa liquidità del mercato che non rende profittevole attività di sola speculazione ed inoltre considera imprudente l'attività di puro collezionismo che non tenga conto di risvolti finanziari di qualche genere.

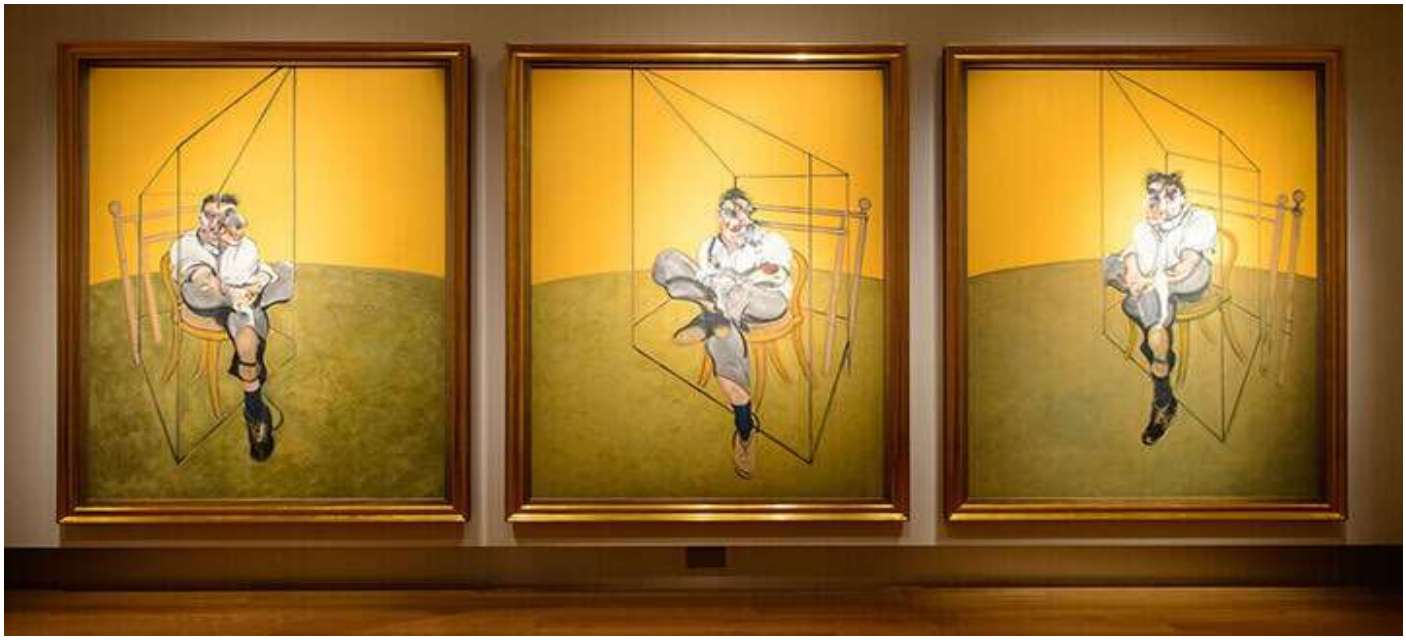
La domanda degli speculatori si basa sulla considerazione di diversi fattori tra cui il miglior rendimento che può essere raggiunto, la diversificazione di portafoglio per coprirsi quanto più possibile dai rischi, i benefici fiscali nonché costi e, perché no, anche una soddisfazione dei propri gusti personali.[54]

Quali sono i benefici derivanti da un investimento di questo tipo? Sicuramente come investimenti rischiosi possono in linea teorica rendere di più ma anche presentare dei rendimenti negativi sul mercato, quindi vanno associati ad altri asset di diversa natura permettendo così una diversificazione di portafoglio che riduca o attenui i rischi. Un altro fattore è la *profittabilità:* i cambiamenti che hanno riguardato i prezzi delle opere d'arte contemporanea hanno portato gli economisti ad avvicinarsi sempre di più alla distinzione tra il mercato dell'arte contemporanea e il mercato dei capitali, analizzando anche l'eventuale sostituibilità poi effettivamente tra gli investimenti in capitale e quelli con oggetto le opere d'arte.

Un altro vantaggio è relativo alla tassazione, infatti in taluni paesi l'investimento che riguarda le opere

[52] Alessia Zorloni, *The economics of contemporary art,* op. cit.
[53] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit.
[54] Alessia Zorloni, *The economics of contemporary art,* op. cit.

d'arte viene portato a termine spesso anche con il fine di diminuire il carico fiscale e indirettamente incide sul ritorno finale dell'investitore: chi investe in arte infatti ha molti più vantaggi in questo senso rispetto a chi invece rivolge il proprio interesse al mercato immobiliare o quello dei capitali: i soggetti non pagano tasse proporzionate a quando guadagnano scambiando opere d'arte sul mercato. Un altro vantaggio da prendere in considerazione è ovviamente relativo ai benefici estetici che derivano per chi detiene opere d'arte: il piacere di possedere un dipinto sulle mura di casa da poter contemplare e mostrare è sicuramente più appagante del detenere certificati per il possesso di azioni o quote in un fondo di investimento[55]



Francis Bacon-Three studies of Lucian Freud

2.3.1 " Corporate art collection"

Quello descritto nel primo capitolo come sistema dell'arte comprende al lato della domanda anche le imprese e le fondazioni: se il lato artistico in effetti viene sfruttato al meglio può apportare un miglioramento dell'immagine ed altri vantaggi come, ad esempio, quelli economici.

L'intento di una impresa potrebbe essere sia quello di creare una propria collezione, oppure sostenere economicamente istituzioni come musei o fondazioni attraverso delle donazioni.

[55] Alessia Zorloni, *The economics of contemporary art,* op. cit. pg. 192

Una collezione aziendale definisce in qualche modo anche l'identità dell'impresa che la crea: è un modo per distinguersi da altre realtà organizzative, rappresenta un modo di pensare, e in più un senso di appartenenza alla realtà nella quale ci si trova. La componente economica è egualmente rilevante, infatti anche la costruzione di portafogli che includano opere d'arte prima che si affermino a livello di critica può rappresentare un investimento fruttuoso a livello finanziario se a posteriori dovesse mostrarsi positiva la risposta del mercato.[56]

Nella metà degli anni '80 è riconosciuto il picco del collezionismo aziendale, secondo il *Directory of Corporate Art Collection,* che è un censimento annuale del collezionismo aziendale, negli Stati Uniti circa 500 erano le società che avevano avviato collezioni composte da opere d'arte contemporanea, queste realtà erano sparse in tutto il paese e in più appartenevano ai settori più disparati, partendo da quelli più affini al campo artistico come l'editoria arrivando a quelli più lontani come realtà, ovvero le società ferroviarie e via discorrendo.[57]

L'aspetto finanziario dell'investimento in classi di attività così particolari è importante non solo per le attenzioni ad un guadagno che può derivare dai risultati positivi, ma è inoltre un modo per trasmettere le proprie competenze in materia di scelte di investimento per i clienti, un requisito molto importante nel caso degli istituti di credito e a maggior ragione nel caso di quelli che svolgono attività di private banking: in questo caso i clienti sono di più alto profilo indi per cui l'istituto ha a che fare con ampi patrimoni. Tra le realtà che hanno compreso questo aspetto e operano in questo senso sono state grandi banche americane come, per esempio, la Chase Manhattan che verso l'inizio degli anni Sessanta, avvalendosi, in più, di stime di importanti ed esperti curatori, acquistò molte opere di artisti della scuola di New York e altri d'avanguardia.[58] Rilevante è anche il caso della collezione di Deutsche Bank che da circa 40 anni si interessa all'arte contemporanea sostenendone gli artisti; la collezione è stata man mano ampliata tant'è che nel campo artistico contemporaneo è una delle più importanti a livello globale. La collezione comprende 55mila opere e trova esposizioni in circa 700 sedi sparse per i cinque continenti e comprende artisti provenienti da ogni dove, infatti l'installazione artistica presso la sede di Francoforte comprende opere di circa 100 artisti provenienti da 40 paesi.[59]A livello nazionale un esempio è il Banco di Napoli che dai tempi della sua fondazione si è attivato nell'acquisto di opere di diversi artisti anche d'avanguardia: nella sede partenopea infatti sono presenti opere di Andy Warhol.

In alcuni casi l'arte diventa parte integrante di quello che viene prodotto da una determinata società,

[56] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138, doi: 10.1435/73812

[57] Ibidem

[58] Ibidem

[59] https://www.db.com/italia/it/content/Arte_Musica.html

divenendo prodotto da vendere, con un connubio vero tra artisti e società in questione. Un esempio in questo senso è l'azienda italiana illy; l'interesse nei confronti del mondo dell'arte contemporanea si sviluppa in diversi modi e cioè ora sostenendo l'attività degli artisti, mostre internazionali, ora promuovendo la propria idea di cultura e il proprio interesse per l'arte attraverso la pubblicazione di una rivista in proprio che è illywords.

Tra le attività più famose in campo artistico perseguita da illy è l'dea creativa di illy Art Collection, nata nel 1992 ad opera di Francesco Illy il cui pensiero era proprio vendere tazzine d'autore, create per l'appunto dall'estro degli artisti in collaborazione con la società: da allora si sono susseguiti più di 100 artisti di fama internazionale tra cui Marina Abramovic, Jeff Koons, Michelangelo Pistoletto.

Questa speciale tazzina da caffè, per esempio, è stata creata in occasione della 58esima esposizione Internazionale d'Arte a Venezia del 2019, così da evidenziare proprio il rapporto oramai decennale tra illy e la Biennale di Venezia. [60]

2.3.2 Investimento indiretto: gli *art funds*

L'investimento che ha ad oggetto le opere d'arte può essere diretto, con il collezionista che si avvicina al mondo dell'arte e acquista avvalendosi però anche di consigli e valutazioni di consulenti esperti; tuttavia dato che per un investimento di questo genere è anche consono avere competenze specifiche del settore, allora, così come capita in altri ambiti, anche nel caso dell'arte i potenziali venditori piuttosto che intraprendere un investimento autonomamente possono decidere di investire in quote di fondi specializzati, i cosiddetti *art funds*, il cui funzionamento non è molto dissimile dai fondi comuni

[60] https://www.illy.com/it-it/eshop/tazzine-caffe-illy-art-collection/illy-collection-tazzine-caffe/1-tazzina-caffe-espresso-biennale-arte-venezia-2019/22756

di investimento.

La gestione di queste attività può essere affidata a delle società di consulenza che riceveranno sia commissioni legate proprio all'attività di gestione, che una percentuale sui rendimenti del fondo. I vari fondi si possono distinguere a seconda della durata, degli investimenti sui quali si concentrano, e delle dimensioni, ma in generale tutti i fondi sposano una strategia generica che è quella *"buy and hold"*. I fondi possono essere di vario genere: aperti, private o hedge; il paniere di attività nelle quali investono è ampia e comprende diverse tipologie di opere d'arte così da permettere anche agli investitori di scegliere e diversificare ulteriormente il loro investimento. A sottoscrivere le quote di questi fondi sono i soggetti con patrimonio elevato che abbiamo già definito come *high net worth individuals* che hanno come obiettivo quello di diversificare i loro investimenti in portafoglio producendo profitto nel lungo periodo e riducendo anche i costi di transazione. Per i costi di transazione conviene in quanto quando un'opera viene venduta all'asta chi l'acquista dovrà pagare un premio, che cambia a seconda delle case d'asta attraverso le quali avviene la transazione, o una commissione alla galleria qualora si acquisti presso una di queste. Oltre i costi di commissione per l'intermediazione vi sono anche altre tipologie di costi come il trasporto, i costi di assicurazione e quelli di due diligence, dove con quest'ultima voce intendiamo quell'insieme di valutazioni che vengono poste in essere dall'investitore per rendersi conto dei rischi in caso di risultato negativo dell'investimento, nonché anche di possibili sviluppi. Essendo un fondo un grosso investitore che acquista tante opere insieme può avere sconti sulle commissioni pagate per i servizi ed è anche questo un altro vantaggio per chi decide di acquistare una quota del suddetto fondo.[61]

Chi gestisce un fondo di questo genere ha una parte del suo capitale investito in modo tale che gli obiettivi perseguiti siano gli stessi degli altri investitori, evitando così comportamenti opportunistici di qualche genere a discapito degli altri.

I compiti che generalmente sono svolti dai gestori sono: l'identificazione di potenziali acquisizioni, raccolta di capitali per il fondo, gestione dei rapporti con gli investitori, mostra del portafoglio di investimenti attraverso esposizioni e prestiti a musei, monitoraggio del mercato. La remunerazione invece è legata principalmente alla performance così ancora una volta da allineare gli interessi degli investitori con chi gestisce: solitamente la commissione annuale per la gestione si aggira intorno al 1-3% e una commissione invece applicata ad ogni profitto generato dalla disposizione del portafoglio pari al 20%.[62]

Il primo art fund è stato *La Peau de l'Ours* un' associazione fondata nel 1904 da André Level, un

[61] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138, doi: 10.1435/73812

[62] http://www.artfundassociation.com/_what_are_art_funds/basic_af.htm

uomo d'affari appassionato d'arte, ed alcuni suoi amici collezionisti di opere d'arte con la proposta di investire i fondi degli associati creando collezioni di sola arte contemporanea, con l'intento, alla fine del periodo di investimento, di rivenderla. Nel 1914 quando scadde il periodo dell'investimento le opere furono vendute all'asta ad un hotel di Parigi e l'asta fu talmente proficua che gli investitori registrarono cifre fino a 4 volte maggiori il loro investimento iniziale.[63]
Il British Rail Pension Fund ("BRPF") è stato il primo ad aver adottato formalmente il nome di art fund; nel 1974 una parte del capitale del fondo è stata investita in favore di oltre 2500 opere d'arte immobilizzando il capitale per un periodo di sei anni: tra il 1974 e il 1999 il fondo è stato capace di raggiungere un tasso di rendimento aggregato di circa 11,3% su base annua.[64]

Le strategie di investimento adottate dai fondi sono disparate:[65]

- *buy and hold*: come abbiamo anticipato è quella adottata dai fondi di investimento;
- *geographic arbitrage*: l'intento è quello di sfruttare le differenze nella realizzazione dei prezzi per le opere d'arte degli artisti in diversi luoghi geografici;
- *artwork driven*: l'obiettivo è l'ottenimento di un profitto sfruttando caratteristiche specifiche dell'opera che incidono sul prezzo d'offerta;
- *strategia regional art*: si concentrano gli investimenti su opere d'arte provenienti da determinate regioni geografiche;
- *strategia di periodo*: concentrare gli investimenti sull'arte relativa ad un determinato periodo, come ad esempio l'arte contemporanea;
- *artisti emergenti*: si operano investimenti su quegli artisti ancora poco famosi ma che mostrano un potenziale di crescita che potrebbe sfociare in aumenti importanti del valore e del prezzo delle loro opere;
- *intrinsic value*: chi si occupa della gestione dell' acquisto di quelle opere che ritiene essere vendute ad un valore più basso di quello reale o anche potenziale;
- *leveraging:* la strategia consiste nel prestito oneroso delle opere detenute dal fondo con l'utilizzo del ricavato per accrescere il patrimonio culturale;
- *distressed art*: vengono acquistate delle opere d'arte a prezzi molto scontati perché magari messi in vendita da collezionisti sull'orlo della bancarotta o in stato di insolvenza;
- *co-ownership*: in questo caso vengono acquistate opere d'arte condividendo la proprietà con altri investitori, riducendo l'incidenza del rischio dell'investimento in quanto viene condiviso;

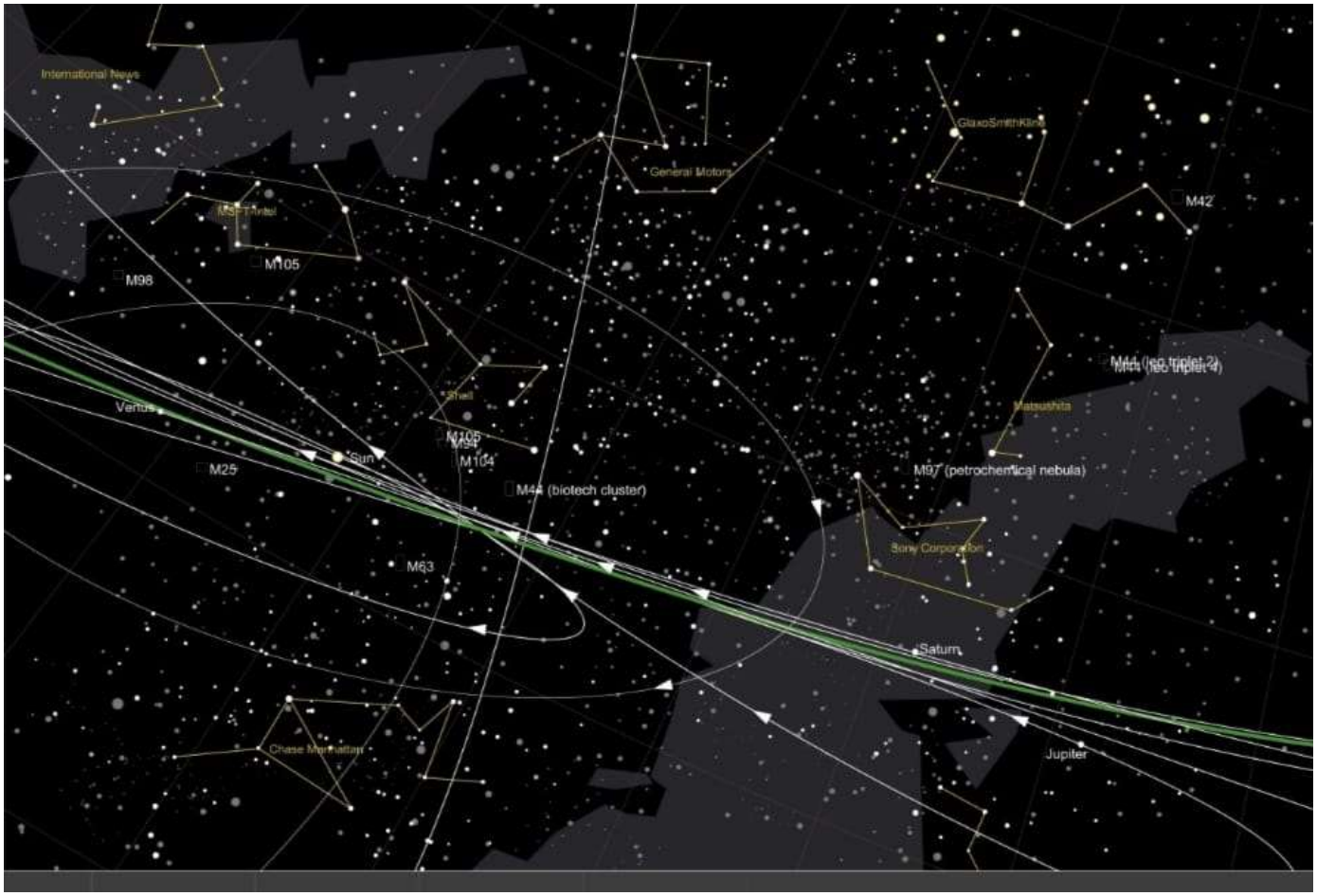
[63] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138, doi: 10.1435/73812
[64] http://www.artfundassociation.com/_what_are_art_funds/basic_af.htm
[65] Ibidem

- *showcasing*: viene attuata per aumentare il valore del portafoglio di investimenti del fondo, tramite l'esposizione delle opere presso importanti musei;
- *bulk buying*: concerne l'acquisto di ampi lotti di opere d'arte per ottenere prezzi più vantaggiosi e guadagnare anche indirettamente tramite i minori costi di transazione;
- *medium*: vengono concentrati gli investimenti su una tipologia di opere d'arte, che il gestore del fondo conosce molto bene.

Le strategie spesso vengono utilizzate insieme per ottenere il miglior risultato possibile.[66]

[66] http://www.artfundassociation.com/_what_are_art_funds/basic_af.htm

2.4 Investimenti sul mercato dell'arte vs investimenti sui mercati finanziari



Black Shoal Stock Market Planetarium, fonte: http://www.blackshoals.net/images

Quello sovrastante è un progetto artistico creato da Lise Autogena e Joshua Portway. Tale progetto consiste in una stanza buia con il soffitto a cupola, esattamente come se ci si trovasse in un planetario, con la proiezione del display di un pc. Quella che viene proiettata è la situazione in tempo reale dei mercati finanziari, come se ci si trovasse sotto il cielo notturno pieno di stelle. Ogni stella rappresenta una società quotata e si illumina ogni volta che in qualche parte del mondo quel determinato titolo viene scambiato; sebbene le stelle partano distribuite casualmente su cosmo, si spostano lentamente rispondendo alle logiche di mercato. Questo movimento si basa sulle correlazioni calcolate tra le serie storiche dei rendimenti di ogni azione con quelle delle azioni più vicine: più alti sono i valori delle correlazioni tra le storiche dei prezzi delle azioni di due società qualsiasi, più alta sarà l'attrazione gravitazionale tra di loro, creando attraverso questi movimenti costellazioni, nebulose e così via. Attraverso questa lenta aggregazione vengono a comporsi le galassie che rappresentano i diversi

settori presenti sul mercato.[67]

Questa visione degli autori esprime proprio come attraverso quella che è una installazione artistica si possano rappresentare le informazioni derivanti dal mercato finanziario rappresentandolo come un cielo stellato; mettiamo in evidenza quelle che sono però le caratteristiche che ci permettono di distinguere il mercato dell'arte da quello nel quale vengono scambiati i vari titoli finanziari.

Il primo fattore da tenere a mente è che ogni opera d'arte è tendenzialmente unica nel suo genere anche se consideriamo tutta la parte del mercato che comprende le riproduzioni o le copie delle opere da parte di altri artisti: per questo motivo non vi sono perfetti sostituti sul mercato. La perfetta sostituibilità caratterizza invece i titoli scambiati in Borsa: nel caso dei titoli del mercato finanziario la determinazione del prezzo avviene con l'incontro tra domanda e offerta sul mercato, che vanno a costituire quella che è poi la quotazione corrente.

Sui mercati finanziari operano una vasta molteplicità di agenti economici, per questo motivo il regime che vige è piuttosto concorrenziale; pur essendoci, invece, attori sul mercato che domandano opere d'arte, l'offerta, tuttavia, non incontra perfettamente le esigenze, tant'è che nel caso del mercato dell'arte si parla più di un regime quasi monopolistico. Le transazioni per le opere d'arte avvengono solamente in determinati periodi dell'anno, i titoli finanziari, invece, vengono scambiati quotidianamente sul mercato. Alcune tipologie di titoli prevedono rendimenti periodici, cash flows, dividendi e quant'altro, per cui il loro rendimento in qualche modo è stimabile; le opere d'arte per loro natura non producono flussi di cassa intermedi, ed è per questo motivo che infatti il loro rendimento è molto più incerto, in quanto sarà reso disponibile quando l'opera sarà venduta, quindi con la determinazione del suo valore di mercato. Nel mercato mobiliare il disinvestimento può avvenire in qualsiasi momento ed è quasi sempre immediato, un'opera d'arte per essere rivenduta ha bisogno di un lasso di tempo non corto che comporta ulteriori rischi come, per esempio, svalutazioni che porterebbero quindi indirettamente a delle perdite potenziali con la vendita.[68]

Gli aspetti regolamentari mettono anch'essi in luce le caratteristiche specifiche del mercato dell'arte. I mercati finanziari si dividono tra mercati regolamentati e sistemi di negoziazione di altro genere come i mercati OTC (over the counter). La distinzione alla quale si è appena fatto riferimento si basa sul riconoscimento da parte dell'ordinamento di determinate forme di mercato. Seguendo questa logica il mercato dell'arte è più simile ad uno non regolamentato in cui vige la prassi piuttosto che la

[67] http://www.blackshoals.net/the-project-1

[68] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138, doi: 10.1435/73812

normativa: l'organizzazione non è regolata da una disciplina specifica disponga come debbano, per esempio, avvenire gli scambi.[69]

2.5 Fattori di rischio e diversificazione di portafoglio

L'altra faccia della medaglia, in generale, quando prendiamo in considerazione gli investimenti è il rischio connesso a questa operazione; anche nel caso delle opere d'arte con l'investimento ci si interfaccia con dei rischi; d'altronde essendo l'arte un asset con caratteristiche specifiche è anche vero che bisogna considerare, per questo, tutta una serie di rischi che non riguardano altre tipologie di attività.

Tra questi fattori di rischio ci sono quelli connessi alla realtà fisica dell'oggetto in esame, come ad esempio il rischio che si possa danneggiare, o per esempio, se si tratti dell'opera reale o di una copia, questo dipende anche da quanto sono affidabili le valutazioni e le validazioni degli esperti che essendo però esseri umani possono incorrere in errori ed è per questo che nonostante tutto sussiste un minimo di rischio.

Dall'altro lato abbiamo quei rischi connessi a qualsiasi investimento di tipo finanziario e riguardano l'incertezza su tasso di rendimento dell'investimento e le fluttuazioni del prezzo.

L'obiettivo degli investitori è minimizzare i rischi per un determinato rendimento oppure massimizzare il rendimento per un dato livello di volatilità.

Tramite un investimento viene immobilizzata una somma di denaro che per l'appunto non viene utilizzata per il consumo nel momento in cui viene investita, indi per cui il tasso di rendimento che un investimento deve partorire tiene conto anche di questa fattispecie. Il tasso di rendimento è il tasso che remunera chi rinuncia ad una somma di denaro per un determinato periodo di tempo, tenendo conto anche dei rischi connessi all'oggetto dell'investimento; in qualche modo il consumo viene posticipato. Chi intende investire, quindi, baserà le proprie scelte anche sulla tipologia di attività da intraprendere, sulla base del rendimento che ci si aspetta in termini reali. Il tasso di rendimento sull'investimento è, quindi, influenzato dal livello del tasso di inflazione, nonché dal tasso di rendimento reale sulle attività considerate prive di rischio (il cosiddetto risk free rate) e ovviamente il rischio associato all'investimento, di fatto più è rischioso e maggiore sarà il tasso di rendimento atteso.

Quando vengono intrapresi degli investimenti si valuta il tasso di rendimento su un determinato periodo di detenzione del prodotto finanziario, questo rendimento dipende da quello che ci aspetta potrà essere il prezzo alle fine del periodo; questa stima fatta inizialmente può risultare errata o

[69] Ibidem

comunque può subire delle variazioni diventando quindi fonte di incertezza. Il rischio nel caso di investimenti sul mercato dell'arte proviene dalle variazioni del prezzo da quando si acquista l'opera a quando la si vende.[70] Il rendimento di un asset indica quanto ci si aspetta di ottenere detenendolo, in formula possiamo esprimerlo in questo modo:

$$r = \frac{C + P_{t+1} - P_t + S}{P_t}$$

dove r indica il rendimento espresso in percentuale, C è il dividendo oppure la cedola prevista dal titolo in termini monetari, P_{t+1} è il prezzo che ci aspetta alla fine del periodo preso in considerazione (ad esempio un anno), P_t è, invece, il prezzo attuale d'acquisto. S rappresenta il beneficio non-monetario che si ottiene con il possesso di quel determinato asset.

Nel caso delle opere d'arte ci aspettiamo un dividendo (C) pari a zero anche se nella realtà dei fatti, se tenessimo in considerazione eventuali premi assicurativi, o altre spese come anche quelle relative al mantenimento del manufatto, il dividendo potrebbe anche risultare negativo; di solito, invece, il possesso di opere d'arte crea un beneficio non monetario positivo.

Quando trattiamo invece asset finanziari, come per esempio titoli societari, la soddisfazione relativa al possesso del titolo sarà tendenzialmente pari a zero (in quanto non abbiamo un beneficio che derivi per esempio dalla soddisfazione personale di detenere una determinata opera), i pagamenti intermedi, invece, saranno positivi. [71]

Vengono utilizzate diverse misure di dispersione e volatilità per identificare l'entità dei rischi connessi ad un asset. Tra le misure maggiormente utilizzate vi sono la varianza e la deviazione standard[72]: la varianza viene definita come la media aritmetica degli scarti al quadrato dei rendimenti dal loro valore medio, la radice quadrata positiva di questo valore è per l'appunto la deviazione standard.[73]

La varianza calcolata relativamente ad un certo periodo è:

$$\sigma_r^2 = \frac{1}{T-1}\sum_{t=1}^{T}(r_t - r)^2$$

La media aritmetica r dei rendimenti è il parametro intorno al quale vengono misurati gli scostamenti in ogni periodo.[74]

Nel mercato dell'arte il rischio deve essere analizzato facendo riferimento ai risultati passati della

[70] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. pg. 88
[71] James Heilbrun e Charles M. Gray, *The Economics of Art and Culture,* Cambridge University Press, 2004, pg. 178-179
[72] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. pg.89
[73] www.treccani.it
[74] Giampiero M. Gallo e Barbara Pacini, *Metodi quantitativi per i mercati finanziari,* Carocci, 2003, pg.251-252

volatilità; è possibile, quindi, creare un profilo rischio-rendimento relativo ad un determinato investimento tenendo conto dei valori passati dei tassi di rendimento e di volatilità relativi a diversi periodi di tempo.

Quello che interessa chi intraprende un investimento è, non solo il rischio e l'evoluzione di quest'ultimo nel tempo, ma anche il rischio tenuto conto del rapporto con altri asset, classi di asset o con il mercato stesso.[75] A questo proposito la McAndrew fa l'esempio di chi abbia intenzione di acquistare un'opera di Monet facendo raffronti tra l'opera in questione e le altre dello stesso autore, tra l'autore ed altri protagonisti dell'Impressionismo Francese, il valore dell'autore rispetto ad indici di mercato di azioni e/o obbligazioni.

Possiamo fare un altro esempio, tendendo conto della corrente artistica che stiamo considerando per gli investimenti, ovvero quella contemporanea. Uno degli esponenti è Jeff Koons che più nello specifico rientra nella NeoPop,, prendiamo in considerazione un eventuale investitore che voglia acquistare *Rabbit* (venduto da Christie's New York per 91,1 milione di dollari nel 2019[76]), verrà operato il raffronto tra la performance dell'opera suddetta e tutte le altre opere di Jeff Koons, nonché tra quest'ultimo e altri personaggi della stessa corrente artistica e il valore dell'autore relativamente all'andamento di un determinato indice e così via.

2.5.1 Il coefficiente beta

Per valutare il rischio relativo uno dei metodi più utilizzati è la determinazione del beta dell'attività oggetto dell'investimento. Il concetto di beta è largamente utilizzato in finanza a maggior ragione quando si tratta di titoli azionari, su di questi vengono fatte delle previsioni su possibili quotazioni facendo analisi di serie storiche e analizzando possibili valori di rendimenti, varianze e covarianze. Il beta è un coefficiente che rappresenta il rischio sistematico, e cioè la componente di rischio relativa ad un titolo che non può essere eliminata tramite la diversificazione: misura la covarianza standardizzata tra il rendimento del titolo e quello di mercato; in questo modo viene fornita una informazione su come il rendimento della singola attività venga influenzato da variazioni percentuali del rendimento del portafoglio di mercato.

Il beta di un titolo i-esimo è dato dalla formula:

$\beta_i = \sigma_{i,m}/\sigma_m^2$

$\sigma_{i,m}$ è la covarianza tra il rendimento di una attività i-esima con il rendimento di mercato

σ_m^2 è la varianza del rendimento del portafoglio di mercato

[75] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. pg.89

[76] www.ilpost.it

Il beta del portafoglio di mercato risulta essere pari alla media ponderata dei beta dei singoli titoli in base alla loro quota sulla capitalizzazione complessiva, ovvero X_i . La formula quindi è: [77]

$\beta_m = \sum_{i=1,n} X_i \beta_i$

Se il beta misura la covarianza di una determinata attività in relazione al mercato di riferimento allora, considerando l'esempio delle opere di Jeff Koons definiamo i rendimenti relativi alle sue opere come R_{jk}, mentre quelli delle opere del mercato dell'arte NeoPop come R_{np} ; a questo punto il beta relativo all'autore Jeff Koons sarà pari a:

$\beta_m = cov(R_{jk} R_{np}) / \sigma(R_{np})$

Il termine di paragone delle opere di Jeff Koons è rappresentato dalla corrente NeoPop e dagli artisti che ne fanno parte, in quanto mercato di riferimento il suo beta sarà pari a 1.

Il beta quindi di una delle opere di Koons messa in relazione con il mercato nella sua totalità può risultare maggiore o minore di uno. Se dovesse essere maggiore di 1 indicherebbe che il prezzo è più volatile rispetto a quanto accade sul mercato e che quindi può alzarsi, o allo stesso modo, scendere molto più velocemente rispetto ad altre opere scambiate sullo stesso mercato. Al contrario, se il beta risulta inferiore a uno allora l'attività si muove più lentamente rispetto al mercato. Prendiamo ad esempio un valore di beta per le opere di Jeff Koons pari a 0,33[78], questo vuol dire che i prezzi delle opere del suddetto autore si muovono un terzo più velocemente rispetto alle opere del mercato NeoPop in generale, per cui se il mercato cresce di un tot, prendendo quel valore di beta, il mercato delle opere di Koons crescerà per un terzo in più e, allo stesso modo qualora il mercato dovesse subire una discesa, il "sottomercato" di opere di Jeff Koons scenderà di un terzo in meno: da questo possiamo dedurre che questa sottocategoria è circa tre volte meno rischiosa e meno volatile. Qualora il beta risultasse superiore a uno il mercato delle opere dell'autore preso in considerazione si muoverà nella stessa direzione di quello di riferimento ma gli effetti saranno amplificati: un maggiore rischio con un andamento negativo del mercato, ma anche rendimenti maggiori qualora invece lo stesso subisca variazioni positive nei prezzi.

L'analisi del coefficiente beta è di aiuto agli investitori anche perché, in questo modo, a seconda delle tendenze, le scelte di investimento possono essere cambiate: se, ad esempio, il mercato è in crescita bisogna mantenere in portafoglio quelle attività per le quali il beta risulta positivo in modo tale da

[77] Vincenzo Capizzi, *Il Capital Asset Pricing Model e Le Operazioni di Corporate e Investment Banking.* Abstract, www.academia.edu

[78] Questo dato è ripreso da un esempio non frutto di analisi riportato da McAndrew C, *"Fine Art and High Finance",* op.cit. l'esempio numerico è stato riadattato al caso delle opere dell'autore citato.

esasperare i risultati del mercato. Nella fase di discesa, allo stesso modo, nel mercato bisogna fare attenzione a quelle attività che presentano un beta basso perché potrebbe presentarsi così un ribasso del portafoglio detenuto. E' difficile che si presentino beta negativi anche se, in alcuni casi, segmenti del mercato dell'arte possono presentarne se ci si riferisce alla relazione con i mercati finanziari, questo perché molto spesso i segmenti del mercato dell'arte non seguono questi trend. Il valore beta misura il rischio sistematico, indi per cui non c'entra niente con varianza e deviazione standard in quanto questi sono indici di rischio totali e cioè comprendono anche il rischio non sistematico o non sistemico ed è anche quello eliminabile tramite una buona diversificazione: due titoli possono avere beta identico e due livelli di varianza diversi.

Il problema con coefficienti di rischio come il beta è che si basano su dati storici per cui non danno informazioni su quale sarà l'andamento delle variabili in futuro, il migliore utilizzo di tale coefficiente sarebbe nell'ambito delle scelte di investimento di breve periodo che però nel mercato dell'arte non hanno molto senso, essendo quello dell'arte totalmente diverso rispetto a quelli di altre attività essendo caratterizzato da scarsa liquidità e da una notevole soggettività dell'offerta.

Il beta, tuttavia, può dare informazioni su come le attività del mercato dell'arte hanno interagito con quelle di altri mercati negli anni passati, aiutando nella composizione di un portafoglio di investimenti sufficientemente diversificato, così da ridurre il rischio nel lungo periodo.

2.5.2 Diversificazione di portafoglio e correlazione tra classi di attività

Prima di dare una definizione al concetto di diversificazione, bisogna partire dalle motivazioni sottostanti l'utilizzo di tale tecnica. Le strategie di diversificazione in letteratura sono mosse da scopi diversi che vanno dalla creazione di sinergie alla riduzione del rischio non sistematico dell'impresa passando per l'accrescimento del potere di mercato di quest'ultima. Bypassando alcune di queste, la modalità con la quale si intende eliminare una parte del rischio, il rischio appunto sistematico, è proprio la diversificazione.

Il rischio può essere scisso in due componenti: rischio sistematico o non diversificabile e rischio specifico o diversificabile. Il rischio non diversificabile è quello che riguarda il mercato visto complessivamente, è un rischio comune che non può essere eliminato perché non dipende dalle condizioni specifiche delle attività ed è rappresentato dal fattore beta.

Il rischio specifico, invece, è quello che riguarda una singola attività o impresa e tra questi rischi, che riguardano le singole attività, c'è indipendenza e non correlazione, indi per cui all'aumentare di attività diverse in portafoglio si abbassa anche la volatilità: addirittura con un numero abbastanza elevato si può arrivare ad eliminare il rischio specifico tramite una buona diversificazione. Questa eventualità proviene dalla determinazione della varianza o deviazione standard di un portafoglio P con n attività: mentre nel caso del rendimento quello complessivo del portafoglio è pari alla media

ponderata dei rendimenti delle singole attività, la varianza totale non sarà allo stesso modo una media ponderata delle singole varianze.

Prendiamo in considerazione una impresa che voglia investire in una sola attività o essere presente in due settori diversi **i j,** per i quali i rendimenti attesi e le varianze sono pari a (r_i, r_j) e (σ_i, σ_j), la covarianza è invece $\sigma_{ij} = \varepsilon\sigma_i\sigma_j$ e invece ε è il coefficiente di correlazione tra i rendimenti attesi delle due attività e -1 ≤ ε ≤ 1. La quota di mercato sul settore dell'attività **i** è pari ad α mentre quella sul settore dell'attività **j** è (1-α). A questo punto il rendimento atteso del portafoglio composto da queste due attività sarà pari a:

$$r_P = \alpha r_i + (1-\alpha) r_j$$

La varianza del portafoglio invece, come anticipato, non risulta come media ponderata delle varianze delle singole attività ma è pari a:

$$\sigma_P^2 = \alpha^2\sigma_i^2 + \alpha(1-\alpha) * 2\varepsilon\sigma_i\sigma_j + (1-\alpha)^2\sigma_j^2$$

La diversificazione consente di ridurre la varianza e in più è tanto più efficace quanto meno sono correlati i rendimenti dei due settori di attività; nel caso limite di correlazione inversa la varianza totale è addirittura pari a zero, indi per cui si ottengono effetti di portafoglio positivi e un miglioramento quindi del trade-off tra rischio e rendimento. [79] La definizione del rischio in due direzioni (diversificabile e non diversificabile), la determinazione della varianza di portafoglio, del rendimento atteso di quest'ultimo, oltre che l'analisi sulla correlazione delle attività, seguendo il principio della diversificazione, sono i concetti retrostanti la teoria del portafoglio espressa dall'economista statunitense Harry Markowitz che condensa la decisione di inserire nel portafoglio attività diverse nell'espressione topica "not putting all your eggs in one basket".

Il nostro caso tiene conto degli investimenti che hanno come oggetto opere d'arte, il concetto retrostante tali investimenti è lo stesso, infatti, per essere considerate valide alternative ad altre tipologie di attività tra cui titoli come azioni e obbligazioni bisogna valutare la possibilità di beneficiare degli effetti della diversificazione nella costruzione di portafogli di questo genere. I portafogli non devono essere necessariamente composti da titoli del mercato finanziario e attività diverse come opere d'arte, ma la diversificazione può passare anche attraverso una loro costruzione che interessi solamente il mercato dell'arte: è possibile, infatti, combinare artisti diversi e correnti artistiche differenti. Questa possibilità nasce dalla caratteristica intrinseca nel mercato dell'arte che non viene considerato come un mercato unico ma come un insieme di sotto-mercati che sono appunto

[79] VENTURINI, LUCIANO. "TEORIE DELLA DIVERSIFICAZIONE E STRATEGIE DI IMPRESA: UNA RIVALUTAZIONE DEL RUOLO DELLA AVVERSIONE AL RISCHIO." *Rivista Internazionale Di Scienze Sociali* 97, no. 2 (1989): 308-35. Accessed January 20, 2021. http://www.jstor.org/stable/41623061.

definiti dalle correnti artistiche o dagli artisti: questa distinzione indica appunto che artisti o correnti possono presentare comportamenti diversi e seguire diverse tendenze. L'arte è per questo motivo una buona forma di investimento in quanto possiamo detenere attività sui vari sotto-mercati che presentano diversi gradi di rischio. La capacità di quantificare tale rischio aiuta nelle politiche di copertura dai rischi derivanti da altri investimenti: se uno di questi sotto-mercati artistici mostra bassa correlazione con un mercato di attività differenti che possono essere sostituite, allora proprio le attività della sottocategoria del mercato dell'arte potranno essere utilizzate come sostitute per una diversificazione di portafoglio. Molte ricerche hanno mostrato come non solo c'è bassa correlazione, o addirittura negativa, di alcuni generi artistici con azioni o titoli vari ma che anche internamente al mercato dell'arte visto come unico c'è poca correlazione tra i generi particolari. [80]

Una bassa correlazione tra i rendimenti sui vari sotto-mercati artistici potrebbe aiutare con la diversificazione a ridurre il rischio di portafoglio, mantenendo tuttavia il rendimento atteso costante.[81]

I rapporti tra le classi di attività in termini di coefficienti di correlazione possono essere sintetizzati e visualizzati tramite la costruzione di matrici che mostrino le correlazioni per ogni coppia di classe di investimento misurando come si muovono insieme: la correlazione va da -100% al +100%.

Due attività possono mostrare comportamenti diversi: da una parte una correlazione positiva, quando il valore di uno dei due mercati sale, anche l'altro mercato tenderà a crescere; il secondo caso è quello di correlazione negativa e cioè quando i prezzi sono più alti in un mercato, tendono ad abbassarsi sull'altro messo a confronto; l'ultimo caso guarda all'assenza di correlazione per cui non c'è nessuna relazione e i prezzi sui due mercati mostrano andamenti indipendenti. A prescindere dal grado di correlazione tra gli asset, più il coefficiente si avvicina a zero più saranno i benefici della diversificazione.

La matrice sottostante tratta dal report annuale del 2019 stilato da Deloitte e ArTactic indica il grado di correlazione tra alcuni segmenti del mercato dell'arte e alcuni indici del mercato finanziario per un periodo di circa 18 anni. Vengono presi in considerazione cinque correnti artistiche diverse e vengono messe a paragone con l'indice azionario S&P 500, con l'indice del prezzo dell'oro e il Case-Shiller National Home Price Index come misura rappresentativa dell'inflazione.

Nonostante si parli di diversi segmenti di un unico mercato generico che è quello dell'arte, tali segmenti presentano gradi di correlazione, in alcuni casi, molto diversa con i vari indici presentati.

---

[80] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. pg. 87

[81] Worthington, AC e Higgs, H. (2004), Art as an investment: risk, return and portfolio diversification in major painting markets. Contabilità e finanza, 44: 257-271. https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2004.00108.x

Consideriamo il caso del segmento dell'Arte Contemporanea globale, questo presenta un grado di correlazione molto alto con l'indice S&P500 (76,6%) e ancora più alto in relazione all'indice relativo al prezzo dell'oro. Diverso è il caso del segmento European Old Masters che invece ha presentato una correlazione più bassa con entrambi gli indici. Questa differenza dimostra proprio che ci sono possibilità quando si include l'arte in portafoglio insieme ad altre attività di apportare benefici derivanti dalla diversificazione.

	Correlazione con S&P500 (2000-2018)	**Correlazione con Case-Shiller National Home Price Index (2000-2018)**	**Correlazione con Gold Fixing Price (2000-2018)**
European Old Masters	29,96%	59,28%	51,14%
Global Impressionist Art	27,45%	51,85%	74,19%
Global Modern Art	54,20%	71,61%	81,94%
Global Post-War Art	74,45%	76,93%	84,30%
Global Contemporary	76,63%	80,53%	81,97%

Fonte: Deloitte ArtTactic, Art & Finance Report 2019

Quello che questa matrice mostra è qual è la correlazione registrata guardando ai risultati passati sui mercati presi in considerazione, ma non da informazioni su quelle che sono le motivazioni dalle quali scaturiscono questi valori; se pure sul mercato dell'arte contemporanea a livello globale i prezzi salissero di un tot, la maggiorazione dell'indice del prezzo dell'oro non è detto che si presenti pari a quanto riporta la tabella che si riferisce a dati storici.

Quella che definiamo asset allocation viene utilizzata per perseguire una strategia di investimento a lungo termine, al fine di minimizzare l'esposizione del portafoglio al rischio specifico delle varie classi di attività. L'analisi dei coefficienti di correlazione, nonché la stima di coefficienti come i beta, rilevano i rischi relativi a determinate attività rispetto ad altre o tra mercati diversi; per il rischio relativo, ad esempio, all'investimento su opere di un determinato artista è utile valutare anche le stime

prevendita disposte dalle case d'asta.
Le case d'asta operano in questo modo: successivamente alla fissazione di un'asta rendono disponibili dei cataloghi che riportano non solo le caratteristiche delle opere messe in vendita, l'autore, ma anche le stime massima e minima dei prezzi, cioè un range di prezzo entro il quale le case d'asta si aspettano cada l'effettivo prezzo di acquisto. Nel precedente capitolo abbiamo anticipato che chi intende vendere all'asta un'opera comunica un prezzo di riserva che non è noto a chi partecipa ed intende acquistare, in più questo prezzo solitamente o è sotto il prezzo minimo o coincide con quest'ultimo.

Successivamente all'eventuale vendita, facendo il raffronto tra il prezzo di mercato raggiunto e la stima effettuata precedentemente, si può valutare in qualche modo il rischio connesso ad un investimento nel settore artistico: per esempio, lo scostamento del prezzo di vendita dal prezzo di stima massimo. La deviazione verso l'alto, ovvero il prezzo al quale il manufatto è stato ceduto, si intende come un beneficio in quanto potrebbero essersi presentati dei rialzi non previsti delle quotazioni; contrario a questo caso c'è quello in cui il prezzo di vendita è inferiore alla stima minima operata dalla casa d'asta e questo imprevisto potrebbe essere sintomo di un ribasso delle quotazioni.

2.5.3 E se le stime fossero errate ?

Claire McAndrew e Thompson hanno analizzato i comportamenti degli esperti che effettuano le valutazioni di prezzo massimo e minimo delle opere messe all'asta, chiedendosi se le loro stime potessero mostrare distorsioni non casuali ma volontarie, ma di fatto non c'è nessun interesse a sottostimare o sovrastimare un'opera per cui considerano le loro valutazioni accurate e quindi coerenti.
Su questo argomento tuttavia si sono aperte teorie diverse e talvolta contrastanti; pensiamo al lavoro di Jianping Mei e Michael Moses (2005)[82] i quali partono dalla valutazione di una credenza comune che è quella per cui le opere degli artisti più famosi, i cosiddetti masterpieces, battono il mercato raggiungendo quotazioni fuori-mercato; l'analisi di Pesando mette in evidenza come invece ci sia una inversione di tale tendenza e che invece tali capolavori in realtà risultino essere underperforming rispetto all'andamento dell'indice del mercato dell'arte. Lo studio mette in evidenza come nonostante questa tendenza, ci possa essere l'intervento delle case d'asta che tramite le loro valutazioni e le loro stime possono dare un'approssimazione tramite la quale misurare la presenza sul mercato di distorsioni di qualche tipo nel campo delle aste.

[82] Mei, Jianping, and Michael Moses. "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces." *The American Economic Review* 92, no. 5 (2002): 1656-668. Accessed January 21, 2021. http://www.jstor.org/stable/3083271.

Paul Milgrom e Robert J. Weber (1982)[83] mettono in evidenza come in realtà sia importante per i banditori d'asta essere leali e non creare distorsioni verso l'alto o verso il basso; tuttavia gli autori descrivono proprio come i banditori siano propensi a mandare sul mercato segnali realistici sul valore delle opere messe appunto all'asta. Altri autori quindi si trovano in accordo con la McAndrew e Thompson con la consapevolezza che in realtà non ci siano incentivi per le case d'asta per "imbrogliare" sulle stime effettuate sulle opere d'arte. L'ex-CEO di Sotheby's, Dede Brooks, definisce gli esperti che lavorano alle valutazioni per le case d'asta come "honest and unfultering ".[84]
In conclusione, quindi, le stime di prezzo che vengono presentate sono buone approssimazioni del prezzo che ci si aspetta per l'opera in questione, la deviazione allo stesso modo sarà un segnale affidabile per misurare il rischio di abbassamento delle quotazioni.
Viene introdotto da McAndrew e Thompson (2007)[85] il cosiddetto *hammer ratio* che risulta essere pari a:

$$H = \frac{P}{M}$$

H è hammer ratio

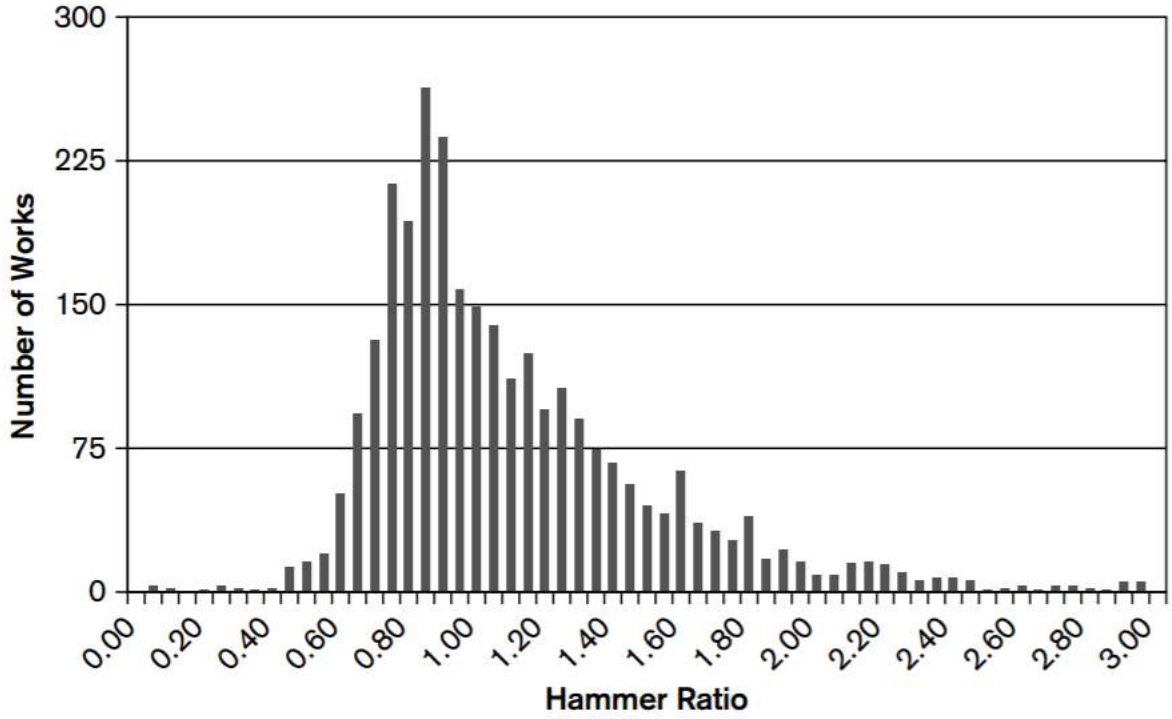
P è hammer price e cioè il prezzo di vendita dell'opere messa all'asta

M è invece la media geometrica delle stime del prezzo minimo (L) e prezzo massimo (U) ed è pari a (U*L)^0,5

La distribuzione dell'errore del prezzo di vendita all'asta rispetto alla media geometrica del prezzo massimo e del prezzo minimo stimati non si mostra simmetrica ma molto asimmetrica verso destra, questo perché presumibilmente i prezzi non possono essere negativi. La distribuzione dell'hammer ratio appare come una lognormale, coerentemente con la distribuzione per i valori delle azioni e di altre attività finanziarie.

[83] Milgrom, Paul R., and Robert J. Weber. "A Theory of Auctions and Competitive Bidding." *Econometrica* 50, no. 5 (1982): 1089-122. Accessed January 21, 2021. doi:10.2307/1911865.
[84] Clare McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. pg. 99
[85] Clare McAndrew, and Rex Thompson. "The Collateral Value of Fine Art." Journal of Banking and Finance Vol.3, no.3 (2007): 589-607

Prendendo in considerazione l'esempio del mercato dell'Impressionismo Francese la distribuzione sembrerebbe presentarsi in questo modo.



Con l'analisi del portafoglio si vuole valutare il rischio connesso a quelle fattispecie dalle quali ci si vuole cautelare come le fluttuazioni dei prezzi soprattutto quando si presentino variazioni negative. Una misura sintetica di rischio è il cosiddetto Value at risk o Var che è una misura probabilistica che mira a considerare la massima perdita attesa dato un determinato livello di confidenza e un certo orizzonte temporale.[86]

Valutiamo tutti i fattori che possono indicare la presenza di *downside risk* per l'investimento in opere d'arte attraverso la distribuzione dei valori nel grafico dell'hammer ratio; in particolare ci concentriamo sulla coda sinistra della distribuzione dove i valori sono minori di uno e dove quindi i prezzi sono stati più bassi di quanto ci si aspettasse. Guardando il grafico riportato la maggior parte dei valori tende a concentrarsi oltre l'unità, per cui i prezzi di vendita hanno superato quelli di stima.

2.6 Copertura dai rischi tramite derivati

Il mercato dell'arte è caratterizzato da una serie di inefficienze che rendono l'investimento maggiormente rischioso: la scarsa liquidità, le asimmetrie informative appunto rendono ancora più evidente la difficoltà che si accompagna a questa tipologia di mercato. Non avendo molte informazioni riguardo i rendimenti e i rischi, risulta difficile attuare politiche di copertura contro

[86] https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/var-158.htm

possibili perdite; un metodo potrebbe essere l'utilizzo dei contratti derivati che potrebbero apportare numerosi benefici agli investitori e non solo, ma ristabilire una certa efficienza e liquidità sul mercato.

Le tecniche di copertura da eventuali rischi, spesso e volentieri guardano anche all'utilizzo di strumenti detti derivati. I derivati sono contratti il cui valore dipende da un'attività sottostante, da cui il nome derivati; nel mercato finanziario ci sono due tipologie di contratti derivati: commodity e financial derivatives.

Quando parliamo di derivati su commodities intendiamo proprio contratti che si basano sul valore di merci o materie prime e attraverso questi ci si vuole mettere a riparo da eventuali variazioni riguardo i prezzi, stabilendo, per esempio, alla stipula del contratto quale sarà il prezzo d'acquisto o di vendita futuro.

I derivati finanziari invece fanno riferimento ad entità finanziarie, per cui tendono a mettere al riparo dai rischi che riguardano le oscillazioni di valute, tassi di interesse, indici di Borsa e sono una vera e propria scommessa sull'andamento futuro di tali grandezze. [87] Le tipologie di contratto che possiamo distinguere sono principalmente quattro: futures, forwards, options, swaps. I futures sono contratti standardizzati che danno a chi li acquista l'opportunità di acquistare l'attività sottostante ad un determinato prezzo in un determinato orizzonte temporale, i forward sono simili ma non sono standardizzati ma possono essere cambiati a seconda delle esigenze, le opzioni danno a chi le compra il diritto di acquistare (call) o vendere (put) l'attività sottostante ad un determinato prezzo in una data futura e gli swap invece sono contratti per lo scambio di flussi di cassa tra due controparti.[88]

Un esempio relativo all'utilizzo dei contratti derivati in questo campo è rappresentato dalla Galleria londinese MurmurART che ha offerto tre contratti di opzione con valore pari a 2000 sterline ciascuno che permettevano agli investitori di riscattare, in un arco temporale di 10 anni, un'opera di Tom Saunder al prezzo di una sterlina. Qualora l'artista diventi famoso, i sottoscrittori del contratto avranno fatto un affare contrariamente invece il loro investimento sarà poco redditizio. [89]

[87] https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/D/derivati.shtml
[88] John C. Hull, "opzioni, futures e altri derivati", Pearson, 2018
[89] http://news.mytemplart.com/it/arte-e-contratti-derivati/

2.7 Valutazione della performance

Precedentemente si è parlato di rendimento atteso delle opere d'arte, in questo senso possiamo sfruttare la teoria del capital asset pricing model, un'analisi che parte dallo studio di Sharpe, Litner e Mossin che prende spunto anche dall'approccio di Markovitz nella teoria di portafoglio, attraverso il quale parla proprio del rapporto tra rischio e rendimento. Il CAPM di fatto serve proprio per valutare le prestazioni di un portafoglio.

Due concetti che fanno parte di questo modello sono la *capital market line* (CML) e la *security market line* (SML). La parte centrale delle scelte di investimento è la propensione al rischio, proprio quest'ultima determina la collocazione lungo la CML, optando ora per una strategia difensiva ora più aggressiva. La differenza con la SML è che questa esprime la relazione tra il premio per il rischio relativo ad un determinato titolo rapportato al rischio del titolo stesso che è espresso dal fattore beta, introdotto precedentemente.

Tramite il CAPM vogliamo esprimere il concetto secondo il quale gli investitori richiedono un rendimento superiore a quello degli asset cosiddetti risk-free per "sopportare" un maggiore rischio rispetto a quello che caratterizza questi ultimi. Per misurare la performance del portafoglio un indice importante è quello sviluppato da William Sharpe che appunto è detto Sharpe ratio e misura inoltre la pendenza della Capital Market Line.

In formula:

$$SR = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P}$$

Dove r_P è il rendimento atteso del portafoglio, σ_P la relativa deviazione standard, mentre r_f è il rendimento degli asset privi di rischio. Attraverso l'indice di Sharpe definiamo il rendimento di un portafoglio di attività per unità di rischio. [90] Diverso è invece l'indice di Treynor che indica stavolta l'extra-rendimento rispetto agli asset privi di rischio per unità di rischio sistematico del portafoglio.

In formula:

$$IT = \frac{r_P - r_f}{\beta_p}$$

Con il fattore beta indichiamo, come ho anticipato, il rischio sistematico, e la differenza con lo Sharpe ratio è proprio questa, in quanto con la deviazione standard comprendiamo tutto il rischio che investe

[90] https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/indice-di-sharpe.html

il portafoglio, sia quello specifico ad ogni attività che tentiamo di eliminare con la diversificazione, sia quello sistematico che appunto nonostante una buona diversificazione rimane.[91]

Così come in altri casi le opere d'arte presentano dei rischi come forme di investimento; prendiamo ad esempio i dipinti che fanno parte dell'analisi di Stein (1977)[92] il quale espande il modello del CAPM al caso dei beni durevoli e rischiosi. L'oggetto dello studio riguarda i dipinti degli artisti deceduti prima del 1946; prendiamo uno stock di dipinti pari a n, definito Dp_i/p_i come il tasso medio istantaneo di apprezzamento monetario dell'i-esimo dipinto relativamente ad un periodo Δt che va dal punto s al punto t. L'apprezzamento proporzionale medio di tutti i dipinti è:

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

Sostituendo con D(lnp_i) il fattore $\frac{Dp_i}{p_i}$, e usando la definizione di limite di una derivata, si ottiene:

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

Viene utilizzata la media geometrica dei prezzi d'asta come un'approssimazione della media geometrica dei prezzi di tutti i dipinti del campione, creando così due tipologie di distorsione: da una parte il numero di dipinti vendibili non è fisso ma decresce in quanto le opere migliori escono mano mano dal mercato per far parte delle collezioni dei musei, in secondo luogo i prezzi che scaturiscono dalle aste non sono rappresentativi del valore effettivo dei dipinti del campione. Assumiamo che l'effetto netto delle distorsioni causate da questi fattori si distribuisca casualmente intorno alla media che rimane costante nel tempo, allora possiamo concludere che la media geometrica dei prezzi all'asta si discosta dal valore medio dei prezzi di tutti i dipinti dello stesso ammontare ogni anno. Costituiti in questo modo è possibile osservare l'andamento aggregato dei prezzi lungo un determinato orizzonte temporale, un anno.

I dipinti sono beni durevoli per i consumatori, caratterizzati da un flusso non monetario di benefici resi visibili dalla natura materiale del bene, dall'altro lato sono asset finanziari che comportano un rendimento proveniente da un eventuale apprezzamento. Per determinare il rendimento di un bene di questo genere possiamo ricorrere ad un modello di capital-asset pricing model che tenga conto anche dei benefici non monetari, questo è il modello preferibile in quanto tiene in considerazione anche i rischi associati all'investimento.

[91] https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/indice-di-treynor.html
[92] Stein, John Picard. "The Monetary Appreciation of Paintings." *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 5, 1977, pp. 1021–1035. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/1830343. Accessed 25 Jan. 2021.

Partiamo dalla forma sviluppata da Sharpe e Litner:

$$R_{jt} - R_{Ft} = (R_{Mt} - R_{Ft})\beta_j + \epsilon_{jt}$$

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

R_{jt} è il tasso di rendimento uni periodale di ogni titolo j; R_{Mt} è il tasso di rendimento uniperiodale del portafoglio di mercato; R_{Ft} è il tasso di rendimento, esogeno, uniperiodale di un titolo detto risk-free; il coefficiente beta, come ho già descritto, è un parametro di rischio sistematico che caratterizza ogni titolo j; ϵ_{jt} è invece un errore a media zero. Con questo modello vediamo che il rendimento di ogni titolo espresso superiore ad un tasso di rendimento risk-free, è proporzionale all'errore di tipo stocastico e al rischio sistematico espresso dal coefficiente beta.

Il tasso di rendimento uni-periodale di un dipinto, non corretto per il rischio, viene scisso in due componenti: da una parte il rendimento causato da un apprezzamento nominale del capitale, R_P, la seconda componente di rendimento è residuale e la indichiamo con R_s , ed indica il rendimento legato alle componenti specifiche dei dipinti quali i costi di mantenimento o di assicurazione del manufatto, oppure i vantaggi fiscali o ancora la non liquidità dell'investimento. La rischiosità dell'investimento in questa tipologia di asset, secondo l'autore, deriva dalla variabilità che può caratterizzare questi due fattori nel tempo. Se il fattore R_s è assunto costante allora possiamo scendere a queste conclusioni, $\sigma^2(r_p) \cong \sigma^2(R_{p)}$ e $cov(r_p, R_M) \cong cov(R_p, R_M)$.
Siccome sia i vantaggi fiscali che i costi dovuti alla illiquidità non si manifestano in ogni periodo ma per esempio i primi solo al momento dell'acquisto, si può assumere che queste componenti siano tendenzialmente costanti quando andiamo a comporre il fattore R_s.
Sostituendo quindi $R_{pt} + R_s \; al\ posto\ di\ \ R_{jt}$ e aggiungendo una costante che incorpori il fattore R_s, si trova:

$$(R_{pt} - R_{Ft}) = \alpha + (R_{Mt} - R_{Ft})\beta_p + \epsilon_{pt}$$

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

Utilizzando l'equazione aggiustata del CAPM come regressione la costante α rappresenta un coefficiente che riesce a stimare gli effetti prodotti dai costi e dai benefici che vengono ricompresi nel fattore R_s; allo stesso modo beta rappresenta un efficiente di stima, corretto dell'errore sistematico a cui sono esposti i dipinti.

CAPITOLO 3

Gli indici di prezzo

Nei precedenti capitoli si è parlato di come i flussi relativi ai rendimenti di beni come le opere d'arte siano complessivamente più difficili da determinare rispetto a quanto accade nel caso di altre attività, come ad esempio obbligazioni, azioni o altri titoli.

Quando facciamo riferimento alle azioni di una società è possibile monitorare i rendimenti tramite la costruzione di indici appositi che comprendano anche altre azioni o titoli molto simili che allo stesso modo vengono scambiati sul mercato. Gli investitori seguono vari indici di mercato per valutare i movimenti di borsa, quelli più utilizzati per monitorare le prestazioni del mercato statunitense sono Dow Jones, S&P500 e Nasdaq Composite; per le obbligazioni invece Bloomberg Barclays. Gli indici non possono essere obiettivo di investimenti diretti, ma il loro andamento viene preso come riferimento per l'andamento di una determinata tipologia di azioni o titoli. Nel caso dell'arte non è così semplice perché le transazioni non sono così frequenti, per cui non vengono definiti né prezzi di apertura né di chiusura; negli anni si sono susseguite tutta una serie di metodi che gli economisti hanno tentato di utilizzare per venire a capo di queste problematiche, da qui la costruzione di indici anche per le opere d'arte. Gli investitori non devono per forza sapere come funzionano ma è possibile che questi possano informarsi su come i prezzi si formano, infatti saper interpretare gli indici è un attributo in più per capire al meglio il profilo di rischio-rendimento che si affronta con un determinato investimento.

L'intento attraverso l'utilizzo degli indici è anche quello di facilitare in qualche modo il raffronto tra i rendimenti sul mercato dell'arte e quelli relativi ad altre attività presenti sul mercato, a questo proposito infatti sono stati creati diversi indici. Questi indici vengono utilizzati per capire la variazione nel tempo dei prezzi medi delle opere d'arte e tentare di comprendere se certe cifre record sono state raggiunte perchè si tratta di eventualità o se invece tendono ad aumentare sempre più.

Vi sono diversi usi per un indice del mercato dell'arte costruito "ad arte":

- mettere in evidenza i trend di mercato in modo tale da poter controllare i rendimenti e paragonarli alle altre classi di attività;
- dare una misura della volatilità del mercato e la correlazione con altri strumenti finanziari in ottica di diversificazione di portafoglio;
- permette di capire quali sono i principali fattori che influenzano i prezzi sul mercato, come per esempio l'inflazione;

- è un modo semplice per stimare il valore delle opere d'arte, per esempio se assumessimo che i movimenti seguono il tasso del mercato relativo sarebbe semplice derivare la valutazione per quell'opera.[93]

In linea generale, più a lungo un'opera mantiene il suo valore culturale più il suo prezzo aumenterà anche in accordo con le variabili macroeconomiche come il livello di inflazione; la variabilità del prezzo di opere d'arte appartenenti a determinati periodi storici è bassa, non seguono proprio le mode che invadono il mercato ma sono al contrario un po' avulse da queste dinamiche. L'arte contemporanea degli ultimi anni è invece molto più variabile nei prezzi, anche se quelle opere che hanno raggiunto cifre record mantengono il loro valore culturale ed economico e la probabilità di una vera caduta dei prezzi è molto più bassa rispetto ad altri lavori come quelli che appartengono a mode passeggere: il rischio associato a questa tipologia di investimento, infatti, è maggiore. In taluni casi i rendimenti di queste opere sul periodo di detenzione possono risultare anche negativi.[94] Gli indici di prezzo, in tal senso, aiutano nell'analisi delle componenti che determinano proprio queste variazioni nel tempo e permettono di valutare anche la performance del mercato in genere.

Vi sono diverse proprietà che si considera un indice debba avere per essere utilizzato come benchmark per gli investimenti sul mercato, queste caratteristiche sono:[95]

- devono essere basati su prezzi reperibili così da poter essere replicati facilmente;
- i metodi di costruzione devono essere basati su modelli prestabiliti e costruiti tramite procedure che rendono gli indici trasparenti e semplici da verificare;
- i dati dovrebbero cercare di evitare distorsioni dovute alla selezione;
- gli indici dovrebbero distinguere le diverse categorie dal momento che i rendimenti a seconda della categoria possono variare molto;
- i dati devono essere aggiornati costantemente per far sì che l'indice continui ad essere una buona rappresentazione della realtà.

[93] Ginsburgh, Mei e Moses, *" On the Computation of Prices Indices",* Gennaio 2005
[94] Rachel Pownall, *"Art market indexes"* in Deloitte-ArtTactic "Art &Finance Report 2013"
[95] Ginsburgh, Mei e Moses, *" On the Computation of Prices Indices",* Gennaio 2005

3.1 Metodi di costruzione degli indici di prezzo

Ogni metodo che viene utilizzato per la costruzione degli indici di prezzo sul mercato dell'arte ha delle caratteristiche specifiche di selezione delle opere, questo processo selettivo tiene conto, a sua volta, di specifiche dell'opera stessa e quelle che in particolare possono variare nel tempo.

3.1.1 Il metodo dei testimoni privilegiati

Con questo metodo vengono selezionate le opere considerate rilevanti per un gruppo di esperti per i quali, appunto, quelle determinate opere influenzano il mercato e l'andamento dei prezzi. Questa particolarità che dipende dalla scelta da parte di determinati soggetti se includere o meno un'opera nel database, che serve per la determinazione dell'indice, fa sì che questi indici siano resi "soggettivi", proprio perché dipendono dalla discrezionalità dei soggetti preposti.

La discrezionalità che caratterizza la scelta è sicuramente un limite; un altro problema potrebbe essere relativo alla scelta degli artisti da inserire e la presenza di eventuali distorsioni: qualora si costruiscano database diversi in ogni periodo allora gli artisti più artisticamente obsoleti non verranno inseriti nel database, mentre ne faranno parte quelli più in voga al momento dell'analisi; tutto questo porta inevitabilmente ad una sovrastima degli andamenti di mercato. Se invece il campione rimane invariato per un determinato periodo di tempo, verranno lasciati molti artisti che andavano di moda in periodi precedenti a quello dell'analisi, e in taluni casi non più così interessanti per il mercato, mentre invece molti artisti emergenti non verranno considerati; in questo caso c'è una sottostima dell'andamento reale del mercato. Un valido esempio di indice costituito in questo modo è il *Sotheby's Art Index,* che nasce dalla collaborazione tra il quotidiano "The Times" e la casa d'asta Sotheby's di Londra, dalla quale appunto prende il nome: l'obiettivo di questa collaborazione era la disposizione di informazione per il mercato dell'arte che veniva fornita dall'indice del Financial Times per i mercati finanziari.

Gerard Reitlinger utilizzò questa metodologia per la costruzione del database al quale fanno riferimento anche molti studi; le opere sono state selezionate dallo studioso stesso che comprende sia quelle che al momento erano in voga sia quegli artisti che riscontravano il gusto personale dell'esperto[96]. La metodologia utilizzata prende in considerazione un campione rappresentativo

[96] La selezione dei dati reperiti dai risultati delle vendite all'asta non era casuale ma spesso venivano presi in considerazione solo i prezzi più alti o più bassi. Questo tipo di scelte crea delle distorsioni nella costruzione dell'indice di riferimento. I dati non fanno riferimento solo ai prezzi che scaturiscono dalle aste ma anche da transazioni diverse cioè per esempio tra collezionisti o tra questi e i musei. Per approfondimenti sulla costruzione del database da parte di Gerald Reitlinger vedere cfr. GUERZONI, GUIDO. "Reflections on Historical Series of Art Prices: Reitlinger's Data Revisited." *Journal of Cultural Economics*, vol. 19, no. 3, 1995, pp. 251–260. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/41810553. Accessed 28 Jan. 2021.

ma in maniera arbitraria, scegliendo tra le opere vendute nel periodo di formazione del campione stesso, la condizione ideale sarebbe per questo un aggiornamento continuo.[97]

3.1.2 Il metodo della doppia vendita

La stima della rivalutazione di un'opera d'arte può essere operata tramite il confronto tra il prezzo pagato al momento dell'acquisto e il prezzo al quale invece si è venduta successivamente la medesima opera; la metodologia della doppia vendita prende in considerazione solamente la storia che ha caratterizzato i prezzi di un'opera d'arte, considerata come oggetto unico, in ciascuna transazione. In questo modo viene ridotta il più possibile l'influenza sulle variazioni dei prezzi di ogni opera, dettata dall'eterogeneità degli oggetti di scambio sul mercato.

Lungo un arco temporale, quindi, possono essere osservati i vari valori che un'opera assume con le vendite; seppur eliminato in un primo momento il problema dell'eterogeneità, quest'ultimo riappare quando vengono aggregati i dati relativi a diverse opere rispetto alle quali vi sono plurime osservazioni che indicano, appunto, le vendite ripetute nel tempo; bisogna quindi arrivare ad un criterio da poter seguire per operare l'aggregazione delle osservazioni.

Se una stessa opera viene venduta in t e poi rivenduta in t+2, un'altra opera in t e t+3, quando calcoliamo l'indice dobbiamo considerare comunque le variazioni in tutti i periodi presi a riferimento quindi t, t+1, t+2, t+3. Una metodologia per superare in qualche modo questa problematica è l'utilizzo dell'interpolazione con la *repeated sales regression,* attraverso la quale i rendimenti delle singole opere, relativi a diversi intervalli di tempo, vengono aggregati in un unico indice di rendimento di mercato.

L'assunzione è che se un dipinto viene scambiato in t e poi in t+2 a due prezzi diversi, l'evoluzione del prezzo è stata graduale ed ha riguardato anche il tempo t+1: l'aumento fa riferimento al lasso di tempo in generale, sia da t a t+1 che da t+1 a t+2; con la repeated sales regression l'assunzione è proprio questa.

L'analisi della doppia vendita copre una piccola parte di quello che effettivamente è stato venduto sul mercato, Robert C. Anderson con l'utilizzo del database di artisti composto da Reitlinger ha ricavato 1730 doppie vendite dalla totalità di 13000 vendite effettuate tra il 1653 e il 1970. Attraverso questo esempio è palese come utilizzare come metodo quello che prende in considerazione solo le opere che sono state rivendute almeno una volta, vuol dire eliminare dal campione moltissimi dati che potrebbero essere altrettanto utili; è limitante, quindi, descrivere il mercato dell'arte e in particolare dei dipinti attraverso sottoinsiemi che comprendono opere vendute più di una volta, pena la poca rappresentatività del mercato in sé. Dato che inoltre le

[97] Candela G. e Scorcu A.E. "Economia delle arti". Zanichelli, 2019, pp.296

rivendite avvengono su periodi molto lunghi, anche una ventina d'anni, un rendimento annuale calcolato proprio su vent'anni potrebbe essere poco significativo per investitori e collezionisti.[98]

3.1.3 Metodo del dipinto medio

Questo metodo venne utilizzato anche da John P. Stein, che nella composizione del suo database considera i dipinti che rispettano un certo criterio come simili e aggregabili, indi per cui è possibile esprimerne un valore medio. Parlando dell'opera del suddetto autore nel precedente capitolo si è detto che il metodo per scegliere le osservazioni da aggiungere nel campione risiede nelle opere degli artisti che sono deceduti prima del 1946.[99]

L'indice viene calcolato come il prodotto tra medie. Nel caso della doppia vendita la perdita di informazioni per il campionamento è già di per sé motivo di distorsione nel risultato; proprio per questo ciò che ne deriva non è sempre rappresentativo della realtà e non dà informazioni complete; una metodologia di questo genere è simile a quella del testimone privilegiato ma cerca di essere più imparziale e se il campionamento è efficace e utilizza molte osservazioni o comunque in numero sufficiente, può rappresentare al meglio la situazione del mercato. Il campionamento, tuttavia, non è così semplice in quanto proprio il criterio decisionale per evidenziare i dati non è semplice da determinare; nel caso di Stein risulta semplificato in quanto l'unica discriminante è che l'autore fosse deceduto prima del momento della transazione. Per questo motivo anche questa metodologia di costruzione di un indice di prezzo è fortemente soggettiva. [100]

Nomisma, una società bolognese, fa uso di questo metodo per costruire indici di World Art: il World Old Masters, Il World Impressionist, il World Modern e il World Contemporary. Tramite l'aggregazione di tali indici viene calcolato il World XX-XXI e il World Art Market. [101]

3.1.4 Metodo del dipinto rappresentativo

Questo metodo viene presentato come un affinamento del metodo del dipinto medio; la differenza risiede nella discriminante utilizzata per la scelta delle opere da introdurre nel database che risulti poi una valida rappresentazione dell'intero mercato. In questo caso non si tratta più di caratteristiche specifiche delle opere ma si pone l'attenzione sulla struttura dei prezzi delle stesse; anche in questo caso, come nel precedente, potenzialmente c'è meno perdita di informazioni ma resta il problema della selezione delle osservazioni sul mercato. La suddivisione degli artisti o

[98] Candela G. e Scorcu A.E. "Economia delle arti". Zanichelli, 2019, pp.296

[99] Stein, John Picard. "The Monetary Appreciation of Paintings." *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 5, 1977, pp. 1021–1035. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/1830343. Accessed 25 Jan. 2021.

[100] Candela G. e Scorcu A.E. "Economia delle arti". Zanichelli, 2019, pp.298

[101] [101] Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138

comunque delle loro opere (i dipinti nel caso specifico) avviene sulla base delle quotazioni registrate; viene costruito un indice per ogni fascia di prezzo registrata (qualità bassa, media e alta)[102], questo è il dipinto in rappresentanza della fascia come appunto possiamo dedurre dal nome della metodologia. Periodo dopo periodo l'intento è quello di identificare lo "stesso" dipinto che incorpora quelle caratteristiche di prezzo che lo rendono rappresentativo del mercato per quella determinata fascia di prezzo. Per ciascun periodo d'asta, quindi, si considerano tutti i dipinti venduti alle aste di mercato, generiche, e non quelle di dispersione che invece trattano una particolare collezione, autore o scuola.[103] In ogni periodo d'asta, quindi, viene calcolato il rapporto tra il prezzo di stima di ogni dipinto venduto e il valore medio delle stime e la distribuzione di tali prezzi, viene valutata poi la stabilità di queste distribuzioni. Le stime dei prezzi diffusi dalle casa d'asta sono in questo caso fattori essenziali; un lavoro che fa uso di questo metodo è quello di Guido Candela e Antonello Scorcu, essi suddividono i dipinti in tre diversi gruppi: il primo rappresentato dai dipinti di qualità bassa, quindi, con stima inferiore allo 0,6 del valore medio di stima del periodo d'asta considerato; quello di fascia media ha un valore di stima compreso tra 0,6 e 1,4 del valore medio e quello di fascia alta è, invece, caratterizzato da una stima superiore al 1,4 del valore medio. In questo modo viene stimata la distribuzione dei prezzi relativi e quella che invece caratterizza ogni periodo d'asta. Se la distribuzione che fa riferimento ad un determinato periodo d'asta è somigliante a quella complessiva, allora l'insieme dei dipinti che costituiscono quel determinato periodo è considerato rappresentativo della totalità dei manufatti. [104]

La struttura dei prezzi di stima permette di costruire il database delle opere che costituiscono la distribuzione rappresentativa (dipinto rappresentativo), l'indice e il suo calcolo invece guardano ai prezzi di aggiudicazione delle varie opere. Il prezzo del dipinto rappresentativo è valutato come media dei prezzi di aggiudicazione delle opere che lo costituiscono:

$$P_t = (p_{t1} + p_{t2} + \ldots + p_{tN_t})/N_t = \sum_{i=1}^{N_t} p_{ti}/N_t$$

N_t rappresenta il numero delle opere che al tempo t entrano nel dipinto rappresentativo

p_{ti} è invece il prezzo di aggiudicazione all'asta per ogni opera in ogni periodo

[102] Candela G. e Scorcu A.E. op.cit.

[103] Candela G. e Scorcu A.E. "Economia delle arti". Zanichelli, 2019, pp.300

[104] La verifica del grado di accostamento tra le distribuzioni si opera tramite un test χ2. Se la differenza tra le due distribuzioni supera una certa soglia, allora si assume che la discrepanza non è casuale ma sistematica e non vale l'ipotesi del dipinto rappresentativo. Ibidem

L'Art Market Index è calcolato usando come base il valore del dipinto rappresentativo nel periodo iniziale t=0:

$$AMI_t = P_t/P_0 = (\sum_{i=1}^{N_t} p_{t_i}/N_t)/(\sum_{i=1}^{N_0} p_{0_i}/N_0)$$

Uno studio effettuato utilizzando come metodo di costruzione di un indice dei prezzi dei dipinti quello del dipinto rappresentativo è stato proposto da Guido Candela e Antonello Scorcu; la costruzione dell'indice per il mercato italiano dei dipinti di arte moderna e contemporanea, nel periodo che va dal 1983 al 1994, con dati provenienti dalla casa d'asta Finarte di Roma e di Milano, per un totale di 22371 transazioni divise in 105 sedute.

Le aste sono divise in 24 sessioni, ed ognuna di queste rappresenta un'osservazione rilevante nella costruzione dell'indice. Gli indici presi in considerazione per la valutazione delle opere d'arte moderna e contemporanea si basano su 4 misure reperibili dai risultati delle aste: il primo è la cifra totale di opere che vengono presentate ad un'asta, il secondo è la somma dei prezzi ai quali gli offerenti si aggiudicano ogni opera, la sommatoria dei prezzi di stima di ogni opera e la sommatoria del rapporto tra i prezzi di aggiudicazione e prezzo di stima di ogni opera presente all'asta. Per ogni sessione viene selezionato un campione rappresentativo della struttura dei prezzi sul mercato, i prezzi considerati vengono poi aggregati; a questo proposito vengono considerati due indici di aggregazione diversi. Nel primo viene calcolato un indicatore assoluto di prezzo della n-esima sessione che definiamo come AI_n, ed è il rapporto tra il prezzo di aggiudicazione e di stima media per ogni seduta d'asta, quindi, altro non è che la somma dei prezzi di aggiudicazione dei dipinti relativa ad una sessione che viene poi divisa per la somma delle stime degli stessi dipinti della stessa sessione. Se il rapporto è maggiore o uguale a cento, vuol dire che i prezzi di aggiudicazione sono mediamente corrispondenti ai prezzi di stima. In formula:

$$AI_n = \frac{\sum_{i=1}^{Nn} p_{i,n}}{\sum_{i=1}^{Nn} \pi_{i,n}}$$

In questo caso ogni dipinto ha un peso differente, che più è alto più vuol dire che il dipinto è rilevante. L'indicatore relativo per la n-esima seduta è la media tra le variazioni percentuali dei prezzi di aggiudicazione e il prezzo di stima per ogni opera presente ad una seduta. In formula:

$$RI_n = \frac{\sum_{i=1}^{Nn} \frac{p_{i,n}}{\pi_{i,n}}}{Nn}$$

Non è possibile fare un paragone tra gli indicatori delle diverse sessioni, questo perché ogni indicatore è calcolato a partire dal mercato e dai prezzi stimati dell'insieme dei dipinti rappresentativi per ogni sessione e ogni sessione è indipendente dalle altre ed è caratterizzata dalle stime relative.

Gli indici progressivi di sessione invece sono quello assoluto progressivo della seduta k sessione t, ed è la somma di tutti i prezzi di vendita dei dipinti offerti durante le sedute fino alla k-esima divisa per la somma di tutte le stime; l'indice relativo è invece la variazione media percentuale tra il prezzo di vendita e quello di stima in tutte le sedute fino alla k-esima nella sessione t considerata.

L'indice assoluto di una sessione è il rapporto tra il prezzo di aggiudicazione e quello di stima del dipinto medio, cioè la somma dei prezzi di vendita divisa la somma dei prezzi di stima di tutti i dipinti: attraverso questo si valuta l'andamento della sessione, se il rapporto è pari o uguale a 100 i prezzi di aggiudicazioni sono coerenti con quelli di stima. L'indice relativo è dato dalla somma dei rapporti ottenuti come media tra il prezzo di vendita e quello di stima per ogni dipinto divisa per il numero di dipinti per ogni asta. L'indice non tiene conto del valore assoluto delle singole opere.

Gli indici di sessione valutano qual è l'andamento di quest'ultima; nel caso degli indici assoluti si considera anche l'entità stessa della stima mentre in quelli relativi non si fa riferimento al valore monetario. Gli indici progressivi si riferiscono ai dipinti che fanno parte della stessa sessione fino a quella corrente; il confronto con gli indici di seduta crea le tendenze di mercato, se infatti quello di seduta è più alto di quello progressivo allora la tendenza sarà al rialzo dei prezzi, invece al contrario nel caso in cui l'indice di seduta sia inferiore a quello progressivo allora ci sarà una tendenza al ribasso dei prezzi nell'ambito della sessione.[105]

3.1.5 Metodo della regressione edonica (o del dipinto grigio)

Il metodo del prezzo edonico veniva utilizzato nell'economia agraria. Friedrick V.Waugh descrisse l'influenza di taluni fattori riguardo le qualità come determinanti dei prezzi degli ortaggi. Il primo ad utilizzare tale metodo applicato per l'andamento dei prezzi del mercato viene attribuito allo studio di Rosen del 1974. La funzione descrive il prezzo atteso di una determinata tipologia di bene in funzione di un insieme di caratteristiche specifiche.

Con questo metodo si ipotizza che la qualità di un'opera d'arte può essere rimandata a tutta una serie di caratteristiche diverse, e per questo il manufatto può essere valutato per l'utilità derivante proprio da questi caratteri; in particolare la dinamica del prezzo di un dipinto dipende dall'andamento del mercato aggiustato, o comunque, tenendo in considerazione ciò che caratterizza il dipinto stesso e fa di questo un oggetto unico nel suo genere.[106]

I prezzi edonici sono quelli impliciti in una serie di attributi che hanno a che fare con l'artista, il

[105] CANDELA, G., and A. E. SCORCU. "A Price Index for Art Market Auctions: An Application to the Italian Market of Modern and Contemporary Oil Paintings." *Journal of Cultural Economics*, vol. 21, no. 3, 1997, pp. 175–196. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/41810634. Accessed 29 Jan. 2021.

[106] Candela G. e Scorcu A.E. "Economia delle arti". Zanichelli, 2019, pp.297

dipinto e le caratteristiche che riguardano la vendita stessa, tutte queste variabili vengono stimate per, attraverso una regressione, stimare il prezzo di ogni prodotto artistico. Le caratteristiche possono essere suddivise in due categorie: quelle fisiche e quelle, al contrario, non fisiche.

Guardando alla prima categoria, quella che include gli attributi fisici, vengono prese in considerazione le case d'asta nelle quali il manufatto è venduto, la grandezza dell'opera; quelle non fisiche invece prendono in considerazione le stime pre-vendita all'asta o se viene apposta la firma dell'autore o anche la reputazione di quest'ultimo sul mercato. [107]

Assumiamo che un dipinto venduto in un determinato periodo t, abbia k specifiche caratteristiche ($X_{it}^{1} \ldots X_{it}^{k}$), sia continue (come la dimensione del dipinto), altre discrete (come il tipo di tecnica utilizzata); si assume inoltre che ogni caratteristica abbia un "peso" monetario ($a_1 \ldots a_k$) questo perché si considera ogni attributo come suscettibile di valutazione economica poiché fonte di utilità e piacere, anche qualora si tratti di caratteristiche che abbiamo definito non-fisiche. In formula il prezzo di un dipinto i al tempo t è pari a:

$$\boldsymbol{P_{it} = a_1 X_{it}^{1} + a_2 X_{it}^{2} + \ldots a_k X_{it}^{k} + b_t + u_{it}}$$

$\boldsymbol{u_{it}}$ un residuo casuale a media nulla

$\boldsymbol{b_t}$ esprime il valore del dipinto i quando tutte le caratteristiche specifiche vengono poste pari a zero; se andassimo a neutralizzare l'effetto di suddette caratteristiche rimane il prezzo del cosiddetto "dipinto grigio" da cui il nome alternativo rispetto a "regressione edonica": il dipinto grigio ha caratteristiche standard, sia un artista standard che poi realizzato con tecniche anch'esse standard e dimensioni standard. Effettuando la stima del dipinto grigio in ogni periodo si ricava un indice di prezzo per il mercato dei dipinti. Un limite che deriva dall'uso di questo metodo è l'individuazione delle caratteristiche rilevanti che hanno effettivamente una certa influenza sul livello del prezzo, quindi così come capita in genere nelle regressioni bisogna fare uno studio sulla significatività dei regressori che in questo caso sono appunto le specifiche di ogni dipinto.[108]

[107] Roman Kräussl, "*Fine Art and High Finance",* Bloomberg Press New York, 2010, pp. 67

[108] Candela G. e Scorcu A.E. "Economia delle arti". Zanichelli, 2019, pp.298

Tra gli studiosi che hanno utilizzato suddetto metodo vi sono Frey e Pommerehne: tali studi li ritroviamo nel loro testo *Muse e Mercati.* [109]

All'interno del capitolo sesto del testo suddetto, che si intitola "*Why is Rauschenberg so expensive?",* vengono analizzate le quotazioni di tre artisti differenti: il primo è colui che viene introdotto nel titolo ovvero Rauschenberg, un'opera del quale fu venduta nel 1983 per 73.400$, Jean Tiguely che raggiunse nello stesso anno un prezzo con una sua opera pari a 36.700$, mentre Michelangelo Pistoletto venne valutato 14.700$ per un suo manufatto. Gli autori del testo danno diverse ipotesi per una discrepanza delle quotazioni dei tre artisti che comprendono anche la tipologia di arte eseguita o il numero delle esposizioni durante le quali erano presenti, le opere di uno piuttosto che di un altro, o ancora le relazioni con personaggi di spicco del mercato di riferimento. Partendo da queste considerazioni gli autori hanno preso le quotazioni delle opere di 100 artisti contemporanei più rilevanti e hanno tentato di trovare motivazioni sottostanti i livelli di prezzo raggiunti, tenendo anche contezza delle spiegazioni fornite a riguardo dai critici.

La domanda, quindi, è se esista o meno una correlazione tra le valutazioni che vengono operate dagli esperti e i prezzi che effettivamente si realizzano sul mercato. Il periodo preso in considerazione è quello che va dal 1971 al 1981 con un campione di 100 artisti per ogni anno con l'intento di capire gli elementi che portano alla determinazione della valutazione che fanno i critici d'arte. La valutazione tiene anche conto della reputazione che gli artisti si sono creati sul mercato e verso chi vi opera, quindi sia il pubblico che la critica. Non è detto che le correnti in voga in ogni periodo determinino maggiori quotazione per le opere degli artisti che vi appartengono, altrimenti ciò vorrebbe dire che le opere più attuali saranno valutate di più rispetto ad opere più datate; il giudizio dei critici e del pubblico viene influenzato anche da quello che gli autori chiamano "stock di capitale artistico".[110]

Gli indicatori presi come riferimento per il valore di un'opera di un artista sono: il numero di mostre personali e collettive tenute, i premi che sono stati vinti durante la carriera; anche il modo in cui lo stock di capitale artistico è stato accumulato nel tempo può essere preso in considerazione, quindi per esempio un artista consolidato nel tempo può presentare opere con quotazioni di mercato maggiori rispetto a quanto può accadere per esempio ad un artista emergente che ha raggiunto la fama in breve tempo. La seconda ipotesi degli autori scaturisce anche da questo, ovvero se l'intervallo di tempo che è trascorso dalla prima esposizione delle opere di un artista è molto ampio le quotazioni delle sue opere saranno più elevate e, allo stesso modo, anche le valutazioni che ne fanno gli esperti. Una ulteriore ipotesi riguarda i metodi

[109] Frey B., Pommerehne W., Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte. Bologna, Il Mulino, 1991.
[110] Ibidem

utilizzati nella composizione delle opere, infatti saranno maggiori i prezzi sul mercato qualora l'artista fosse presente in diversi ambiti piuttosto che in uno solo. In ultima se in passato le quotazioni di un artista sono state elevate allora la valutazione complessiva che ne viene fatta sarà maggiore. [111]

Sono state riportate le stime econometriche relative all'influenza delle variabili sopracitate sulla valutazione di oltre 100 artisti contemporanei. I dati utilizzati sono misti e integrati tra loro e alle volte ci si rifa alle serie storiche relativamente ai100 artisti più importanti del periodo preso in considerazione.

Tabella 3.1- Stima econometrica della funzione di valutazione estetica

Valutazione estetica	**Categoria**
Arte Informale	-1670** (-5,48)
Pop Art	-810** (-2,49)
Op Art	-430 (-1,58)
Nuovo Realismo	-240 (-0,96)
Arte Concettuale	181** (8,10)
Numero di mostre personali	190** (14,79)
Numero di partecipanti ad esposizioni collettive	43** (3,71)
Numero di premi vinti	230** (3,57)
Numero di anni trascorsi dalla prima esposizione personale	60* (1,91)
Numero di anni trascorsi dalla prima partecipazione ad una esposizione collettiva	85** (3,07)

[111] Frey B., Pommerehne W., Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte. Bologna, Il Mulino, 1991.

Varietà delle tecniche utilizzate dall'artista	2950** (7,27)
Quotazioni passate	110** (10,79)

Fonte: Frey B.S e Pommerehne W. W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*

All'interno della tabella i numeri che ritroviamo tra parentesi sottostanti alla stima dei parametri indicano il valore della statistica t, ovvero quei valori che sono contrassegnati da un solo asterisco indicano un livello di significatività pari al 95% mentre quando sono apposti due asterischi il livello di significatività per la stima è del 99%.

Un premio conseguito in più comporta 230 punti di maggiorazione nella valutazione estetica, 290 in più per una esibizione personale. Dalla tabella si evince anche che, invece, chi partecipa ad una esibizione di gruppo ottiene solo 43 punti, mentre invece per ogni anno dalla prima esibizione personale c'è l'assegnazione di 60 punti. Qualora l'artista utilizzasse tutte e tre le tecniche, come si evince dalla terza ipotesi, ottiene un numero di punti pari a 2950.
Ogni stile ha un diverso impatto sulla valutazione estetica che viene fatta sull'opera, i primi stili facenti parte dell'arte contemporanea come la Pop Art, quando è stato condotto lo studio, erano valutati meno di quanto non lo siano ora, per lasciare più valutazioni positive ad altre tipologie d'arte, più verso il concettuale.
Le stime possono essere utilizzate per predire la valutazione estetica per ogni artista, le previsioni fatte dagli autori si presentano in questo modo:

Tabella 3.2 – Posizione effettiva e prevista e punteggio degli artisti contemporanei, 1983

Artista	**Corrente artistica**	**Paese**	**Posizione effettiva (a)**	**Posizione prevista (b)**	**Punteggio effettivo (a)**	**Punteggio previsto (b)**
J. Beuys	Action Art	RTF	1	1	49360	47480
A. Warhol	Pop Art	USA	2	3	40795	38775
R. Rauschenberg	Pre-Pop Art	USA	3	2	38785	38810
J. Johns	Pre-Pop Art	USA	4	4	37105	36150
C. Oldenburg	Pop Art	USA	5	5	35495	35565
F. Stella	Nuova astrazione	USA	6	6	34760	35470

S. LeWitt	Minimalismo	USA	7	9	30290	29835
R. Lichtenstein	Pop Art	USA	8	8	29945	31030
J. Christo	Nuovo realismo	USA	9	7	29930	31725
J. Tinguely	Nuovo realismo	Svizzera	10	10	29325	29320
B. Naumann	Process Art	USA	11	11	28130	28035
Y. Klein	Nuovo Realismo	Francia	12	13	27375	27410
R. Serra	Process Art	USA	13	15	27290	26700
D. Judd	Minimalismo	USA	14	12	26235	27625
E.Kelly	Hard Edge	USA	15	14	26060	26810
M. Merz	Process Art	Italia	20	29	24170	22930
P. Mazoni	Nuovo Realismo	Italia	40	42	18395	17675
K. Rinke	Body Art	RFT	60	66	13930	13655
A. Caro	Arte Concettuale	Gran Bretagna	80	71	12380	13230
F. E. Walter	Action Art	RFT	100	97	10645	10955

Fonte: Frey B.S. e Pommerehne W. W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*

(a) Dati tratti dal Kunstkompass di Bongard, 1983

(b) Calcolato utilizzando la funzione di valutazione artistica stimata in precedenza

Se guardiamo la seconda e la terza colonna vediamo come le posizioni in classifica previste dal modello e quelle reali effettivamente occupate coincidono bene o male, stessa cosa per le valutazioni artistiche in previsione e quelle poi effettive.[112]

[112] Frey B., Pommerehne W., Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte. Bologna, Il Mulino, 1991.

3.2 Indici principali sul mercato

Come è stato anticipato oltre a tenere conto del valore di un'opera in quanto bene materiale va considerato anche il suo valore culturale che è, potenzialmente, molto diverso in quanto dipende da molti fattori che riguardano anche la reputazione degli artisti, il loro riconoscimento sul mercato, le partecipazioni alle mostre importanti, presenza di opere in musei importanti; in linea generale, quindi, possiamo dire che le opere esposte in mostre di un certo genere hanno un maggior valore. La qualità del prodotto ha sicuramente un impatto determinante sull'affermazione dell'artista ma è anche vero che la qualità non va di pari passo con l'aumento delle quotazioni.

Non è solo l'estetica ad aver portato le quotazioni di artisti come Alberto Burri. Lucio Fontana, Jeff Koons, Murakami a salire moltissimo negli anni. In una classifica dei migliori cento artisti della scena internazionale, redatta su base annuale da "Kunst Kompass" viene attribuito ad ogni artista un determinato punteggio che tiene conto delle quotazioni medie di opere rappresentative nonché dell'entità qualitativa e quantitativa dei riconoscimenti culturali. Interessante è che tramite questa ricerca si evidenzia il rapporto tra il giudizio per un artista tramite il prezzo e la sua reputazione culturale: ciò vuol dire che, tenendo conto dei pensieri diffusi sul mercato, relativi ad un determinato artista, se le opere di quest'ultimo sono prezzate coerentemente o se la quotazione è maggiorata o al contrario è percepita minore di quanto ci si aspetterebbe.[113] La classifica stilata evidenzia anche i trend di un artista all'interno della classifica stessa, con l'intento anche di rendere più leggibile il mercato dell'arte a quegli investitori che si sono avvicinati da poco alla materia. Il limite che si accompagna al KunstKompass è che tiene conto solo dei musei più importanti che hanno permesso le esposizioni o le riviste più esclusive per le pubblicazioni; è giusto utilizzarlo come primo approccio per le new entry degli investitori, tuttavia il valore culturale di un artista si consolida nel tempo con rapporti tra i vari agenti del mercato che si intrecciano e si rafforzano; il valore commerciale, invece, è molto più suscettibile a variazione improvvise; si rende necessario un controllo continuo sui prezzi facendo affidamento sulla costruzione degli indici dei prezzi.

Tutti gli indici che vengono individuati sul mercato dell'arte sono caratterizzati da distorsioni causate da problemi relativi alla difficoltà di reperimento dei dati di vendita di opere d'arte. Le uniche informazioni disponibili sono quelle relative alle aste pubbliche mentre quelle delle vendite private non sempre vengono rese pubbliche. I dati delle case d'asta possono essere estrapolati da compagnie specializzate in queste attività, o dal sito stesso della casa d'asta, sia per

[113] Francesco Poli, *" Il sistema dell'arte contemporanea",* Editori Laterza, 2015, pp. 60

le stime delle opere previste per la vendita in aste future sia anche i risultati delle aste passate con stime e prezzi di aggiudicazione.

Riadattando quanto riportato nel testo "Fine Art and High Finance" del 2010, schematizziamo le caratteristiche principali dei database più importanti:

Database	ARTNET	ARTPRICE	ARTFACTS
N° artisti	320.000	748.396	711.858
N° case d'asta	>1.700	6.300	4500 c.a.
Risultati	>10.000.000	13.484.600	>37.000.000
Periodo attività	Dal 1989	Dal 1960	Dal 2001
Attività	Aste online	Analisi di mercato/ Art Index	Art Index
Quota annuale	350$/anno c.a.	Fino a 509€/anno	Fino a 90€/anno

[114]

Come possiamo evincere dalle informazioni riportate il database che ricomprende un maggior numero sia di artisti che di risultati è Artfacts che raggiunge per l'appunto più di 30 milioni di risultati disponibili. Ogni database ha le proprie caratteristiche e la consultazione di uno piuttosto che di un altro dipende dall'obiettivo della ricerca.

3.2.1 Artnet

Artnet[115] è una piattaforma online che mette a disposizione molti dati relativi alle aggiudicazioni d'asta nonché molti atri servizi; ha sede a New York, Berlino e Parigi ma anche in Russia in Cina e Regno Unito. Gli utenti possono tenersi aggiornati sulle tendenze del mercato consultando i report che riportano i dati annuali di mercato per gli artisti presenti nel database, dando informazioni quindi sui prezzi i volumi delle vendite e così via. Artnet si occupa principalmente del campo di Fine Art, tuttavia dal 2009 ha aperto un ulteriore database che comprende opere delle arti decorative. All'interno di Artnet è presente un indice dei prezzi che viene aggiornato dai dati presenti nel database e che è costruito sulla scorta degli indici finanziari come S&P500, questo indice prende proprio il nome di Artnet Index. Dal 1999 artnet.com è quotata al Neuer Market della borsa di Francoforte.

[114] Dati relativi ai database riportati nel testo *"Fine Art and High Finance",* Bloomberg Press New York, 2010, le informazioni sono state reperite dai relativi siti internet (vedi sitografia).
[115] https://www.artnet.com/

3.2.2 Artprice

Artprice[116] nasce nel 1987 e comprende numerose informazioni riguardo un buon numero di artisti; attraverso una serie di ricerche personalizzate possono essere raggiunti i risultati d'asta di ogni artista presente nel database e altre informazioni, come il numero delle opere andate all'asta, il trend dei prezzi relativi, le previsioni future di prezzo, dove opera geograficamente, o anche quante sono le opere invendute in relazione a tutte quelle messe all'asta. Per far si che gli utenti siano sempre informati circa le tendenze del mercato, vengono pubblicati a cadenza settimanale articoli nella sezione apposita ArtMarketInsight. Artprice è quotata su Euronext Paris SRD L.O. Si differenzia da Artnet in quanto permette non solo di avere accesso alle case d'asta ma fungono proprio da intermediari per gli acquisti, ovvero gli utenti possono decidere di acquistare dal sito direttamente, in quanto collezionisti e artisti hanno la possibilità di postare le loro opere in modo tale da raggiungere direttamente i potenziali acquirenti interessati.

3.2.3 Art Market Research[117]

Società inglese che dal 1985 non fornisce servizi come aste online bensì è specializzata nella costruzione di indici che gli utenti registrati possono consultare, e che si basano sui generi artistici, sugli artisti a seconda delle esigenze mostrate. Dal 1985 sono stati creati circa 500 indici che sono riconosciuti a livello internazionale e proprio per questo utilizzati anche dalle principali istituzioni quali Christie's Sotheby's, nonché la Federal Reserve Bank di New York. Gli indici sviluppati vengono anche pubblicati su testate giornalistiche di una certa rilevanza come il Financial Times o The Wall Street Journal. Gli indici sono personalizzabili dagli utenti che possono selezionare la valuta di riferimento, il segmento di mercato o la corrente artistica di interesse.[118] Il procedimento che viene utilizzato per la costruzione degli indici è quello del prezzo medio, ma questa applicazione può portare a delle distorsioni in quanto il livello di prezzo può essere distorto al rialzo per esempio se rientra una qualche opera che ha presentato un prezzo di vendita molto alto mentre magari in un altro anno non è si presenta lo stesso fenomeno. Le distorsioni possono essere sia al rialzo che al ribasso in quanto rientrano magari nella determinazione dell'indice delle opere con quotazioni molto al di fuori della media, che non rappresentano per forza la situazione del mercato. Il modo in cui la società tenta di ovviare a suddetto problema, dovuto all'aggregazione dei dati, è la scelta accurata degli artisti che devono essere o meno inclusi nel database di riferimento. I prezzi non sono tutti consultabili sul sito, inoltre il servizio sembra essere diretto

[116] https://www.artprice.com/
[117] https://www.artmarketresearch.com/
[118] https://www.collezionedatiffany.com/indici-di-mercato-2016/

alle istituzioni piuttosto che ai collezionisti e investitori privati come invece accade nei due casi sopracitati.

3.2.4 Artfacts

Fondata nel 2001, con base a Londra e Berlino, Artfacts ha costruito un grane database per diventare la classifica standard del settore nonché fonte di dati per artisti, gallerie, collezionisti e per coloro che forniscono servizi finanziari nel settore.

Il sistema per la classificazione usufruisce di una matrice di dati che viene ponderata per fornire una valutazione quantomeno affidabile della carriera di un artista considerato l'ambiente circostante nelle fattezze e nelle tendenze di mercato. Il connubio tra il gusto delle personalità che operano sul mercato dell'arte e l'aspetto maggiormente oggettivo dei dati che sono determinati tramite algoritmi. Vengono monitorati circa 500.000 artisti e si misura il loro valore rapportato al mercato artistico di riferimento, tenendo a mente anche altri fattori come le esibizioni, infatti, quando un artista partecipa ad una mostra o la detiene da solo gli algoritmi permettono di capire come questi eventi influenzano il ranking dell'artista in questione.[119]

Oltre l'insieme di dati precedentemente citati ve ne sono altri come MPS Art Market Value Index, redatto dal Monte dei Paschi di Siena ogni sei mesi. Questo per esempio prende in considerazione tutte le opere vendute all'asta in luoghi prestabiliti (USA, Regno Unito, Europa e Asia) e dalle più importanti case d'asta e analizza le informazioni relative agli ultimi cinque anni.

AMI, ovvero Art Market Index che calcola il valore e il rendimento del dipinto medio relativo ad ogni seduta d'asta considerata relativamente ad un mercato specifico. Equivalent sales index, nasce dalla collaborazione tra ArsValue e Unicredit e permette la realizzazione di analisi fondate e credibili sull'andamento delle quotazioni del mercato italiano e degli artisti che vi operano. Per ogni artista gli indici sono tre: indice delle classi dimensionali, indice delle tecniche pittoriche e indice dell'artista, in più vi è stata l'individuazione degli artisti più rappresentativi del mercato che sono stati aggregati e pesati ugualmente, dando vita agli indici del mercato italiano dell'arte moderna e contemporanea. Questi indici sono UPB-ArsValue 50, UPB-ArsValue 100, UPB-ArsValue 200.[120]

In ultimo citiamo ArtTactic, una società fondata nel 2001 e che offre servizi di analisi relative al mercato dell'arte, degli artisti e dei loro lavori prendendo ad esempio i risultati d'asta le collezioni e le esposizioni per ognuno di questi. La ricerca portata avanti da questa società è utilizzata da professionisti del settore nonché studenti ma anche appassionati. Il metodo di raccolta di dati è

[119] https://artfacts.net/faq
[120] https://www.collezionedatiffany.com/indici-di-mercato-2016/

chiamato crowdsourcing sia per dati quantitativi che qualitativi. Viene stilata una classifica di rischio che mappa il livello di fiducia sul mercato tenendo conto di un numero di collezionisti galleristi ed esperti del settore. Da qualche anno ArtTactic insieme alla società Deloitte pubblica un rapporto dedicato proprio alla relazione tra il mercato dell'arte e quello finanziario (Arte&Finanza).[121]

[121] https://www.collezionedatiffany.com/indici-di-mercato-2016/

3.3 Studi sull'andamento del mercato dell'arte

Con la considerazione del mercato dell'arte come fonte di profitto rispetto agli ordinari mercati finanziari, molti economisti hanno cominciato a chiedersi quali fossero i rendimenti sugli oggetti intesi come opere d'arte. Uno dei primi ad interessarsi a questa fattispecie che è l'evoluzione dei prezzi e dei tassi di rendimento fu Wagenfuhr (1965), la sua opera tuttavia non attecchì come esempio in letteratura questo perché probabilmente fu scritta in tedesco. Alcuni studi più noti sono quello di Anderson del 1974 e quello di Stein del 1977. In entrambi i casi appena citati i tassi di rendimento si mostrano inferiori ad altri investimenti. Anderson[122] prende in considerazione il periodo dal 1810 al 1970 e fa uso sia del metodo della regressione edonica sia di quelle delle vendite ripetute; quello che risulta importante nel suo studio è la doppia funzione delle opere d'arte che hanno sia funzione estetica e di prestigio, sia finanziaria. La prima funzione deriva dalla qualità dell'opera, dalla sua storia e così via; la funzione finanziaria dipende dalle variazioni nel prezzo. La maggior parte dei collezionisti, secondo l'autore, non compra partendo dal presupposto poi di rivendere; l'aumento dei prezzi, tuttavia, in quegli anni aveva fatto avvicinare al mercato anche quei soggetti maggiormente interessati all'aspetto speculativo dell'investimento in questa tipologia di mercato.

Il primo metodo risulta in un profitto per l'investimento in opere d'arte pari al 3,3% annuo. Ogni bene è caratterizzato da una serie di caratteristiche: tali caratteristiche vengono prese dallo studio di Retlinger.

Il secondo metodo è quello delle vendite ripetute, il tasso riscontrato dall'autore in questo secondo caso è pari al 3,7% annuo; vengono analizzate le vendite all'asta dal 1653 al 1970 con un totale di 1730 coppie di osservazioni: vendite e rivendite. La stima del rendimento medio con questo secondo metodo da un risultato un po' diverso rispetto a quello ottenuto con il metodo della regressione edonica; la differenza può essere dovuta, per esempio, alla diversa selezione del campione, tenendo anche conto che i presupposti della ricerca delle due metodologie sono diversi in quanto nel secondo caso c'è bisogno di cercare i dati relativi alle vendite ripetute.

A seconda della metodologia il risultato però risulta inferiore a quelli che sono invece i tassi di rendimento nominali delle azioni, questo rende le opere d'arte un investimento non propriamente attrattivo dal punto di vista finanziario, pur rimanendo però vivo il valore dovuto al godimento estetico.

[122] ANDERSON, RC (1974), DIPINTI COME INVESTIMENTO. Indagine economica, 12: 13-26. https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1974.tb00223.x

Il lavoro di Stein[123], come anticipato, è poco successivo a quello di Anderson; egli considera il periodo di tempo che va dal 1950 al 1960. Il metodo per la costruzione di un indice per il mercato dell'arte è stato già accennato in precedenza, qui ci soffermiamo sul contributo dell'autore per quanto concerne i tassi di rendimento dei dipinti. Stein, a sua volta, scinde il bene artistico considerandolo un bene durevole che fornisce utilità a chi lo possiede, utilità non di tipo monetario; la seconda caratteristica del bene artistico è il suo valore come strumento finanziario che quindi può essere caratterizzato da un rendimento "reale".
Il metodo proposto è quello del dipinto medio; nel periodo dal 1964 al 1968 vengono analizzati i dati delle aste americane e inglesi, il riscontro è stato di un rendimento annuo pari al 10,5%; le azioni a confronto avevano mostrato un tasso di rendimento del 14,3%. Entrambi gli autori citati, quindi, sono pervenuti alla stessa conclusione pur considerando nei loro studi periodi differenti.

Lo sviluppo degli studi della materia si fa coincidere con lo studio effettuato da Baumol nel 1986, quindi circa 10 anni dopo le pubblicazioni degli studiosi precedentemente citati; l'interesse per la materia ha coinciso con l'incremento dei prezzi degli anni '80.[124]

3.3.1 William Baumol: Unnatural Value

Nel 1986 viene pubblicato su *The American Economic Review* un articolo di William J. Baumol con il titolo di *"Unnatural Value: or Art Investment as Floating Crap Game"*. La considerazione dalla quale parte è che alcune opere di una certa rilevanza, specialmente quando si tratta di artisti non più in vita, potrebbero non presentare un valore di equilibrio; il prezzo di questi oggetti potrebbe, quindi sembrare innaturale: le oscillazioni dei prezzi, infatti, sono pressoché imprevedibili; questo comportamento può essere amplificato da coloro che guardano alle opere d'arte come mere forme di investimento e che in media accettano rendimenti molto vicini allo zero. L'autore sostiene che il processo che porta all'equilibrio risulta indebolito dato che l'elasticità dell'offerta è praticamente zero; in più, come nel mercato azionario, il valore di mercato delle opere d'arte segue un andamento del tutto casuale.
Uno degli interrogativi che Baumol si pone riguarda il fatto che se i prezzi delle azioni seguono approssimativamente un percorso casuale, allora le informazioni non possono migliorare molto le stime sui prezzi futuri; se questo vale per le azioni allora la domanda è come sia possibile, con i prezzi delle opere d'arte che risultano ancora meno ordinati rispetto ai prezzi delle azioni, che le informazioni passate possano in qualche modo aiutare a prevedere l'andamento futuro del

[123] Stein, John Picard, (1977), The Monetary Appreciation of Paintings , *Journal of Political Economy* , **85** , numero 5, p. 1021-35.
[124] Bruno S.Frey, *"Arts & Economics"*, Springer, 2003, pp.160

mercato in questione. L'altro quesito è quanto gli investitori possono sperare di trarre dalle informazioni sulle vendite imperfette e difettate o ancora avvalendosi dei consigli di chi fa analisi di qualche tipo.

L'analisi di Baumol parte dalla raccolta dei dati da utilizzare, data l'incompletezza delle informazioni sul mercato o anche la difficoltà di reperimento allora si rifà al database costruito da Gerald Retlinger, nonostante non sia possibile secondo l'autore portare a termine un'analisi sofisticata come le ipotesi di random walk, questo perché i dati non sono continui. Quello che, tuttavia, si può fare comunque è un analisi del tasso di rendimento sugli investimenti nelle opere d'arte, analisi che parte proprio dai dati raccolti da Retlinger.

All'interno dell'archivio stilato da Retlinger, Baumol, su un periodo storico di 300 anni, riesce a raccogliere un numero significativo di casi in cui le opere sono state vendute più di due volte; vengono considerate alla fine circa 640 transazioni che coprono un periodo che va dal 1952 al 1961. Tramite il metodo della doppia vendita sono stati calcolati i tassi di rendimento per ogni dipinto: i dati mostrano come, in media, l'acquisto e la successiva vendita di opere d'arte porta ad un tasso di rendimento annuale composto dello 0,55% espresso in termini reali, contro il 2,5% dei British Government bonds.

Non solo i rendimenti sui dipinti, nello studio effettuato, erano risultati, come si evince, molto bassi, ma anche molto dispersi: questa caratteristica indica proprio come questa forma di investimento sia piuttosto rischiosa. Analizzando i risultati del suo lavoro, Baumol arriva alla conclusione che le maggiori perdite o i maggiori guadagni riguardano solo i soggetti che detengono le opere d'arte per un periodo relativamente breve che si intende inferiore ai cinquant'anni, mentre invece se il periodo di detenzione si allunga, la media dei guadagni si avvicina a zero. Questo è quello che ci si aspetterebbe da un percorso casuale che presenta media pari a zero.

L'acquisto di un dipinto piuttosto che di un titolo di altro genere può rappresentare una scelta giusta per chi è esperto del settore nonché appassionato tale da apprezzare le caratteristiche estetiche delle opere. Baumol conclude il suo studio dicendo che cercare di fare previsioni sui prezzi delle azioni è un *"losing game"* a maggior ragione se si tratta del mercato dell'arte dove è molto improbabile, secondo l'autore, uscirne vincitori. [125]

[125] Baumol, William J. "Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game." *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, 1986, pp. 10–14. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/1818726. Accessed 3 Feb. 2021.

3.3.2 L'indice di Mei e Moses

Jianping Mei e Michael Moses, che danno appunto il nome all'indice che mi appresto a descrivere, nel loro paper pubblicato nel 2002 "*Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces* "[126] stimano un indice annuale di prezzo delle opere di un periodo che va dal 1875 al 2000.

Il loro metodo cerca di eliminare in qualche modo l'eterogeneità delle tipologie di opere vendute e del problema delle transazioni che non sono molto frequenti, in questo senso tengono in considerazione le vendite ripetute sul mercato americano e in particolare quello di New York. In questo modo, rispetto a quanto accaduto in altri studi effettuati, i dati riguardo le vendite ripetute sono in numero maggiore. Viene in questo modo e, anche grazie alla mole elevata di dati reperiti, un indice annuale nonché per le diverse categorie di mercato.

Sono stati considerate 4986 coppie di prezzi nel periodo in questione, i due prezzi sono appunto quello di acquisto e quello di vendita divisi per corrente artistica. Le due domande alle quali gli autori vogliono rispondere riguardano il fatto che gli investitori dovrebbero acquistare solamente le opere più rilevanti, appunto i masterpieces, o comunque quelle più costose che possono permettersi di acquistare. La seconda proposizione è quella riguardo la cosiddetta legge del prezzo unico e cioè se due dipinti identici in due luoghi completamente differenti ma allo stesso tempo debbano presentare un prezzo realizzato equivalente.

Il metodo che gli autori si propongono di utilizzare è appunto quello della regressione basata sulla doppia vendita, che utilizza, appunto, i prezzi di acquisto e di vendita di ogni opera per una stima dell'andamento di un determinato asset medio come rappresentativo di un periodo in particolare.

Il rendimento composto continuo si assume sia pari a:

$$r_{i,t} = \mu_t + \eta_{i,t}$$

μ_t rappresenta il rendimento medio dei dipinti nel periodo t

Viene calcolato il logaritmo del prezzo per ogni asset del portafoglio tra il momento dell'acquisto e il momento della vendita, in questo modo:

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

Pi,b = prezzo di acquisto

[126] Mei, Jianping, and Michael Moses. "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces." *The American Economic Review*, vol. 92, no. 5, 2002, pp. 1656–1668. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/3083271. Accessed 1 Feb. 2021.

$P_{i,s}$ = prezzo di vendita;

bi = data di acquisto;

si = data di vendita.

Per stimare il rischio sistematico sul mercato dell'arte gli autori ipotizzano che i mercati siano perfettamente competitivi e non solo ma che non ci siano costi di transazione; gli investitori credono che i rendimenti siano generati in questo modo:

$e_{i,t+1} = E_t[e_{i,t+1}] + \beta_i f_t + \xi_{i,t+1}$

dove:

$e_{i,t+1}$ rappresenta il rendimento in eccesso dell'asset i detenuto dal tempo t al tempo t+1

$E_t[e_{i,t+1}]$ è il rendimento atteso sull'asset i tenendo conto delle informazioni disponibili al tempo t dagli operatori

Gli autori utilizzano come fattore sistematico l'indice S&P500 e assumono che il valore atteso dell'ultimo termine dell'espressione di cui sopra sia uguale a zero. Per il calcolo di $e_{i,t+1}$ vengono utilizzati i rendimenti degli indici di cinque diverse classi di asset: l'Art Index, il Dow Jones Industrial Total Return Index, L'US Government Bonds Total Return Index, l'US Corporate Bond Total Return Index, United States Treasury Bills Total Return Index.

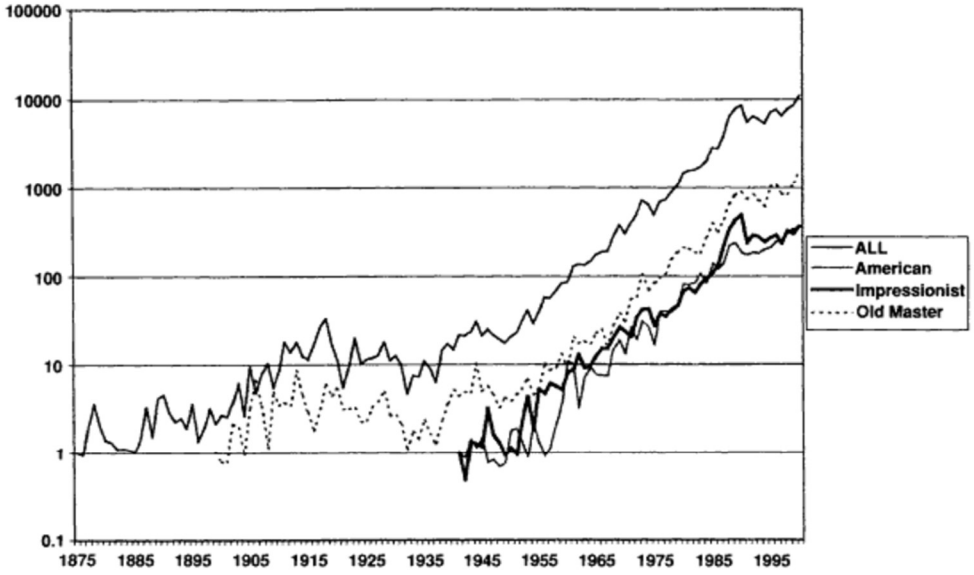


FIGURE 2. NOMINAL INDICES (BASE YEAR: ALL 1875 = 1, AMERICAN 1941 = 1, IMPRESSIONIST 1941 = 1, OLD MASTER 1900 = 1)

Notes: For the All Art Index, regression statistics for the three-stage generalized least-square RSR estimation of Case and Shiller (1987): $R^2 = 0.64$, $F(125, 4{,}771) = 104.32$ with a significance level equal to 0.000. Annual returns are computed as $\exp(\mu_t + \sigma^2/2) - 1$, σ^2 is estimated in the second stage of RSR.

Fonte: Mei Jianping, Moses Michael, *"Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces, In American Economic Review* 92, n.5, 2002, pp.1656

Il grafico mostra l'andamento dell'indice nel periodo preso in esame dagli autori, e cioè dal 1875 al 2000. Il valore di R2 è pari al 64% indi per cui l'indice calcolato riesce a spiegare solo una parte delle variazioni dei rendimenti del campione di opere.

TABLE 1—SUMMARY STATISTICS OF REAL RETURNS

		Art	S&P 500	Dow	Government Bond	Corporate Bond	T-Bill
1950–1999	Mean	0.082 [0.002]	0.089	0.091	0.019	0.022	0.013
	Standard deviation	0.213 [0.016]	0.161	0.162	0.095	0.092	0.023
1900–1999	Mean	0.052 [0.003]	0.067	0.074	0.014	0.020	0.011
	Standard deviation	0.355 [0.048]	0.198	0.222	0.086	0.084	0.049
1875–1999	Mean	0.049 [0.003]	0.066	0.074	0.020	0.029	0.018
	Standard deviation	0.428 [0.047]	0.087	0.208	0.080	0.080	0.048
Correlations Among Real Returns (1950–1999)							
Art index		1.00					
S&P 500 index		0.04	1.00				
Dow Industrial		0.03	0.99	1.00			
Government bonds		−0.15	0.33	0.28	1.00		
Corporate bonds		−0.10	0.38	0.33	0.95	1.00	
Treasury bills		−0.03	0.27	0.25	0.61	0.63	1.00
Comparison with Earlier Studies in Real Returns							
		Goetzmann	Art	S&P 500	Government Bond	Corporate Bond	T-Bill
1900–1986	Mean	0.133	0.052	0.057	0.008	0.015	0.009
	Standard deviation	0.519	0.372	0.207	0.082	0.081	0.052
		Pesando	Art	S&P 500	Government Bond	Corporate Bond	T-Bill
1977–1992	Mean	0.015	0.078	0.088	0.051	0.056	0.024
	Standard deviation	—	0.211	0.115	0.133	0.129	0.028

Note: The standard errors associated with estimation error for the statistics are in brackets.

Fonte: Mei Jianping, Moses Michael, *"Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces, In American Economic Review* 92, n.5, 2002, pp.1656

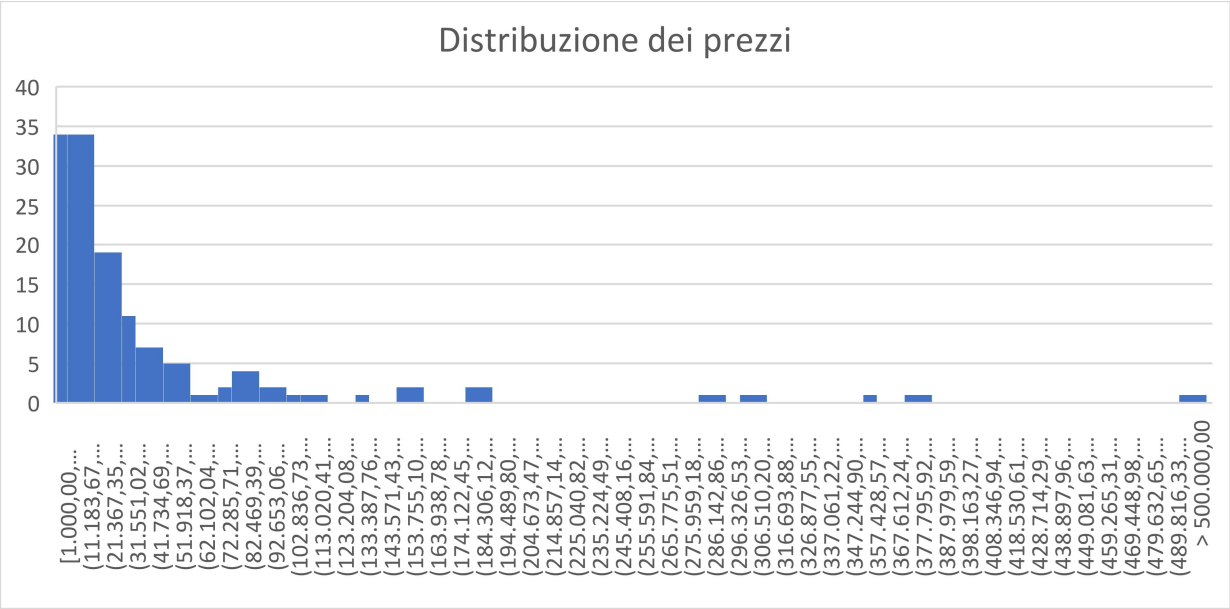
Per ogni classe di attività vengono riportate le statistiche descrittive come media e deviazione standard dei rendimenti reali. L'errore standard per il rendimento medio stimato dagli autori risulta pari allo 0,2% per l'arco temporale che va dal 1959 al 1999 e dello 0,3 % invece per l'arco temporale che copre gli anni dal 1975 al 1999. L'arte ha presentato un tasso di rendimento medio pari all'8,2% nel periodo dal 1950 al 1999 confrontabile con quello dell'indice azionario che ha presentato mediamente rendimenti più alti; i bonds e i buoni del tesoro invece hanno mostrato rendimenti più bassi rispetto al mercato dell'arte, rispettivamente 2,2 % e 1,9%. Un altro fattore da prendere in considerazione è la volatilità che nel periodo 1950-1999 risulta essere pari al 21,3%, mentre nel periodo 1875.1999 risulta più alta e pari al 42,8% mettendo in evidenza come l'art index sia più rischioso rispetto ad altri indici come quelli azionari. Gli autori fanno un paragone anche con i risultati di altri studi precedenti come quello di Goetzman e di Pesando. Nel periodo che va dal 1875 al 1999 la media dei rendimenti nel mercato dell'arte è più bassa di quanto invece non è dimostrato dallo studio di Mei e Moses. Notiamo come la correlazione tra i rendimenti reali relativi alla classe delle opere d'arte in relazione ad altri indici sia in più casi negativa: i rendimenti hanno, per esempio, correlazioni negative sia con quelli dei Corporate bonds che con quelli dei Treasury Bills. Questa ultima fattispecie sta sulla concezione dell'arte come adatta nelle politiche di diversificazione di portafoglio.

3.4 Determinanti dei prezzi delle opere

3.4.1 Analisi del prezzo: caratteristiche fisiche dell'oggetto

Il database è stato costruito a partire dalle informazioni relative al mercato dell'arte contemporanea nell'arco di tempo che va dal 14 aprile 2015 al 27 novembre 2019.

Il database considera 1502 osservazioni che rappresentano ogni distinta transazione avvenuta, con un totale di più di 600 artisti e con un prezzo medio di aggiudicazione di 150.876,80 e deviazione standard pari a 418.106,59. L'opera più costosa è stata quella di Jean-Michel Basquiat battuta per l'equivalente di 5.705.869,21 euro dalla casa d'asta Sotheby's Londra il 6 ottobre 2017.

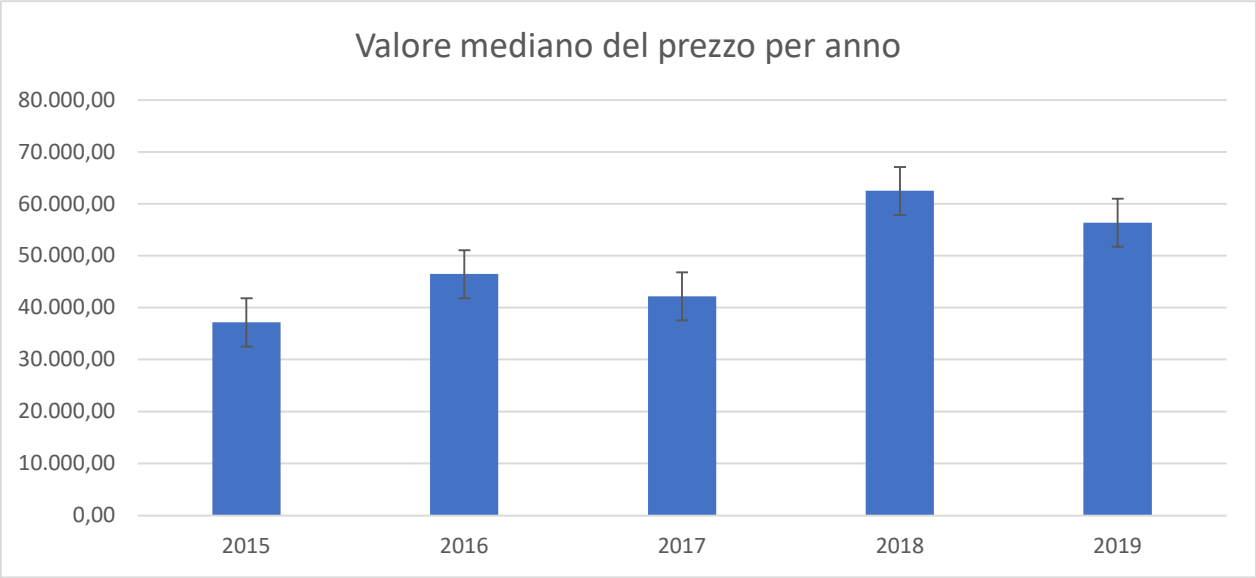


Istogramma: distribuzione dei prezzi delle opere (produzione propria)

Valutando graficamente la distribuzione dei prezzi se ne osserva il carattere marcatamente asimmetrico, ragion per cui è più informativo descrivere la distribuzione tramite la mediana e la distanza interquartile.

La mediana risulta essere pari a 44.798,19 con uno scarto interquartile pari a 100.695,6. Le opere vendute per cifre al di sopra della media rappresentano una minoranza del totale, infatti calcolando il terzo quartile risulta essere 117.594,3 il che indica che il 75% delle opere vendute all'asta viene aggiudicata per un massimo di circa 117 mila euro, nettamente al di sotto della media calcolata in precedenza.

Analizzando nel dettaglio l'andamento dei prezzi si può osservarne un incremento per il biennio 2018-2019 rispetto al triennio precedente come testimoniato da un aumento della mediana.



Istogramma: variazioni della mediana dei prezzi delle opere nei cinque anni considerati nello studio

I dati sono stati reperiti singolarmente dalle case d'asta leader nel mercato dell'arte secondo www.artuu.it. Queste sono Christie's (537 osservazioni), Sotheby's (517 osservazioni), Phillips (214 osservazioni) e Dorotheum (234 osservazioni), nella sezione relativa ai risultati passati delle aste.[127] Nel caso della casa d'asta Christie's sono state prese in considerazione le aste tenute ad Amsterdam e nel comparto di Arte Contemporanea e del dopoguerra, i prezzi massimi e minimi stimati e quelli di aggiudicazione per ogni opera sono espressi in euro.

Nel caso di Sotheby's le aste prese in considerazione sono quelle tenute a Londra e il dipartimento considerato è quello di Arte Contemporanea, per queste ufficialmente i risultati e le relative stime sono espressi in sterline, si è operata la conversione in euro, così da avere una base di partenza coerente per la conversione si è utilizzato il tasso di cambio per ogni asta relativo al giorno in cui quest'ultima è stata tenuta; il livello del tasso di cambio è stato reperito tramite la banca dati di Banca d'Italia.[128]

Con la casa d'asta Phillips il dipartimento considerato è quello di arte contemporanea e del XX secolo tenute anche queste a Londra, anche in questo caso come in quello precedente le aggiudicazioni sono state convertite da sterline a euro prendendo in considerazione il tasso di cambio da sterline a euro del giorno relativo ad ogni asta reperito tramite la banca dati di Banca d'Italia.

[127] https://www.artuu.it/2018/04/24/74519/curiosita/
[128] https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-cambi/cambi/index.html

Con Dorotheum il dipartimento considerato è quello di Arte Contemporanea e prende in considerazione le aste tenute a Vienna, i prezzi in questo caso sono già riportate in euro coerentemente con gli altri dati.

Ogni transazione definisce una singola osservazione, per ognuna di queste sono state considerate variabili quali il prezzo di stima minimo e massimo ad opera della casa d'asta in questione e le dimensioni per ogni opera d'arte, quindi altezza e larghezza, e inoltre il prezzo di aggiudicazione, ovvero hammer price. Per ogni osservazione è stata utilizzata una variabile dicotomica per le case d'asta che hanno ospitato le esposizioni: la variabile ho assunto avere valore pari a 1 quando l'opera in questione è stata battuta all'asta da Christie's o Sotheby's, 0 altrimenti, quindi quando l'opera è stata aggiudicata nelle altre due sedi considerate. In questo modo cerchiamo di capire se anche la vendita da una piuttosto che da un'altra casa d'asta sia determinante per il prezzo. Si vuole appunto stimare quale sa l'impatto delle dimensioni delle opere sul prezzo di queste ultime e inoltre tramite la costruzione di un indice relativo a ogni anno, costruito in questo senso, vedere come si è evoluto negli anni considerati.

Nella costruzione del database sono state considerate le opere che sono state eseguite con determinate tecniche, molto semplicemente sono state tolte dal database tutte le opere quali sculture o istallazioni mentre invece sono state lasciate tutte quelle più grafiche quindi, pittura, disegni, principalmente quelle che hanno come base una tela o una pala.

3.4.2 Stime econometriche

L'econometria aiuta a descrivere fenomeni che si sono già verificati, tant'è che stiamo considerando battute di opere messe all'asta negli ultimi cinque anni. Cerchiamo di spiegare come la realizzazione di un fenomeno dipenda da altri fenomeni o caratteristiche, quindi vogliamo capire come una variabile che chiamiamo appunto dipendente, vari in relazione alle variazioni di altre variabili indipendenti, esplicative o anche dette regressori. Nel caso in questione ho tentato di trovare un nesso tra il prezzo di un'opera (espresso in termini logaritmici) le sue dimensioni (espresse anch'esse in termini logaritmici) e la casa d'asta che ha gestito la sua vendita; il fenomeno ovviamente spiega l'andamento in media ed inoltre tenendo conto delle distorsioni dovute sia all'orizzonte temporale che alla sedute d'asta che abbiamo considerato nel nostro campione.

E’ stato utilizzato, per stimare la regressione., il programma R tramite R studio, i risultati di questa analisi sono i seguenti:

Residual standard error: 1.36 on 1491 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.1229
F-statistic: 35.95 on 6 and 1491 DF, p-value: < 2.2e-16

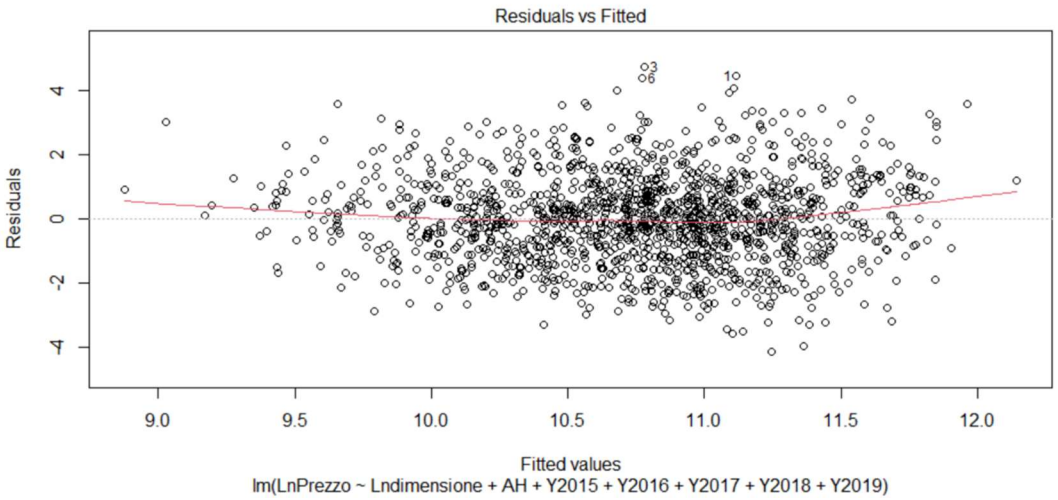


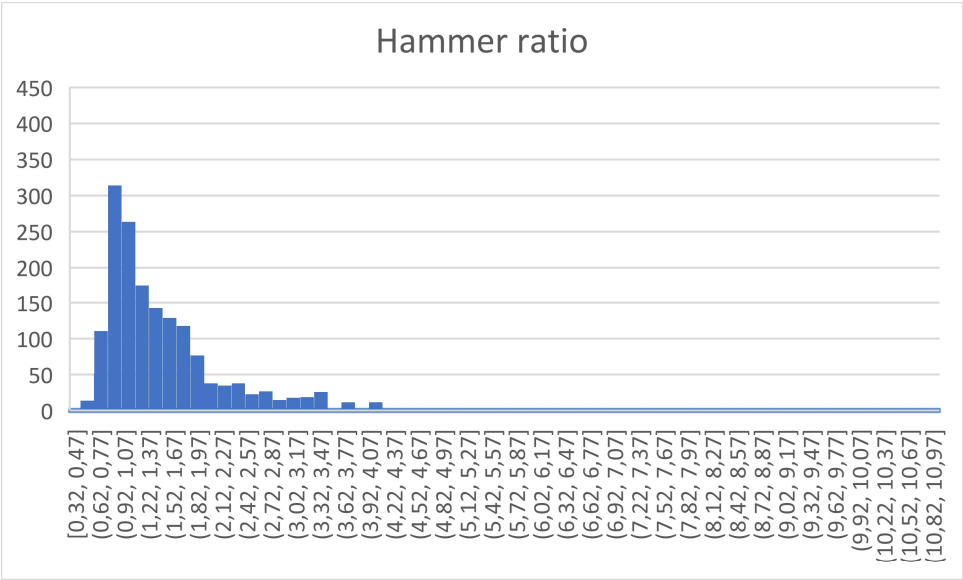
Grafico a dispersione: residui

Dal grafico e dal valore di R2 possiamo evincere che la correlazione tra le variabili in esame sia esigua, se non assente: nel caso in esame la variabile da spiegare, il livello dei prezzi, tenendo conto degli errori da campionamento, sembrerebbe non essere spiegata efficacemente dalle variabili utilizzate quali la dimensione delle opere e la vendita da una specifica casa d’asta.

3.4.3 Analisi del prezzo: stime prezzo massimo e prezzo minimo

Prendiamo in considerazione lo stesso database utilizzato nell'analisi precedente, quindi considerando stesse sedute d'asta e stesse case d'asta. La differenza riguarda la dimensione del suddetto database: in questo secondo caso è più ampio, in quanto nel caso precedente per prendere in considerazione la variabile quale la dimensione si è fatto riferimento solo ad opere bidimensionali; in questo secondo caso, invece, prendiamo in considerazione anche tutte le altre opere, comprese sculture ed altre tridimensionali, con un totale di 1796 osservazioni. Per ogni osservazione l'attenzione è stata posta sul range di prezzo, stimato dalle case d'asta, dove si assume a priori cadrà tendenzialmente il prezzo di aggiudicazione; qualora le cifre fossero espresse in sterline come è capitato nelle aste di Phillips e Sotheby's è stata operata la conversione in euro prendendo in considerazione il tasso di cambio disponibile della banca dati di Banca d'Italia.

Nel capitolo precedente quando si è parlato di stime si è fatto riferimento ad un indice che indica la deviazione dei prezzi dalla media dei prezzi stimati di prevendita; associato al nostro caso la distribuzione del HR è risultata graficamente in questo modo:



Istogramma: distribuzione hammer ratio

La distribuzione risulta chiaramente asimmetrica a destra, ciò sta a significare che nella maggioranza dei casi il prezzo risulta superiore alla media geometrica delle stime.

Attraverso l'analisi si vuole andare a verificare la correlazione tra le stime di prezzo massimo e di prezzo minimo pubblicate dalle case d'asta e il prezzo di aggiudicazione (anche in questo caso i valori sono stati espressi in termini logaritmici); si è costruita una regressione operata con il software R tramite R studio.

I risultati dell'analisi sono:

Residual standard error: 0.4429 on 1793 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.9047
F-statistic: 8518 on 2 and 1793 DF, p-value: < 2.2e-16

Dall'analisi risulta un coefficiente R2 molto alto, ciò sta a significare proprio che, così come gli studiosi tra cui Claire McAndrew e Thompson, le stime delle opere d'arte riguardo prezzo massimo e prezzo minimo sono in media corrette e sono utili nella determinazione dei prezzi. Entrambe le variabili mostrano un livello di significatività del 99,9% ed analizzati i loro effetti singolarmente il loro Adjusted R-squared risulta simile. Entrambe, quindi, contribuiscono alla determinazione dei prezzi.

3.4.4 Analisi del fatturato per gli artisti

Partendo dalla bassa correlazione riscontrata nella precedente analisi ho spostato la mia attenzione dalle opere d'arte e la loro quotazione agli artisti e il loro fatturato d'asta (auction turnover), cercando di trovare una correlazione tra i fatturati e una serie di variabili tra cui anche il numero di lotti venduti.

Per la costruzione del database mi sono riferita a 500 artisti presenti nella lista dei primi mille per fatturato d'asta, come dato aggregato, in riferimento al periodo di tempo che va dal 2000 al 2019, presenti nel report del 2020 di Artprice sul mercato dell'Arte Contemporanea. Insieme ai loro nomi sono presenti altri due dati utilizzati nell'analisi, ovvero i lotti venduti, sempre come dato aggregato, nel periodo preso in considerazione e il fatturato d'asta per ognuno degli artisti, espresso in dollari.

Il fatturato medio è risultato pari a 35.242.694,15 mentre quello più alto nel periodo è quello registrato da Jean-Michel Basquiat per un totale di $2.175.601.772,00.

Tenendo conto dello studio, precedentemente citato, fatto da Frey e Pommerehne e riportato nel loro testo *Muse e Mercati*, le variabili da prendere in considerazione come influenze delle quotazioni di un artista sono relative, per esempio, al numero di esposizioni tenute in solitaria piuttosto che in gruppo e anche quanti anni sono passati dalla prima esposizione.

Le variabili che sono state considerate in questa seconda analisi sono 4:

- Il numero di lotti venduti relativi al periodo 200-2019
- Il numero di mostre alle quali l'artista ha partecipato da solo in tutta la carriera
- Il numero di mostre di gruppo alle quali l'artista ha partecipato durante tutta la sua carriera
- Gli anni trascorsi dalla prima mostra al momento del report dal quale sono state recuperate le informazioni e cioè il 2020
- Una variabile dicotomica che indica 1 qualora l'artista fosse ancora in vita e 0 altrimenti

Il numero di lotti venduti, come anticipato, era disponibile di fianco ai nomi degli artisti e al loro fatturato d'asta, le altre informazioni sono state reperite dal sito Artfacts (https://artfacts.net/) sulle schede dei singoli artisti. Al di là della variabile dicotomica le cifre sono state tutte riportate in termini logaritmici.

La regressione è stata svolta tramite R studio sul software R. I risultati dell'analisi svolta risultano i seguenti:

Residual standard error: 0.9867 on 494 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.3064
F-statistic: 45.08 on 5 and 494 DF, p-value: < 2.2e-16

Da questa analisi risulta una correlazione leggermente più alta rispetto al caso precedente, quindi in qualche modo le variabili considerate contribuiscono alla determinazione del livello del fatturato d'asta degli artisti. Dall'output si evince anche che le variabili significative risultano essere il numero dei lotti venduti, il numero di mostre personali tenute dagli artisti, il numero di mostre tenute in gruppo e il numero di anni trascorsi dalla prima esibizione.

Numero di lotti	12,390	P < 0,001
Numero mostre tenute da solo	-2,358*	P < 0,05
Numero di mostre partecipate in gruppo	4,292***	P < 0,001
Anni dalla prima mostra	-2,430*	P< 0,05
Artista ancora in vita	-1,526	NS

Tabella: risultati dell'analisi di correlazione

Per comprendere ancora meglio quali di queste variabili è maggiormente correlata con il livello del fatturato d'asta per artista ho effettuato uno studio sulle singole variabili che hanno dato i seguenti risultati:

- Numero di lotti venduti

Residual standard error: 1.008 on 498 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.2764
F-statistic: 191.6 on 1 and 498 DF, p-value: < 2.2e-16

- Numero di mostre personali

Residual standard error: 1.149 on 498 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.05974
F-statistic: 32.71 on 1 and 498 DF, p-value: 1.85e-08

- Numero di mostre di gruppo

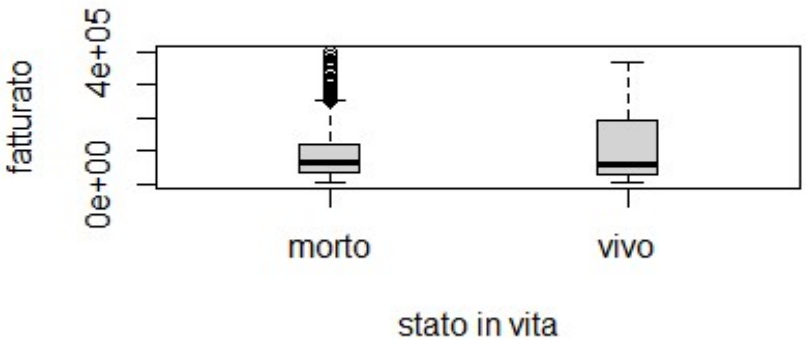
Residual standard error: 1.132 on 498 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.08723
F-statistic: 48.69 on 1 and 498 DF, p-value: 9.613e-12

- Anni dalla prima mostra

Residual standard error: 1.164 on 498 degrees of freedom
Adjusted R-squared: 0.03411
F-statistic: 18.62 on 1 and 498 DF, p-value: 1.924e-05

Guardano i valori di R2 in tutti e quattro i casi vediamo come quella che presenta una correlazione maggiore con il livello di fatturato per artista è la variabile che indica il numero di lotti venduti da quest'ultimo;quest'ultima variabile, quindi, è quella che contribuisce maggiormente alla determinazione del livello dei fatturati.

Dato che la variabile dicotomica non ha mostrato significatività per il modello, possiamo tentare di valutare la loro relazione sulla base di un altro test, costruendo cioè un box-plot che tenga conto però del dato medio di fatturato, calcolato come il rapporto tra il dato aggregato del fatturato e il numero di lotti; successivamente viene considerata la differenza sulla base dello stato in vita dell'autore tramite due distinti grafici, utilizzando R tramite il software R.



Box-plot: presentazione dei dati di fatturato medio rispetto allo stato di vita dell'autore

Il box-plot è rappresentato tramite una scatola che rappresenta la differenza tra il primo e il terzo quartile di ogni distribuzione, indi per cui l'ampiezza della metà della ditribuzione, il 50% dei dati, infatti, è quella contenuta all'interno della scatola. La linea di mezzo è invece la mediana di ogni distribuzione. I baffi che si diramano sia dal basso che dall'alto della scatola rappresentano i valori che sono esterni al primo e al terzo quartile ma che però non sono classificati come valori anomali o outliers, al di sopra o al di sotto dei baffi vi sono invece, appunto, i valori anomali. Nel nostro caso, il grafico di sinistra mostra alcune osservazioni che si pongono al di sopra del baffo superiore. E' stato performato un test t per dati non appaiati tramite Excel che ha mostrato, infine, scarsa significatività dei dati, indi per cui possiamo concludere, nuovamente che il fatto che un artista sia in vita oppure no non ha grossa rilevanza per il livello medio dei fatturati per artista.

3.4.5 Considerazioni

Nel capitolo appena esposto si è visto come, tramite la costruzione di indici per il mercato dell'arte, si tenti di monitorare quest'ultimo e le sue tendenze, così come capita quando parliamo degli indici di mercato di altre classi di attività come azioni e obbligazioni.

Molti studiosi hanno utilizzato suddetti metodi per cercare di dare una "spiegazione" alla formazione dei prezzi tramite l'inserimento di una o più variabili nel novero. Gli studi hanno, inoltre, tentato di fare raffronti tra il mercato dell'arte e quello di altre attività, riscontrando mediamente tassi di rendimento più bassi (come Anderson, 1974 e Stein, 1977). L'aspetto rilevante, quindi, è che pur analizzando l'arte come forma di investimento alternativa per la copertura dei rischi in ottica di diversificazione di portafoglio, le opere d'arte incorporano due distinte caratteristiche. Nelle discussioni che sono state descritte nel corso di questo capitolo e della tesi in generale, e che si sono susseguite in letteratura, si è sempre fatto riferimento all'arte in due direzioni, che ne determinano anche la valutazione da un punto di vista finanziario. Facciamo riferimento ad un rendimento non monetario o dividendo estetico[129] che deriva dalla fruizione, da parte di chi investe, dell'estetica dell'opera che sta acquistando: si tratta proprio di una soddisfazione estetica del consumo; un maggiore rendimento dovuto all'arte in quanto simbolo di una certa condizione economica che porta l'acquisizione di prestigio ad essere parte integrante di un rendimento, anche se non a livello propriamente finanziario. Il secondo aspetto da considerare con l'investimento sul mercato delle opere d'arte è quello legato al rendimento finanziario: consideriamo il caso delle rivalutazioni delle opere nel corso della loro detenzione che sfocia in un guadagno derivante dalla discrepanza tra il prezzo di acquisto e quello di successiva vendita. La conclusione alla quale possiamo arrivare è che nel tempo i rendimenti monetari, da più analisi, sono risultati bassi rispetto a quanto accade in altri casi, tuttavia la presenza dell'arte in portafogli di attività in diversi ambiti (dalle collezioni private a quelle aziendali) dimostra che il dividendo estetico è parte integrante del rendimento reale, e compensa in parte i rendimenti più bassi e tendenzialmente più volatili rispetto a quanto accade in altri mercati.

Un investitore, quindi, che sia avverso al rischio, interessato al ritorno economico e non amante della materia né esperto di questa, volgerà l'interesse dei suoi investimenti altrove.

[129] Candela G, Scorcu A, *"Economia delle arti"*, op.cit.

CONCLUSIONE

L'intento della tesi era quello di cercare le variabili, le caratteristiche che potessero in qualche modo determinare i livelli dei prezzi delle opere d'arte; considerando sia caratteristiche relative all'opera, quindi maggiormente fisiche (come appunto altezza e larghezza), oppure facendo riferimento alle stime prevendita delle case d'asta, sia caratteristiche maggiormente legate all'artista e alla sua carriera, possiamo arrivare alle nostre conclusioni. Facendo un'analisi totale, avendo già snocciolato i vari studi presi singolarmente, possiamo dire che, tra tutte, la variabile che maggiormente aiuta a capire il livello dei prezzi è il numero di lotti che sono stati venduti, insieme alla stima del range nel quale si pensa cada il prezzo di aggiudicazione (che in media risulta giusto), anche se dall'analisi risultano variabili significative (seppur con diversi gradi di significatività) anche il numero di mostre tenute e gli anni trascorsi dalla prima mostra alla quale l'artista ha partecipato. E' ovvio che con una maggiore mole di dati a disposizione di più facile reperimento, soprattutto per il primo studio effettuato, si potrebbe arrivare a risultati maggiormente significativi; la correlazione tra le caratteristiche fisiche dei dipinti e i loro prezzi di fatto non è particolarmente alta. Qualora la variabile esplicativa rappresentata dalla dimensione delle opere si fosse presentata significativa, e quindi contribuisse alla determinazione del prezzo delle opere d'arte, sarebbe stato possibile la costruzione di un indice di prezzo per l'arco temporale considerato. La possibilità quindi di uno studio più approfondito permetterebbe anche la determinazione di un indice di prezzo che riesca in qualche modo a prevedere gli andamenti studiando le serie storiche, così come accade nel caso di altri mercati come quelli azionari o/e obbligazionari.

SITOGRAFIA

http://news.mytemplart.com

http://www.artfundassociation.com
http://www.blackshoals.net/the-project-1
https://artfacts.net/

https://axaxl.com/it/fast-fast-forward/articles/collezioni-d-arte-corporate-fruizione-piu-ampia-dell-arte-e-nuove-opportunita-per-gli-artisti

https://it.artprice.com/

https://st.ilsole24ore.com

https://www.artnet.com/

https://www.artnews.com/art-collectors/top-200-profiles/?filter_top200year=2020&filter_collectingarea=contemporary-art&page=2

https://www.artribune.com

https://www.borsaitaliana.it

https://www.collezionedatiffany.com

https://www.db.com

https://www.economiaediritto.it

https://www.forbes.com
https://www.globartmag.com

https://www.illy.com

https://www.we-wealth.com

www.ilpost.it

www.treccani.it

BIBLIOGRAFIA

Adler, Mosche. “Stardom and Talent”. The American Economic Review, vol.75, no.1, 2985, pp. 208-2012 da http://www.jstor.org/stable/1812714

Alessia Zorloni, L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento, in "Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138, doi: 10.1435/73812

ANGELA VETTESE, *L’arte contemporanea (Farsi un’idea Vol.201),* Il Mulino, 2017

Baumol, William J. “Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game.” *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, 1986, pp. 10–14. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/1818726. Accessed 3 Feb. 2021.

Bodie, Kane, Marcus, “Investments”, McGraw Hill Education, 2014

CANDELA, G., and A. E. SCORCU. “A Price Index for Art Market Auctions: An Application to the Italian Market of Modern and Contemporary Oil Paintings.” *Journal of Cultural Economics*, vol. 21, no. 3, 1997, pp. 175–196. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/41810634. Accessed 29 Jan. 2021

Candela, Guido, e Antonello E. Scorcu. *Economia delle arti*. Zanichelli, 2004.

CHANEL, O., et al. “Prices and Returns on Paintings: An Exercise on How to Price the Priceless.” *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, vol. 19, no. 1, 1994, pp. 7–21. *JSTOR*, www.jstor.org/stable/41953758.

FRANCESCO POLI. *IL SISTEMA DELL’ARTE CONTEMPORANEA;PRODUZIONE ARTISTICA, MERCATO, MUSEI*. EDITORI LATERZA, 2015.

Frey B., Pommerehne W., Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte. Bologna, Il Mulino, 1991.

Frey, Bruno S. *Arts & Economics: Analysis & Cultural Policy*. 2. ed, Springer, 2003.

Giampiero M. Gallo e Barbara Pacini, *Metodi quantitativi per i mercati finanziari,* Carocci, 2003

Ginsburgh, Mei e Moses, *“ On the Computation of Prices Indices”,* Gennaio 2005

Gompertz, Will. *What Are You Looking at?: The Surprising, Shocking, and Sometimes Strange Story of 150 Years of Modern Art*. 2013. *Open WorldCat*, http://www.myilibrary.com?id=710221.

Heilbrun, James, e Charles M. Gray. *The economics of art and culture*. 2nd ed, Cambridge University Press, 2001.

James Heilbrun e Charles M. Gray, *The Economics of Art and Culture,* Cambridge University Press, 2004

John C. Hull, “opzioni, futures e altri derivati”, Pearson, 2018

K. Marx, A Contribution of Political Economy (1859), International Publishers, New York 1970, p. 196.

Lemme F., I fondi di investimento in opere d'arte: presupposti economici, tipologia, prospettiva. In Riscossa G. (a cura di), Il mercato dell'arte. Aspetti pubblici e privati. Torino, Umberto Allemandi Editore, 1991. p. 67.

Lewis B., *The Great Contemporary Art Bubble,* BBC, 2009, Londra

Massimo D'Antoni, *Teoria dei meccanismi d'asta,* luglio 1996

Max Haiven, *Art after Money, Money after Art,* Pluto Press, 2018

McAndrew, Clare, curatore. *Fine art and high finance: expert advice on the economics of ownership*. 1st ed, Bloomberg Press, 2010.

Mei, Jianping, and Michael Moses. "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces." *The American Economic Review* 92, no. 5 (2002): 1656-668. Accessed January 21, 2021. http://www.jstor.org/stable/3083271.

Michael F.Bryan, "*Beauty and the Bulls: The Investment Characteristics of Paintings", Economic Review,* Federal Reserve Bank of Cleveland, 1985

Milgrom, Paul R., and Robert J. Weber. "A Theory of Auctions and Competitive Bidding." *Econometrica* 50, no. 5 (1982): 1089-122. Accessed January 21, 2021. doi:10.2307/1911865.

Rachel Pownall, *"Art market indexes"* in Deloitte-ArtTactic "Art &Finance Report 2013" Rivista quadrimestrale" 1/2013, pp. 113-138

Shervin Rosen, *The Economics of Superstars,* The American Economic Review, Vol 71, No.5 (1981), pp.845-858, da from http://www.jstor.org/stable/1803469

Stein, John Picard, (1977), The Monetary Appreciation of Paintings , *Journal of Political Economy* , **85** , numero 5, p. 1021-35.
The economics of contemporary art: markets, strategies and stardom. Springer, 2013.

Thompson, Donald N. *The $12 million stuffed shark: the curious economics of contemporary art*. 1st Palgrave Macmillan ed, Palgrave Macmillan, 2008.

Velthuis Olav, *Imaginary economics. Quando l'arte sfida il capitalismo,* Johan&Levi Editore, 2009

Velthuis, Olav. *Talking Prices: Symbolic Meanings of Prices on the Market for Contemporary Art*. 4. print., 1. paperback print, Princeton Univ. Press, 2007.

VENTURINI, LUCIANO. "TEORIE DELLA DIVERSIFICAZIONE E STRATEGIE DI IMPRESA: UNA RIVALUTAZIONE DEL RUOLO DELLA AVVERSIONE AL RISCHIO." *Rivista Internazionale Di Scienze Sociali* 97, no. 2 (1989): 308-35. Accessed January 20, 2021. http://www.jstor.org/stable/41623061.

Vincenzo Capizzi, *Il Capital Asset Pricing Model e Le Operazioni di Corporate e Investment Banking.* Abstract

Worthington, AC e Higgs, H. (2004), Art as an investment: risk, return and portfolio diversification in major painting markets. Contabilità e finanza, 44: 257-271. https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2004.00108.x

RIASSUNTO

"«Arte» è la traduzione latina del greco téchne ed entrambi i termini si riferiscono al mondo del fare, ad abilità manuali che sono parenti della tecnica e della capacità dell'uomo di accostare e migliorare la natura con l'artificio; ma in questa accezione qualsiasi fare bene sarebbe anche un fare arte". Ciò che differenzia l'artista contemporaneo dagli artisti dell'antichità è la diffusione delle proprie idee senza necessariamente fare riferimento ad abilità tecniche come, invece, accadeva in passato; alcune manifestazioni culturali come la Biennale di Venezia mettono in luce proprio il fatto che l'arte si innalza dal livello di sola ammirazione per entrare in contatto diretto con lo spettatore che a sua volta interagisce con quello che sta guardando. La possibilità da parte di chi acquista delle opere d'arte e anche degli stessi creatori di queste ultime di arricchirsi è stata fortemente criticata dagli artisti che tramite le loro opere hanno tentato di guidare una lotta alla cosiddetta economicizzazione dell'arte o culturalizzazione dell'economia divenendo tuttavia parte integrante del sistema che tentavano di sovvertire, acquistando anch'essi valore economico legato proprio alla loro reputazione e nomea (come ad esempio Barbara Kruger). Lo sviluppo del mercato moderno è passato attraverso il mecenatismo rinascimentale, i mercanti d'arte, gli artisti dell'Accademia, fino ad arrivare ai giorni nostri. La differenza è che mentre prima i critici e gli esperti influenzavano le quotazioni sul mercato sul quale si movimentavano solo i valori d'acquisto, ad oggi gli artisti acquistano valore sul mercato che attrae successivamente la critica e gli esperti. Il mercato moderno, inoltre, ha subito un processo di ampliamento e di globalizzazione tant'è che Honk Hong, secondo il report di Artprice, è il terzo mercato più grande al mondo dopo New York e Londra.

Il sistema di arte contemporanea definisce una rete intricata di rapporti interdipendenti, come una filiera produttiva; a partire dagli artisti, ideatori delle opere, i quali però sono caratterizzati da un senso di alienazione nel momento in cui le loro idee arrivano sul mercato in quanto non è più possibile per loro controllarne l'evoluzione; la promozione degli artisti, a seconda della loro popolarità viene operata dalle gallerie che tenendo conto anche dei soggetti rappresentati vengono divise da Donald Thompson in gallerie di Brand (artisti più famosi), Gallerie Tradizionali (artisti emergenti) e Gallerie Commerciali (artisti sconosciuti). Mentre le gallerie operano principalmente sul mercato primario, al di là di qualche attività volta alla speculazione, operano sul mercato secondario le case d'asta. I soggetti che intendono mettere in vendita delle opere in possesso si presentano al cospetto delle case d'asta quando valutano positivi i trend del mercato e quindi tramite la vendita è possibile guadagnare. Il profitto delle case d'asta proviene dalle commissioni applicate al venditore (non conosciute) e al compratore (solitamente conosciute) e commisurate al prezzo pagato. Un altro luogo dove è possibile da parte del pubblico acquistare delle opere è rappresentato dalle fiere dove l'arte diventa una vera e propria merce. Le fiere, nonostante ciò, sono una grossa opportunità per le istituzioni in quanto in

pochi giorni arrivano moltissimi potenziali investitori che dal canto loro traggono beneficio da queste manifestazioni in quanto possono contemporaneamente confrontare diverse opere sia esteticamente che a livello di prezzo. Le biennali sono manifestazioni molto esclusive alle quali gli artisti vengono invitati per la partecipazione ed è per questo che spesso costituiscono vere e proprie consacrazioni della carriera (vengono alle volte istituiti anche dei premi come il Leone d'Oro a Venezia). Dal lato della domanda ritroviamo i musei i cui direttori sono o gatekeepers o marginali: nel primo caso lanciano le tendenze e decidono quale artista può entrare o meno nella cerchia, quelli più marginali invece seguono le tendenze dei primi per evitare di rimanere fuori da un determinato contesto. Questa uniformità fa sì che le offerte dei musei siano tendenzialmente simili. I collezionisti sono coloro che entrano in possesso delle opere d'arte sia per legami affettivi nei confronti dei manufatti sia per un mero ritorno economico. I collezionisti possono distinguersi a seconda dell'influenza sul mercato in grandi medi e piccoli e influenzano anche le quotazioni degli artisti come il caso di Charles Saatchi. Con Rockefeller cominciano a collezionare anche le imprese e le fondazioni, come quelle bancarie, altro lato della domanda sul sistema; nel tempo molte di queste hanno cominciato non solo ad accumulare opere per beneficiarne, ad esempio rendendo più gradevoli gli interni degli edifici, ma hanno cominciato ad aprire gli spazi per mostre oppure a prestare le loro opere ai musei o alle gallerie. Sul mercato dell'arte si fa una distinzione tra mercato primario e secondario e tra mercato pubblico (rappresentato dalle aste e dagli incanti) e il mercato privato delle contrattazioni. Nel caso del mercato pubblico i prezzi sono conosciuti e possono essere paragonati ai prezzi di mercato, i prezzi delle contrattazioni private non sono necessariamente pubblici e per questo non possono essere utilizzati come termini di paragone. Le aste sono state suddivise in aperte e chiuse; tra le prime due tipologie molto diffuse sono quella all'inglese (al rialzo dove i soggetti riescono ad avere informazioni sui loro concorrenti) e aste olandesi (al ribasso, poche informazioni da parte dei concorrenti e la loro disponibilità a pagare). Le aste chiuse, o a busta chiusa, vengono suddivise sulla base dei metodi di determinazione del prezzo: al primo prezzo e al secondo prezzo. Una ulteriore suddivisione è sull'oggetto messo all'asta: asta a valore privato, asta a valore comune e asta a valore affiliato. Il mercato dell'arte date le sue specifiche è caratterizzato da inefficienze come le asimmetrie informative che si dividono tra moral hazard e adverse selection; a proposito di quest'ultima viene portato come esempio quello del mercato dei limoni dello studioso George A. Akerlof. Le asimmetrie informative riguardano sia il rapporto tra artisti e galleristi che tra questi ultimi e i collezionisti. In questo ultimo caso dobbiamo considerare oltre le inclinazioni di artista e gusto dei galleristi anche la probabilità di successo, che può essere determinata sia dalla bravura che dalla capacità di raggiungere il favore del pubblico. A tal proposito ho evidenziato il contributo di Rosen e Adler.

La determinazione del prezzo di un bene artistico è differente dal caso dei beni industriali in quanto

in quest'ultimo caso i materiali e il processo produttivo rientrano nel valore creato. Tra le determinanti dei prezzi vengono annoverate la nazionalità, lo stato in vita dei soggetti e la notorietà dell'artista, la casa d'asta nella quale avviene l'aggiudicazione di un'opera, nonché il contesto economico e sociale, e aspetti macroeconomici come il tasso di inflazione. A differenza di quanto capita in altre attività del mercato finanziario non è possibile creare classi omogenee nel caso dell'arte. I collezionisti, come ho detto, si differenziano a seconda della motivazione che li spinge ad investire nel campo artistico e si dividono in speculatori e coloro che invece fruiscono del cosiddetto aesthetic dividend oltre che di un ritorno economico. Le opere d'arte rientrano in quei beni che rappresentano uno status symbol che sono riservati ai cosiddetti High Net Worth Individual; a proposito di questi sono stati annoverati 10 dei 100 collezionisti del 2020 più prestigiosi pubblicati ogni anno dalla rivista ARTnews. I soggetti che decidono di investire in arte hanno mostrato nel tempo ai gestori dei loro patrimoni di aver bisogno di servizi ad hoc per queste tipologie di investimenti; i servizi di wealth management si muovono in quattro direzioni: accumulo di capitale, assicurazione e copertura dei rischi, conversione del valore in reddito e servizi di art advisory, pianificazione per la successione. In quanto beni equiparabili a quelli di lusso sono caratterizzati da esternalità positive sul mercato e, come dimostrato da Michel Bryan, che ha riscontrato per le opere d'arte un valore dell'elasticità della domanda al crescere del reddito pari a 1,35, sono caratterizzati anche da un valore di tale elasticità alta. La domanda da parte dei collezionisti viene divisa da Alessia Zorloni in quattro moventi: culturale, funzionale, ragione sociale, conservazione del valore dalle oscillazioni dei mercati finanziari. Tra i collezionisti chi crea oramai da anni collezioni di vario genere sono le imprese, a partire dagli anni '80 duranti i quali c'è stato il picco del collezionismo aziendale negli Stai Uniti, e le grandi banche. E' un modo sia di diversificare che di creare una propria identità e mostrare le proprie competenze in materia di scelte di investimento. Il caso di illy caffè dimostra come talvolta l'arte entra nel processo produttivo e crei un connubio tra artista e impresa: pensiamo alla collezione di tazzine create da taluni artisti contemporanei di fama internazionale. Le tipologie di investimento viste fino a questo momento sono di tipo diretto, ma nell'ambito della gestione dei patrimoni vi rientrano gli art funds che inseriscono nei loro portafogli diverse tipologie di attività tra cui le opere d'arte e costituiscono un modo per chi non è molto esperto in materia per investire sul campo avvalendosi delle competenze degli esperti. Il primo art fund è stato La Peau de L'Ours, fondato nel 1904; tuttavia il primo a riconoscersi ufficialmente come art fund fu il British Rail Pension Fund. I fondi così costituiti possono adottare diverse strategie in singolo o creando delle sinergie, queste strategie sono: buy and hold, geographic arbitrage, artwork driven, strategia regional art, strategia di periodo, artisti emergenti, intrinsic value, leveraging, distressed art, co-ownership, showcasing, bulk buying, medium. Il progetto del planetario creato da Lise Autogena e Joshua Portway è una rappresentazione di come si

possa creare un connubio tra il mondo dell'arte e quello finanziario. La differenza tra i due mercati è che nel caso di quelli finanziari il regime è piuttosto concorrenziale data la presenza di molti soggetti, in più la quotazione è determinata dall'incontro tra domanda e offerta. Nel caso del mercato dell'arte non solo le transazioni sono abbastanza rare ma in più l'offerta non incontra perfettamente le esigenze del mercato. I pezzi artistici non determinano cash flows o dividendi, infatti, il loro rendimento è molto incerto, può essere determinato tenendo conto del prezzo che si realizzerà alla fine del periodo di detenzione. Un'altra differenza riguarda la regolamentazione: nel caso dei mercati finanziari abbiamo una differenza tra quelli regolamentati ed altri sistemi di negoziazione come gli OTC; quello dell'arte non ha questa distinzione ma è sicuramente più simile ad un mercato non regolamentato dove vige la prassi. Deriviamo l'altro aspetto di un investimento, ovvero il rischio connesso, assimilabile alla realtà fisica dell'oggetto, o al tasso di rendimento dell'investimento. Il rendimento di un investimento può essere espresso così:

$$r = \frac{C + P_{t+1} - P_t + S}{P_t}$$

Il rendimento, quindi, dipende anche dal prezzo che verrà realizzato in t+1 nonché da un fattore S che è il beneficio non monetario e pari a zero nel caso di attività finanziarie, nel caso delle opere d'arte il dividendo pari a C è invece 0. Un altro fattore da considerare è la varianza che rappresenta il rischio complessivo per una attività, mentre il beta ne rappresenta il rischio sistemico. Il beta misura la covarianza tra il rendimento del titolo e quello di mercato; a questo proposito quindi si può considerare il beta di un portafoglio come media ponderata dove i coefficienti di ponderazione sono rappresentati dalla quota di ogni titolo sulla capitalizzazione complessiva. Nel caso delle opere d'arte può essere calcolato il beta per un autore che è il rapporto tra la covarianza di rendimento di un autore e del mercato di riferimento e la varianza del rendimento di quest'ultimo. Basandosi su dati storici il beta può aiutare a capire come il mercato dell'arte ha interagito con gli altri mercati negli anni passati quando si fa riferimento ad un portafoglio di attività diverse così da permettere una riduzione del rischio nel lungo periodo. Come sappiamo il beta rappresenta il rischio non diversificabile diverso da quello specifico per ogni attività che invece può essere addirittura eliminato tramite una buona diversificazione; questo concetto di eliminazione del rischio specifico può essere spiegato tramite la formula dalla varianza di portafoglio: tale varianza diminuisce quanto meno è alta la correlazione tra i rendimenti dei titoli. Un esempio è stata la correlazione mostrata tra diversi comparti dell'arte e alcuni indici del mercato finanziario come S&P500 o quello dell'oro. Per la valutazione del rischio di un'opera d'arte è utile guardare anche le stime prevendita e il prezzo di aggiudicazione per valutare la probabilità di rialzo o di ribasso delle quotazioni. Nonostante possa sembrare che le stime delle opere possano essere falsate dagli operatori delle case d'asta in realtà Claire McAndrew e Thompson,

appoggiati anche da Mei e Moses e da Milgrom e Weber credono nelle valutazioni per la professionalità degli operatori ma anche perché non c'è nessun incentivo da parte delle case d'asta di rendere fittizie le stime. L'hammer ratio che è stato introdotto proprio dalla McAndrew e Thompson risulta essere il rapporto tra il prezzo di aggiudicazione di un'opera e la media geometrica delle stime prevendita, che risulta in distribuzione, nel loro esempio degli Impressionisti francesi, asimmetrica a destra, dove il rapporto è maggiore di uno. La coda sinistra indica il rischio di ribasso. E' stato introdotta un'altra misura sintetica di rischio che è il Var, che considera la massima perdita attesa dato un determinato livello di confidenza e un certo orizzonte temporale.

Dati i rischi connessi alle fattezze del mercato artistico spesso la copertura può avvenire tramite l'utilizzo di strumenti derivati come è successo nel caso della galleria MurmurART che ha offerto tre contratti di opzione con valore pari a 2000 sterline ciascuno che permettevano agli investitori di riscattare, dopo 10 anni, un'opera di Tom Saunder al prezzo di una sterlina.

Il beta di un investimento viene utilizzato nell'ambito di una teoria che è quella del CAPM che viene ampliata da Stein (1977) nel caso di beni durevoli e rischiosi.

Le differenze tra i mercati finanziari come quelli azionari o obbligazionari e quello artistico sono definite anche dalla presenza nel primo caso di indici che in qualche modo cercano di prevederne gli andamenti futuri. Nel caso dell'arte, anche per la scarsità delle transazioni, non sono presenti equivalenti; nel tempo diversi studiosi hanno studiato dei metodi di costruzione di tali indici che sono stati utilizzati con diverse finalità tra le quali riuscire a trovare le determinanti dei prezzi delle opere d'arte. Le metodologie sono: il metodo dei testimoni privilegiati, metodo utilizzato, tra le altre cose, da Gerard Retlinger per la costruzione del database al quale fanno riferimento molti studi; il secondo metodo è quello della doppia vendita utilizzato da Anderson il quale però trovò un campione molto esiguo dato l'orizzonte temporale di oltre 300 anni. La terza metodologia è quella del dipinto medio che è utilizzata per esempio da Nomisma per la costruzione di alcuni indici di World Art; il metodo del dipinto rappresentativo costituisce un ulteriore metodo che viene invece utilizzato da Guido Candela e Antonello Scorcu, che determinano una serie di indici assoluti e relativi sulla base di 22371 transazioni divise in 105 sedute e 24 sessioni per ogni seduta. Un ulteriore metodo è quello della regressione edonica o del dipinto grigio, utilizzato per la prima volta da Rosen nel 1974. Tra gli altri studiosi che hanno utilizzato questo metodo vi sono Frey e Pommerehne nel loro testo Muse e Mercati.

Sul mercato gli indici principali sono rappresentati da Artnet, Artprice, Artfacts (per i quali sono stati definiti il numero degli artisti, delle case d'asta, i risultati, il periodo di attività, la tipologia di attività e la quota annuale di abbonamento. Il più ampio di questi sembra Artfacts). Annoveriamo, inoltre, Art Market Research, MPS Art Market Value Index, Equivalent sales index, ArtTactic (del quale

abbiamo riportato diversi report in collaborazione con Deloitte).

Con la considerazione del mercato dell'arte come fonte di profitto rispetto agli ordinari mercati finanziari, ha portato diversi economisti a chiedersi quali ne fossero i rendimenti. Tra questi vi sono Anderson nel 1974 e Stein nel 1977 che hanno riscontrato rendimenti sul mercato dell'arte risultati più bassi rispetto ai rendimenti di altri mercati azionari e/od obbligazionari. Un altro soggetto che fa un'analisi di questo genere è Baumol (1986) che utilizza il metodo della doppia vendita per calcolare i rendimenti per i dipinti che risultano in media più bassi rispetto a quelli dei titoli governativi inglesi. Mei e Moses (2002), infine, stimano un indice annuale di prezzo utilizzando il metodo della regressione basata sulla doppia vendita; nel periodo in considerazione il rendimento sul mercato dell'arte è più alto rispetto al mercato dei bonds e dei Treasury Bills, a discapito però di una maggiore volatilità del mercato dell'arte.

Le argomentazioni della tesi si basano su tre studi differenti.

Il primo prende in considerazione il prezzo di aggiudicazione di 1502 opere d'arte messe all'asta dalle quattro maggiori case d'asta a livello internazionale: opere esprimibili sulla base di due dimensioni che sono altezza e larghezza; stimando una regressione si è visto come la correlazione tra il prezzo di aggiudicazione dell'opera e la dimensione (prodotto tra altezza e larghezza), espressi in termini logaritmici, siano poco correlati, per cui la dimensione non aiuta nella determinazione del prezzo. Il secondo studio parte dalle stesse informazioni di base, ampliando il database alle opere tridimensionali per un totale di 1796 osservazioni; insieme al loro prezzo di aggiudicazione sono stati riportati anche i prezzi di stima prevendita per analizzare la relazione tra questi ultimi e il prezzo realizzato. La correlazione è identificata da R2 che è risultato molto alto, il che indica che le stime prevendite sono corrette in media. Facendo riferimento all'hammer ratio, che si è calcolato per ogni osservazione, si è visto come la distribuzione di questo sia vagamente asimmetrica a destra, dimostrando cioè che la maggior parte delle osservazioni siano sottovalutate e che quindi le quotazioni siano mediamente superiori alle stime. L'ultimo studio parte dal fatturato come valore aggregato per 500 artisti contemporanei per i quali si sono valutate le mostre tenute in solitaria, in gruppo, il numero di lotti venduti tra il 2000 e il 2019, il numero di anni trascorsi dalla prima mostra tenuta, nonché lo stato in vita degli artisti. Questa ultima variabile non si è dimostrata in nessun caso significativa.

Facendo un'analisi totale, possiamo dire che, tra tutte, la variabile che maggiormente aiuta a capire il livello dei prezzi è il numero di lotti che sono stati venduti, insieme alla stima del range nel quale si pensa cada il prezzo di aggiudicazione (che in media risulta giusto), anche se dall'analisi risultano variabili significative (seppur con diversi gradi di significatività) anche il numero di mostre tenute e gli anni trascorsi dalla prima mostra alla quale l'artista ha partecipato. La possibilità di uno studio più

approfondito, potendo considerare database molto più ampi e di facile reperimento, permetterebbe anche la determinazione di un indice di prezzo che riesca in qualche modo a prevedere gli andamenti studiando le serie storiche, così come accade nel caso di altri mercati come quelli azionari o/e obbligazionari.