

LUISS



Corso di laurea in Economia e Management
Cattedra di Regolazione Finanziaria e Innovazione

L'arte come asset di investimento

**Analisi, regolazione e prospettive dei fondi comuni di
investimento in arte.**

Prof.ssa Mirella Pellegrini

Relatore

Chiara Bernardini - 251971

Candidato

Anno Accademico 2022/2023

Alla mia prònoia.

Indice

| | |
|---|-----------|
| Capitolo 1 – Investire in arte: caratteristiche e criticità..... | 3 |
| 1.1 Premessa | 3 |
| 1.2 Il mercato dell'arte in breve..... | 4 |
| 1.2.1 La triade collezionista – mercante – speculatore..... | 6 |
| 1.3 Gli Art Investment Vehicles | 7 |
| 1.4 I fondi di investimento in arte | 9 |
| 1.5 Le criticità dei fondi di investimento in arte | 11 |
| 1.5.1 L'illiquidità delle opere d'arte. | 12 |
| 1.5.2 Il disallineamento di interessi tra mercato primario e secondario e le asimmetrie informative. | 13 |
| Capitolo 2 – Regolazione e prospettive per gli Art Funds.. | 15 |
| 2.1 L'impalcatura regolatoria: i fondi di investimento alternativi | 15 |
| 2.1.1 La normativa europea | 15 |
| 2.1.2 La normativa italiana..... | 17 |
| 2.2 Il regolamento interno al fondo | 21 |
| 2.3 Una proposta di fondo d'arte: l'ipotesi del Professor Capriglione | 22 |
| 2.4 Altre soluzioni in letteratura | 24 |
| Capitolo 3 – Interviste agli esperti | 27 |
| 3.1 Il parere dei professionisti dell'arte | 27 |
| 3.1.1 Art funds: opinioni a confronto | 27 |
| 3.1.2 Opinioni sulle nuove tecnologie: la blockchain | 28 |
| 3.2 Conclusioni | 30 |
| Appendice | 32 |
| Domande per interviste semi-strutturate | 32 |
| Bibliografia e sitografia..... | 33 |
| Ringraziamenti..... | 38 |

Capitolo 1 – Investire in arte: caratteristiche e criticità.

1.1 Premessa

Secondo Schopenhauer, l'arte è "la specie di conoscenza in cui sia contemplato il vero essenziale del mondo, nel suo sussistere all'infuori e indipendentemente da ogni relazione"¹. L'opera artistica assume, per il filosofo, il ruolo fondamentale di sottrarre l'uomo al dominio della ragione e della volontà, permettendogli di sospendere temporaneamente il pensiero e trovare nel carattere ideale dell'arte l'unica contemplazione fine a sé stessa. La dimensione che l'arte assume come pura conoscenza delle idee attraverso l'intuizione è contrapposta alla pragmaticità e all'utilitarismo delle scienze. Queste, spinte dalla corrente incessante del progresso verghiano, non conoscono termine ultimo, sono in continua evoluzione e dunque non possono trovare soddisfazione. Il teoreta tedesco evidenzia come sia nell'inutilità che l'arte trovi compimento e origine. Eppure, nonostante la sua natura immateriale e contemplativa, l'arte intreccia la propria storia con quella ben più materialista dello scambio, del commercio, dell'economia. Sin dalla Grecia del V secolo A.C. possiamo infatti trovare inequivocabile documentazione di compravendita di beni artistici², attività che da quel momento in poi non si è mai più interrotta. Dal primo Ottocento, poi, l'ingresso nell'Era Moderna impone all'uomo di prediligere l'utilità all'ammirazione anche nel campo artistico, tendenza che giungerà con non poche critiche fino ai giorni nostri. La polarizzazione arte–economia, specialmente in relazione al mercato contemporaneo, si pone dunque al centro di un fervente dibattito in cui interagiscono pensieri contrastanti. Lo sviluppo di bolle speculative, la soggettività dell'oggetto di scambio, l'opacità alla base del mercato stesso, sono solo alcuni dei temi al centro di questa discussione. In un mondo dell'arte che sempre più coincide con il mercato dell'arte, dove il mecenatismo è raro e le barriere all'entrata imponenti, il confine tra arte e scienza posto da Schopenhauer sembra diventare molto più labile.

È in questo contesto che si inserisce anche il crescente interesse degli investitori di *élite* per le opere d'arte, spesso collezionate nella speranza di un futuro aumento di

¹ Schopenhauer, Arthur. "Il mondo come volontà e rappresentazione" (libro III, §§ 36 e 38, p. 223-235) (I ed. italiana 1913). Citato in De Luise, Fulvia, Farinetti Giuseppe. "Lezioni di storia della filosofia", Zanichelli editore (2010).

² Howard, Jeremy. "art market", Encyclopedia Britannica (2023). <https://www.britannica.com/topic/art-market>.

valore piuttosto che per il loro valore estetico e culturale. Negli anni, il mercato si è evoluto spingendo gli investitori a ricercare strumenti di diversificazione anche in asset non tradizionali, fra cui l'arte ha sicuramente una posizione di spicco.

In questa dissertazione sarà discusso il fenomeno dell'investimento in beni artistici attraverso l'analisi dei fondi di investimento in arte, le loro criticità e le possibili soluzioni presentate in letteratura. Verrà affrontata la complessa impalcatura regolatoria riferibile all'investimento in arte, sia a livello europeo che nazionale, e la rilevanza in merito alle questioni discusse del regolamento interno del fondo. Dunque, si discuterà un possibile modello di fondo d'arte che vada ad attenuare le criticità sottolineate, con particolare riferimento al progetto di fondo ideato dal Professor Francesco Capriglione. Nell'ultima sezione questi temi saranno scandagliati grazie alla guida di alcuni professionisti del settore le cui opinioni, talvolta contrastanti e rivelatrici della complessità dell'argomento, hanno permesso anche a me di sviluppare un pensiero più completo.

1.2 Il mercato dell'arte in breve

“Il mercato dell'arte è specializzato nella vendita di desideri a coloro i cui sensi hanno bisogno di essere stimolati. Al centro di qualsiasi analisi significativa di questo settore, oltre all'interpretazione dell'opinione di collezionisti e mercanti e all'applicazione dei dati in una visione d'insieme intelligibile, c'è la comprensione del gusto.”³ Iain Robertson apre così l'introduzione al suo libro “*Understanding Art Markets*”, delineando con straordinaria precisione il cuore pulsante del mercato – o meglio dei mercati – dell'arte. Piuttosto che tentare di dare una definizione standardizzata, l'autore pone l'attenzione sull'impalpabile sentimento che pervade il sistema Arte, un misto di passione e ossessione che rende questo mercato tutto fuorché ordinario. Nonostante possa essere accomunato ad altri mercati, come quello dei beni di lusso, presenta caratteristiche distintive e non trascurabili. In primis, quello dell'arte è un mercato fortemente basato sulla riservatezza. Prezzo, disponibilità, proprietà e locazione di opere spesso non sono divulgati al pubblico e anche i dati provenienti da case d'asta e altri istituti specializzati non sono sufficienti a comprendere

³ Robertson, Iain. “*Understanding Art Markets*”. 1st ed. 2015. Reprint, Taylor and Francis, 2015. <https://www.perlego.com/book/1323785/understanding-art-markets-inside-the-world-of-art-and-business-pdf>.

completamente il fenomeno. L'opacità che da ciò deriva rappresenta una delle più importanti caratteristiche del mercato dell'arte. La natura confidenziale appena descritta si combina con la grande esclusività del mercato, in particolare del primario, a cui l'accesso risulta spesso ostile anche a causa della forte influenza del *networking* e delle regole non scritte dell'industria. Infatti, forse più che in ogni altro settore, il mercato dell'arte pone le sue fondamenta sulla coesistenza di consuetudini e regolazione, facendo della fiducia interpersonale una prerogativa quasi imprescindibile non solo tra i professionisti del settore ma anche tra questi e i collezionisti che beneficiano dei loro servizi. In questo contesto, la selezione dell'opera, dell'artista e del collezionista a cui vendere diventano un punto focale del lavoro di galleristi e art advisor, in quanto mediatori tra gli interessi degli artisti – allocare opere a chi le apprezzerà e contemporaneamente potrà portare prestigio alla sua carriera, evitando il rischio di rivendita senza criterio o *flipping* che potrebbe danneggiare la valutazione di un'opera e dell'intero lavoro dell'artista – e quelli dei collezionisti – ottenere pezzi di valore ad un giusto prezzo, che aggiungano pregio alla propria collezione. Occorre, ad ogni modo, sottolineare che queste pratiche nell'intero sistema vengono in molti casi messe in atto al fine di mantenere intatto lo *status quo* dell'industria dell'arte: un contesto in cui la discussione del valore economico delle opere è oggetto di disapprovazione, poiché compromette l'aura di misticismo che circonda quelli che sono tuttavia a tutti gli effetti beni di scambio.

Inoltre, i cosiddetti “mercati culturali” presentano una inevitabile incertezza di base in merito al valore culturale ed economico dei beni scambiati; con le parole di Richard Caves, “opere d'arte straordinarie possono parlare da sole, come dichiarano gli intenditori, ma non conducono una vita autosufficiente”⁴. La soggettività di valutazione delle opere d'arte rende il pubblico incapace di formare opinioni completamente razionali in merito, in particolare a partire dall'ascesa del concettualismo e del “tutto è arte” avviata da Marcel Duchamp e le sue opere *ready-made*⁵ nel 1917. Questo fenomeno si è inoltre amplificato negli ultimi decenni dal

⁴ Caves, Richard E. “*Contracts between Art and Commerce.*” *The Journal of Economic Perspectives* 17, no. 2 (2003): 73–84. <http://www.jstor.org/stable/3216857>.

⁵ In proposito, il MOMA di New York riporta: “I “Readymades”, come li chiamava lui, sconvolsero secoli di pensiero sul ruolo dell'artista come abile creatore di oggetti originali fatti a mano. Al contrario, Duchamp sosteneva che “un oggetto ordinario [poteva] essere elevato alla dignità di opera d'arte per semplice scelta dell'artista”. Il ready-made sfidava anche l'idea che l'arte dovesse essere bella. Duchamp sosteneva di aver scelto oggetti di uso quotidiano “in base a una reazione di indifferenza visiva, con una totale assenza di gusto buono o cattivo ”. In questo modo, Duchamp aprì

momento che la figura professionale che avrebbe il ruolo di mediare tra artisti e pubblico, il critico d'arte⁶, sta perdendo la sua centralità. Con effetti positivi e negativi ma inevitabilmente profondi, la mancanza di un indirizzo unico nella cultura contemporanea apre la strada a sperimentazione e speculazione.

1.2.1 La triade collezionista – mercante – speculatore⁷

Una distinzione importante per comprendere il dedalo del mercato dell'arte è quella che identifica i diversi individui che vi partecipano. In particolare, se dal lato della gestione dell'offerta i confini tra intermediari, promotori e mecenati sono sfocati, appare a prima vista più omogenea la massa di soggetti che acquistano e godono delle opere. Eppure, sia dal punto di vista legale che da quello di *animus* più generale, è fondamentale trovare criteri di distinzione tra le figure di collezionista, mercante e speculatore. Nonostante questi ruoli spesso si sovrappongano, ciascun profilo mostra aspetti caratteristici che possono essere critici nell'applicazione di normative specifiche. In proposito, con l'ordinanza 6874/2023, la Cassazione ha definito le linee guida per identificare queste figure, rispondendo alla necessità di aver chiaro quale fosse il regime fiscale applicabile alle plusvalenze derivanti dalle vendite di opere d'arte effettuate da privati. Il collezionista viene definito dunque come colui che «acquista le opere per scopi culturali, con la finalità di incrementare la propria collezione e possedere l'opera, senza l'intento di rivenderla generando una plusvalenza». Al contrario, se il fine è solo quello di rivendere l'opera per ritrarne un utile, l'individuo potrà rientrare nella categoria di speculatore o di mercante a seconda che l'attività di compravendita sia occasionale o abituale. È inoltre utile considerare la modalità di vendita, in quanto l'intermediazione di una casa d'aste è stata in alcuni casi considerata prova della mancanza di competenze commerciali del venditore (come nell'esempio fornito dalla risoluzione 5/E/2001).

la strada all'opera d'arte concettuale che era "al servizio della mente", in contrapposizione a un'arte puramente "retinica", destinata solo a soddisfare l'occhio". MOMA Learning. "*Marcel Duchamp and the readymade*". https://www.moma.org/learn/moma_learning/themes/dada/marcel-duchamp-and-the-readymade/#:~:text=%E2%80%9CReadymades%2C%E2%80%9D%20as%20he%20called,mere%20choice%20of%20an%20artist.%E2%80%9D

⁶ Cfr. Argan, Giulio C. "*Critica d'arte*". Enciclopedia del Novecento (1975).

https://www.treccani.it/enciclopedia/critica-d-arte_%28Enciclopedia-del-Novecento%29/

⁷ Izzo, Biagio, e Marco Cerrato. "*Possesso Breve e Vendite Frequenti Qualificano Mercanti e Speculatori.*", Il Sole 24 Ore (2023). <https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=39928295#/showdoc/39928295/breve|frequenti|possesso|vendite?ref=pullsearch>.

Il caso della decisione di Cassazione sopra riportato sottolinea come la distinzione tra i vari *player* che agiscono sul mercato dell'arte non sia affatto semplice, né dal punto di vista della dottrina né da quello dell'analisi di mercato. Questi profili si sovrappongono spesso e altrettanto spesso varie figure professionali del settore finiscono per far capo allo stesso soggetto.

1.3 Gli Art Investment Vehicles

Gli *art investment vehicles* sono strumenti utilizzati per aggregare le risorse di investitori intenzionati a sfruttare le inefficienze intrinseche del mercato dell'arte per beneficiare dei rendimenti finanziari senza possedere individualmente le opere d'arte sottostanti l'investimento⁸. Secondo l'*Art and Finance Report 2021*⁹ redatto da Deloitte, negli ultimi dieci anni ragioni prettamente finanziarie hanno affiancato le ragioni estetiche, intellettuali e sociali del collezionismo classico. I collezionisti, infatti, hanno iniziato a vedere le proprie opere d'arte come parte del proprio bilancio complessivo. A sostegno di questa osservazione, il report annuale della Dr. Clare McAndrew per Art Basel e UBS riporta come, nonostante solo l'11% dei collezionisti intervistati si siano dichiarati investitori attivamente alla ricerca di opere da cui ricavare rendimento finanziario, le loro azioni sul mercato possono indicare che si dedichino al reselling almeno in parte per motivi finanziari.¹⁰

Come riportato da Alice Xiang nel suo commento per il *Yale Law Journal*, i motivi che spingono investitori privati e istituzionali verso il mercato dell'arte possono essere ricondotti a quattro caratteristiche che questo presenta: l'opportunità di diversificazione, la visione dell'arte come bene rifugio, la presenza di UHNWI ("individui ad ultra-alto patrimonio netto"), e la possibilità di rendimenti molto alti per alcune categorie di opere. Infatti, nonostante le ricerche empiriche abbiano mostrato risultati contrastanti, l'arte è ancora vista dal mercato come un buon asset di diversificazione e di hedging in periodi di inflazione. In proposito, in uno studio del

⁸ Xiang, Alice. "Unlocking the Potential of Art Investment Vehicles.", *The Yale Law Journal* (2018). <https://www.yalelawjournal.org/comment/unlocking-the-potential-of-art-investment-vehicles>.

⁹ Deloitte. "Art and Finance Report 2021" (2021). <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/art-finance/articles/art-finance-report.html>

¹⁰ McAndrew, Clare. "The Art Market 2022 - An Art Basel and UBS Report" (2022). <https://www.artbasel.com/about/initiatives/the-art-market>

2019 condotto presso la Kadir Has University di Istanbul¹¹, è evidenziato che nonostante l'arte fornisca rendimenti inferiori rispetto ad opzioni di investimento tradizionali (come azioni o obbligazioni), questi hanno una correlazione negativa rispetto ai rendimenti azionari. In particolare, “i rendimenti nominali dell'arte in USD sono bassi e correlati positivamente con i prezzi dell'oro (USD), e i rendimenti dell'arte sono correlati negativamente con i rendimenti azionari. In generale, i rendimenti nominali dell'arte in USD sono correlati negativamente con gli indici nominali USD MSCI World, MSCI Emerging markets e S&P Global Luxury Index; e i rendimenti reali dell'arte hanno una correlazione negativa con le obbligazioni, i prezzi degli immobili e le partecipazioni in valuta estera.”¹²

Dunque, l'investimento in arte può presentare opportunità interessanti, anche se non prive di rischi, derivanti dalla struttura del mercato su cui si basa. Allo stesso tempo, è necessario considerare un altro fattore, che non ha nulla a che vedere con i rendimenti o gli indici di volatilità, ma che consente di analizzare il fenomeno in modo più completo: il fattore comportamentale. L'opera d'arte, anche quando è vista come un asset su cui investire, porta con sé una natura metafisica e prettamente estetica, che dona un senso di prestigio e di conoscenza esclusiva a chi la possiede e ne può godere. L'esistenza di un movente che vada oltre il puro investimento aiuta a comprendere le particolarità intrinseche del mercato dell'arte, prima su tutte la chiara presenza di una forte soggettività dell'oggetto di scambio. Nonostante i cosiddetti *blue-chip artist* e i capolavori contemporanei possano essere in qualche modo riconosciuti all'unanimità, la mole di opere attualmente in circolazione (unita alla mancanza di una critica dell'arte strutturata) rende l'elemento soggettivo ben più dominante nel mercato contemporaneo. Il quadro così delineato mostra evidenti problemi tipici e strutturali, particolarmente rilevanti nel rischio di sviluppo di bolle e microbolle speculative che minano ulteriormente la solidità del mercato e influenzano un altro fattore fondamentale per il benessere dello stesso, ossia la fiducia. Nell'articolo “*In Art We Trust*”¹³, pubblicato nel 2022 sulla rivista *Management Science*, è riportato che: “[la] fiducia, misurata dal grado di informazioni sulla provenienza, aumenta la probabilità

¹¹ Öztürkkal, Belma e Togan-Eğrican, Ashi. “*Art Investment: hedging or safe haven through financial crises*”, *Journal of Cultural Economics* 44 (2020). <https://doi.org/10.1007/s10824-019-09371-2>

¹² *ibidem*

¹³ Li, Yuexin, Xiaoyin Ma, e Luc Renneboog. “*In Art We Trust.*” *Management Science* (2022). <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4633>.

di vendita di un'opera fino al 4%, porta a *hammer price premiums*¹⁴ fino al 54% e aumenta i rendimenti annui del 5-16%.”¹⁵

Gli art investment vehicles possono presentarsi principalmente nella forma di *art funds* (fondi di investimento in arte) o *art exchanges*. Questi modelli riflettono rispettivamente i fondi di investimento e la borsa valori nel mercato finanziario più classico, i fondi d'investimento in arte permettono agli investitori di ricavare profitto dalla strategia di compravendita di opere gestita dal manager del fondo; nella borsa d'arte, invece, gli investitori possono scambiare quote di partecipazione in aziende di art management specializzate potendo sfruttare le basse barriere all'entrata dei mercati azionari. Le principali differenze tra i due strumenti imitano quelle dei loro corrispettivi tradizionali: l'art fund può beneficiare delle economie di scopo e di scala offerte dalla gestione di manager esterni che lavorano per società che gestiscono più fondi, mentre l'accessibilità e la maggior liquidità degli art exchange potrebbero renderli più attraenti per investitori minori, altrimenti esclusi dal mercato.¹⁶

Nonostante i vantaggi che questi strumenti possono mostrare in astratto, nella realtà l'investimento in arte non ha mai davvero preso piede nel mercato finanziario globale. I tentativi intrapresi nella creazione di una borsa d'arte non hanno avuto i risultati sperati, in Occidente principalmente per problemi regolatori o di poco interesse e in Cina a causa dell'eccessiva speculazione¹⁷; allo stesso modo, alcune delle caratteristiche del settore e in particolare il limitato e debole track record del mercato dei fondi d'arte ne ha minato l'attrattiva per gli investitori.

1.4 I fondi di investimento in arte

L'analisi si concentrerà ora sullo strumento dei fondi di investimento in arte. Questo tipo di fondi ha una storia piuttosto antica, dal momento che un primo modello paragonabile ai moderni art funds risale alla Francia del primissimo Novecento. “*La Peau de l'Ours*” del collezionista parigino André Level fu un sindacato creato nel

¹⁴ Definito come “il prezzo di aggiudicazione con cui l'opera è stata battuta del venditore senza la commissione d'acquisto della casa d'aste”, Mag, Art for breakfast. “*Glossario D'Asta.*” Art For Breakfast (2017).
<https://artforbreakfast.it/2016/12/01/glossario-dasta/#:~:text=Hammer%20Price%20%E2%80%93%20C3%89%20il%20prezzo,acquisto%20della%20casa%20d'aste.&text=Invenduto%20%E2%80%93%20quando%20un'opera%20non,o%20non%20vi%20sono%20affatto.>

¹⁵ Li, Yuexin et al. “*In Art We Trust.*”. Cit.

¹⁶ Xiang, Alice. “*Unlocking the Potential of Art Investment Vehicles.*”. Cit.

¹⁷ *ibidem*

1904, probabilmente in seguito allo stimolo dato dal pittore Henri Matisse che nel 1903 delineò un piano per fondare “un piccolo sindacato che mi avrebbe dato abbastanza soldi per lavorare per un anno”¹⁸. Dall’idea di circolo privato promotore della condivisione di opere d’arte, i fondi d’arte si sono evoluti in *hedge funds* molto più simili, per scopi e strutture, ai comuni fondi di investimento. Nella storia più recente, un esempio significativo è sicuramente quello del *British Rail Pension Fund* (BRPF), fondo pensionistico britannico che nel 1974 decise di diversificare il proprio portafoglio di investimento attraverso l’allocazione di circa il 6% del suo cash flow annuale (circa 3 milioni di sterline) in opere d’arte¹⁹. Investì principalmente in arte antica e moderna, ritenendo il rischio e la volatilità di quella contemporanea troppo alti per il suo profilo di rischio, e quando tra il 1987 e il 1990 le loro collezioni vennero vendute generò un rendimento complessivo aggiustato all’inflazione del 4%²⁰. Nonostante questo risultato apparentemente virtuoso, comparando i dati relativi ai rendimenti azionari degli stessi anni si può notare che questi sono aumentati del 1700% durante la vita del fondo²¹. Questo dato dimostra che investire in un semplice *British Postal Savings Account* (un tipico conto postale per il risparmio) avrebbe dato un ritorno ben più alto.

Successivamente, molteplici istituti hanno provato a riprodurre tali risultati e fino al 2012 l’interesse per i fondi d’arte ha conosciuto una crescita continua. Negli ultimi dieci anni questo entusiasmo è significativamente calato, come riportato da Brian Frye nel *Chicago-Kent Law Review*: “molti fondi d’arte sono stati chiusi, molti altri riportano rendimenti tiepidi o negativi e molti altri ancora non riportano nulla, il che equivale a dire lo stesso.”²²

Gli investimenti in fondi d’arte presentano alcune caratteristiche tipiche che li differenziano da altri tipi di investimento. L’investimento in arte è un investimento a lungo termine che richiede contribuzioni periodiche al fondo dai tre ai cinque anni,

¹⁸ Matisse, Henri. Citato in: Press, Clayton. “*Artful Art Investment: ‘The Skin Of The Bear’*”, Forbes (2017). <https://www.forbes.com/sites/claytonpress/2017/10/24/artful-art-investment-the-skin-of-the-bear/?sh=40b45f836988>

¹⁹ Eckstein, Jeremy. “*Art Funds as Asset Class*”, in “*Fine Art And High Finance: Expert Advice On The Economics Of Ownership*” (Clare McAndrew ed., 2010). Citato in: Frye, Brian L. “*New Art For The People: Art Funds & Financial Technology*”. Cit.

²⁰ *ibidem*

²¹ Cannon-Brookes, Peter. “*Art Investment and the British Rail Pension Fund*”, 15 Museum Mgmt. & Curatorship (1996). Citato in: Frye, Brian L. “*New Art For The People: Art Funds & Financial Technology*”. Cit.

²² Frye, Brian L. “*New Art For The People: Art Funds & Financial Technology*”. Cit.

con un orizzonte di rendimento tra i cinque e i sette anni (salvo eventuali proroghe del manager del fondo); inoltre, sebbene gli investitori possano ricevere distribuzioni in contanti durante la vita del fondo, la natura illiquida dell'asset sottostante l'investimento tendenzialmente preclude il ritiro del capitale conferito.²³ Nonostante la struttura e le caratteristiche specifiche varino da fondo a fondo, la tecnica di base abitualmente applicata è quella del “*buy and hold*”. L'organo gestore del fondo si occupa di selezionare opere che ritiene possano dare opportunità di arbitraggio e profitto, dunque le compra e le ripone nel proprio magazzino. Le opere apparterranno quindi parzialmente a tutti i partecipanti al fondo che, in un orizzonte temporale di lungo termine, potranno ricevere una percentuale dell'eventuale ricavo di vendita.

Le principali strategie di acquisto si basano sulla possibilità di sfruttare le asimmetrie informative a favore degli *insider* del mercato dell'arte. Questo arbitraggio potrà poi essere messo in atto facendo leva su diverse opportunità date dal mercato. Una particolare attenzione è rivolta ad artisti emergenti o in rapida crescita: molti attori del mercato, da gallerie a collezionisti privati, ricercano giovani artisti da patrocinare nella speranza di poter avere dei ricavi dal loro futuro successo. Questo meccanismo, tipico del settore dell'arte sin dai suoi albori, è ciò che rende i profitti dell'investimento in arte particolarmente incerti: sono soprattutto l'intuito e la sensibilità del singolo professionista a determinare il fallimento o il successo dell'investimento. Inoltre, diversi artisti e diversi tipi di opere potrebbero avere una maggior domanda in alcuni Paesi, dunque un altro possibile approccio è quello di acquistare opere in Paesi di bassa domanda per poi rivendere in Paesi che presentano un interesse più alto per quel tipo di opera a un prezzo maggiore²⁴.

1.5 Le criticità dei fondi di investimento in arte²⁵

Tentare di applicare metodi classici di investimento a un asset e a un mercato assolutamente particolari ha mostrato, come brevemente sottolineato nei paragrafi precedenti, delle criticità non trascurabili. In questo paragrafo verranno approfonditi i principali problemi evidenziati dalla letteratura, quali l'illiquidità delle opere d'arte e

²³ Artfundassociation.com. “ARTFA: The Art Fund Association.” The Art Fund Association LLC. https://artfundassociation.com/_what_are_art_funds/characteristics.html.

²⁴ Wilson, Martin. Capitolo 14 - “*Art funds*” in “*Art Law and the Business of Art*”. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing (2022).

²⁵ Xiang, Alice. “*Unlocking the Potential of Art Investment Vehicles*.”. Cit.

il disallineamento di interessi tra mercato primario e secondario e le asimmetrie informative. La regolazione, ulteriore elemento di complessità del sistema dei fondi d'arte, verrà affrontata dettagliatamente nel capitolo successivo facendo particolare riferimento alla struttura regolatoria pertinente attualmente in vigore in Unione Europea. In proposito, diverse soluzioni sono state proposte negli anni, ma i fondi d'arte sono comunque ancora poco diffusi e guardati con scetticismo sia dal settore finanziario che da quello artistico.

1.5.1 L'illiquidità delle opere d'arte.

L'illiquidità del bene sottostante l'investimento è senza dubbio una delle caratteristiche principali del fondo d'arte. Le opere d'arte, infatti, sono sostanzialmente un bene non liquido dal momento che possono essere necessari diversi anni perché queste si apprezzino abbastanza da almeno compensare i costi di transazione, conservazione e manutenzione sostenuti. È importante sottolineare che, a differenza di altri tipi di investimento, l'arte non genera rendimenti periodici che possano fornire liquidità agli investitori prima della vendita del bene. Per ovviare a questo problema si è iniziato a concedere agli investitori diritto di recesso anche parziale (per un massimo del 5-10% del capitale versato all'anno²⁶), strumento che però rischia di minare la stabilità finanziaria del fondo. Nel caso di altri tipi di fondi e in particolare di quelli di private equity, il rischio di bassa liquidità è stato compensato da protezioni contrattuali particolarmente vantaggiose per gli investitori grazie alla creazione di meccanismi per il controllo del moral hazard dei manager dei fondi²⁷. Le protezioni hanno portato benefici in mercati più consolidati, ma non sembrano essere sufficienti a incentivare gli investitori in un mercato poco sviluppato e stabile come quello dei fondi d'arte. Inoltre, il limite posto dall'illiquidità del bene sottostante l'investimento comporta una minor accessibilità, in particolare per gli investitori non dotati di un capitale abbastanza elevato da poter essere mantenuto nel fondo fino al momento della vendita delle opere. Infine, la mancanza di liquidità non può essere aggirata in un mercato come quello dell'arte. Il bene artistico è un bene unico e dalla valutazione economica complessa, queste caratteristiche intrinseche rendono particolarmente difficile per il

²⁶ Jenny White, "Art Funds: The Good, the Bad, and the Ugly", PRIV. ART INVESTOR (2015), <http://www.privateartinvestor.com/art-finance/art-funds-the-good-the-bad-and-the-ugly> [http://perma.cc/5XTP-38K3]. Citato in *ibidem*.

²⁷ Morley, John. "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation". The Yale Law Journal (2014). https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287_zmw59iqn.pdf

mercato far incontrare domanda e offerta a causa del fenomeno anche conosciuto come “mercato sottile²⁸”.

1.5.2 Il disallineamento di interessi tra mercato primario e secondario e le asimmetrie informative.

La struttura interna del mercato dell'arte, opaca e con alte barriere all'ingresso, è caratterizzata da una forte e sistemica difficoltà nel reperire informazioni. Il mercato, specialmente il primario, opera attraverso compravendite private e raramente le notizie divulgate a riguardo si possono considerare completamente attendibili o rappresentative. Anche nel caso del mercato secondario, gli attori coinvolti (prettamente case d'asta e collezionisti privati) mantengono sostanzialmente confidenziali tutte le informazioni relative a prezzi e valutazioni, rendendo complesso avere stime adeguate. A questa generale segretezza, si aggiunge una tensione evidente e pervasiva tra gli interessi dei due mercati coinvolti. Il primario (formato da gallerie artisti e istituzioni) tende idealmente a prendersi cura e alimentare la carriera di lungo termine degli artisti, mentre il secondario ha obiettivi di massimizzazione del profitto di breve termine delle singole compravendite. Questi intenti quasi antitetici si riflettono nella diversa valutazione delle opere: nel mercato primario i prezzi sono spesso sottostimati, nel mercato secondario sono spesso inflazionati. La sottostima dei prezzi nel mercato primario deriva, tra le altre cose, da un forte stigma presente nei confronti della riduzione del prezzo di un'opera nel tempo. Nel commento di Xiang per *The Yale Law Journal*, viene riportato che “in un sondaggio condotto tra i galleristi, un autore ha ricevuto risposte come "un'opera d'arte non diminuisce mai di prezzo, mai", "il problema è che se i tuoi prezzi sono molto alti, non puoi più tornare indietro" e "ho la responsabilità morale di mantenere il prezzo"”²⁹. Noah Horowitz nel suo libro “*Art of the Deal*”, edito da Princeton, scrive in merito che alcune gallerie riacquistino i pezzi dei propri artisti o facciano offerte alle aste per proteggerli da possibili cali di prezzo³⁰. Questa tendenza del mercato primario si scontra con la tendenza del mercato secondario di sovrastimare il valore delle opere; in particolare nel caso delle aste pubbliche, il prezzo pagato da chi si aggiudica un'opera spesso è inflazionato. Così, se

²⁸ Definito come “Mercato dominato dall'inattività, con limitate operazioni realizzate e nel quale le quotazioni sono volatili con rilevanti differenze tra prezzo di acquisto e quello di vendita.” da Performance Trading. <https://www.performancetrading.it/Glossario/Mi.htm>

²⁹ Xiang, Alice. “*Unlocking the Potential of Art Investment Vehicles*.”. Cit.

³⁰ Horowitz, Noah. “*Art of the Deal: Contemporary Art in Global Financial Market*”, Princeton Press (2011).

un fondo di investimento in arte vince un lotto in un'asta, vorrà dire che sta pagando per un'opera più di quanto chiunque altro sia disposto a pagare. A ciò si aggiunge la volontà di gallerie e artisti di mantenere il controllo su quali e quante opere sono in circolazione, presso chi sono locate, a quanto sono state vendute, e soprattutto di evitare bolle speculative che nel lungo termine porterebbero a un declino del valore dell'artista nel suo complesso.

Si nota dunque come le complesse dinamiche strutturali e sociali presenti rendano l'arbitraggio sulle opere (desiderato dai fondi di investimento) molto complesso, ostacolato e sostanzialmente accessibile solo dai market-maker.

Capitolo 2 – Regolazione e prospettive per gli Art Funds

2.1 L'impalcatura regolatoria: i fondi di investimento alternativi

L'istituto dei fondi di investimento³¹ è ampiamente discusso e regolato nella disciplina nazionale ed internazionale, in particolare sotto il profilo degli Organismi di Investimento Collettivo (OIC). Nel seguente paragrafo verrà riportata la normativa in materia e saranno analizzati i rapporti fra le diverse fonti, tra la dottrina nazionale e quella europea, tra la regolazione di *hard law* e quella di *soft law*, nel complesso *framework* normativo ad oggi in vigore.

2.1.1 La normativa europea

La regolamentazione degli organismi di investimento collettivo in Europa pone le sue fondamenta su due pilastri normativi: la Direttiva 85/611/EEC (UCITS³² Directive), poi aggiornata in diverse riprese fino alla sua attuale versione rappresentata dalla Direttiva 2014/91/EU (UCITS V); e la Direttiva 2011/61/EU (AIFMD³³). Andando a regolare aspetti diversi del fenomeno, le due norme si pongono in un particolare rapporto di parallelismo.

La Direttiva UCITS nasce a metà degli anni Ottanta con l'obiettivo di facilitare la distribuzione negli Stati membri degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM, speciale tipologia di OICR che investe prevalentemente in valori mobiliari negoziati in mercati regolamentati). A partire dal 2001 la direttiva è stata modificata più volte, andando a rafforzare le tutele a favore degli investitori e tentando di armonizzare il più possibile le normative nazionali. La quarta iterazione della norma, adottata nel 2009, incarna la tendenza alla *risk aversion* che vedremo affermarsi e prevalere nella legislazione post-crisi. Infatti, fra le principali modifiche introdotte dalla UCITS IV, l'articolo 78 prevede la sostituzione del prospetto informativo semplificato – precedentemente previsto dalla Direttiva 2001/107/EC – con il “*Key Investor Information Document*” o KIID. Questo documento risulta di particolare rilevanza nel raggiungere gli obiettivi di trasparenza definiti ed imposti dal legislatore europeo, in quanto include l'obbligo in capo al gestore del fondo di divulgare possibili rischi e realistici rendimenti dell'investimento in modo

³¹ Cfr. Cesarini, Francesco, e Paolo Gualtieri. “*I fondi comuni di investimento*”. Il Mulino (2005).

³² Acronimo di “Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities”.

³³ Acronimo di “Alternative Investment Funds Managers Directive”.

sufficientemente chiaro³⁴. L'ultima versione emanata dal Parlamento Europeo si concentra su una più profonda armonizzazione delle normative nazionali riguardanti i fondi di investimento, in particolare in merito alle politiche retributive per i gestori degli OICVM e alle sanzioni da applicare in caso di violazione del regolamento statutario del fondo³⁵. Nonostante la volontà del legislatore europeo di promuovere un metodo di investimento flessibile e armonizzato, il limite alla diffusione di questi strumenti è stato posto dall'ambito di applicazione estremamente specifico della Direttiva. Infatti, solo alcune tipologie di fondi aperti³⁶ sono considerate e coadiuvate dalla normativa, ovvero quei fondi aperti che soddisfano tutti i requisiti ivi stabiliti (ad esempio: frequenza minima dei rimborsi, criteri specifici di diversificazione del rischio, limiti di diversificazione del portafoglio, limitazioni specifiche alle possibili attività identificate come fondi di investimento)³⁷.

In contrapposizione alle Direttive UCITS, l'AIFMD non identifica un prodotto specifico che sottostia all'investimento collettivo. Piuttosto, l'approccio utilizzato nella stesura della Direttiva 2011/61/EU è quello di individuare e regolare direttamente solo i manager dei fondi a cui fa riferimento, i Fondi di Investimento Alternativi o FIA. L'identificazione di questi ultimi avviene, invece, attraverso la negazione della definizione dei fondi assoggettati alla disciplina della Direttiva UCITS. Nei pochi casi in cui una definizione di organismo di investimento viene esplicitata, questa è "totalmente indipendente dalla struttura, dall'assetto giuridico, dalla struttura, dalla tipologia di organismi specifici, e che si concentra, piuttosto, sull'oggetto economico e sostanziale del fenomeno che viene regolato"³⁸. La scelta del regolatore di utilizzare questo approccio si basa sulla necessità di armonizzare non gli strumenti finanziari o le tipologie di fondi (lasciate all'autonomia del singolo Stato Membro), quanto piuttosto la normativa a cui sono assoggettati i gestori dei FIA in ogni loro forma.

³⁴ Di Cerbo, Anna Chiara. *"Profili Giuridici e Quantitativi dell' Investimento in Beni d'Arte"*. Relatore Prof.ssa Mirella Pellegrini. [Tesi di Laurea Magistrale] LUISS Guido Carli, Roma (2015).

³⁵ Muller, Charles, e Alain Ruttiens. "A Practical Guide to UCITS Funds and Their Risk Management" (2013) <https://www.perlego.com/book/3572709/a-practical-guide-to-ucits-funds-and-their-risk-management-how-to-invest-with-security-pdf>.

³⁶ Definiti dalla Consob come quei fondi "che consentono di sottoscrivere quote, o chiederne il rimborso, in qualsiasi momento" e contrapposti ai c.d. fondi chiusi, ossia fondi che consentono di sottoscrivere quote solo nel periodo di offerta, che si svolge prima di iniziare l'operatività vera e propria, e le rimborsano di norma solo alla scadenza del fondo". <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>.

³⁷ Annunziata, Filippo. *"Collective Investment Undertakings in the EU: How to Frame a Definition after the AIFMD"* (2017). RTDF N° 1 - 2017, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2956246.

³⁸ *ibidem*

Inoltre, non può essere ignorato il contesto politico, economico e sociale in cui la Direttiva fu redatta, dal momento che la crisi finanziaria acuì la già esistente necessità di un aggiornamento della normativa sugli organismi di investimento collettivo.

Nonostante le principali fonti normative in materia siano le due direttive sopra citate, numerose fonti alternative e secondarie possono essere ricondotte alla nozione di organismi di investimento collettivo e alla gestione di questi ultimi. In particolare, le Linee Guida della ESMA a riguardo contribuiscono ad alimentare un sistema regolatorio piuttosto complesso e talvolta frammentato. Nel libro *“EU Securities and Financial Markets Regulation”*, la professoressa Niamh Moloney sottolinea il rischio di incongruenze normative derivanti dalla tendenza del quadro regolatorio europeo di lavorare in *“silos”*³⁹; in proposito il professor Filippo Annunziata, nel suo articolo *“Collective Investment Undertakings in the EU”*, nota la controintuitiva mancanza di progetti di riforma che possano unificare le due direttive (UCITS V e AIFMD) sotto un unico regime⁴⁰.

In questo ampio contesto regolatorio, gli art fund corrispondono alla descrizione desumibile dall’AIFMD per cui i FIA “raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e non necessitano di un’autorizzazione ai sensi dell’articolo 5 della Direttiva 2009/65/CE”⁴¹.

2.1.2 La normativa italiana

Osserviamo ora come la legislazione italiana ha recepito le direttive sopra descritte e quali specifici interventi nazionali sono stati necessari per l’armonizzazione. Andando ad analizzare l’ordinamento italiano, è inevitabile esordire parlando del Testo Unico della Finanza o TUF (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Questa normativa, andando a unificare le frammentarie leggi precedentemente in vigore⁴², regola il fenomeno

³⁹ Moloney, Niamh. *“EU Securities and Financial Markets Regulation”*. Oxford University Press (2014).

⁴⁰ Annunziata, Filippo. *“Collective Investment Undertakings in the EU: How to Frame a Definition after the AIFMD”*. Cit.

⁴¹ Parlamento Europeo e Consiglio. *“Direttiva 2011/61/EU sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010”*. Art. 4. Par. 1. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>

⁴² “Prima del TUF si contavano: L. n. 77/1983, fondi comuni d’investimento mobiliare; L. n. 344/1993, fondi comuni chiusi; L. n. 86/1994, fondi immobiliari chiusi; D. Lgs. n. 84/1992, SICAV”. Francescon, Alessandro. *“La fiscalità diretta degli OICR e dei loro partecipanti”*. Relatore Ch. Prof. Ernesto Marco Bagarotto. [Tesi di Laurea Magistrale] Università Ca’ Foscari, Venezia (2018). <http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/13185/838232-1214871.pdf>

dell'investimento collettivo e della sua gestione (integrando le direttive europee) al Titolo III. Razionalizzando il complesso sistema di ipotesi strutturali per gli organismi presenti, il TUF riporta una definizione di OICR che, pur essendo coerente con la AIFMD e le linee guida dell'ESMA, introduce precisazioni mancanti nei testi originali. Le caratteristiche principali degli organismi di investimento collettivo sono dunque identificate nella presenza di capitale raccolto attraverso l'emissione e l'allocazione di quote o azioni, una pluralità di investitori e una strategia di investimento programmata. Di particolare interesse, in merito al piano di investimento, è la specificazione dell'oggetto di quest'ultimo identificato in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili⁴³. Il Titolo III presenta inoltre una suddivisione delle tipologie di OICR a seconda della forma giuridica e organizzativa assunta: da una parte i fondi comuni di investimento con forma contrattuale, dall'altra le SICAV⁴⁴ e le SICAF⁴⁵ con forma societaria; in questi casi, il capitale sarà raccolto rispettivamente attraverso l'emissione di quote o l'emissione di azioni. I fondi di investimento possono essere a loro volta distinti in fondi aperti e chiusi, a seconda delle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote⁴⁶. Un'ulteriore importante distinzione è quella tra i cosiddetti fondi armonizzati e fondi non armonizzati. La Banca d'Italia definisce i primi come quei fondi “per i quali la legge comunitaria prevede una serie di vincoli sugli investimenti con l'obiettivo di contenere i rischi e salvaguardare i sottoscrittori (ad esempio in termini di concentrazione su un singolo emittente, investimento in derivati o titoli non quotati nei mercati regolamentati)”⁴⁷. I fondi non armonizzati, complementari ai precedenti, presentano notoriamente un maggior grado di rischio e sono di conseguenza sottoposti ad autorizzazione della Banca d'Italia con parere della Consob, specialmente per quanto riguarda la loro gestione. Al TUF, negli anni, sono state apposte diverse modifiche, fra le quali quelle apportate dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005⁴⁸. Questo intervento risulta degno di nota in quanto va a “ampliare i casi di applicazione

⁴³ *ibidem*

⁴⁴ Acronimo di “Società di Investimento a Capitale Variabile”.

⁴⁵ Acronimo di “Società di Investimento a Capitale Fisso”.

⁴⁶ V. nota 36.

⁴⁷ Banca d'Italia per la cultura finanziaria – L'Economia per tutti. “*Fondi comuni di investimento*”. <https://economiepertutti.bancaditalia.it/investire/fci/index.html>

⁴⁸ Banca d'Italia. “*Revisione della Disciplina Secondaria in materia di Gestione Collettiva del Risparmio. Modifiche al Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio in materia di Approvazione dei Regolamenti dei Fondi e Comitati dei Partecipanti*”. 14 aprile 2005. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2010/provv-14-5-2005/provv-14-4-2005-modifiche.pdf>

dell'istituto dell'approvazione in via generale dei regolamenti di gestione dei fondi comuni di investimento”, oltre che a “chiarire le modalità di calcolo del limite di assunzione di prestiti dei fondi immobiliari; ampliare i casi di applicazione dell'istituto dell'approvazione in via generale dei regolamenti di gestione dei fondi comuni di investimento; definire i poteri dei comitati dei partecipanti ai fondi”⁴⁹.

Nel contesto degli OICR, i principali attori coinvolti, insieme alla pletora di investitori, sono sicuramente i gestori del risparmio. L'ordinamento italiano⁵⁰, in particolare, riserva alle SGR⁵¹ il servizio di gestione dei fondi di investimento, con separazione tra proprietà e controllo e conseguente autonomia patrimoniale del fondo. Al contrario, nelle SICAV e nelle SICAF questa separazione non avviene e la gestione è esercitata da queste nell'interesse proprio e del proprio patrimonio. Inoltre, il TUF ha recepito l'AIFMD estendendo l'autorizzazione alla gestione anche ai GEFIA⁵² e investendoli degli obblighi di *compliance* che ne derivano. In particolare, la direttiva europea impone requisiti operativi, obblighi fiduciari e la delega della gestione del portafoglio di opere d'arte. A questo proposito, Randall Willette e David Eckner evidenziano possibili punti critici nell'applicazione di tale direttiva all'industria dell'arte, in quanto “visti i requisiti di delega previsti dalla direttiva sui fondi di investimento alternativi, è possibile che vengano individuati accordi di delega giuridicamente non validi in situazioni in cui il gestore di fondi di investimento alternativi agisce semplicemente come agente per il regolamento delle transazioni prima di avere soggetti esterni come mercanti d'arte o gallerie che forniscono consulenza e decidono in merito agli investimenti in arte”⁵³. In ogni caso, oltre all'ottemperanza di questi obblighi, si dovrà affiancare l'adempimento dei doveri propri dell'attività professionale di settore, quali la valutazione, la gestione del rischio e della liquidità, nonché la corretta custodia delle opere.

Ritengo di fondamentale importanza sottolineare ora l'enorme impatto che il gestore del fondo può avere su di esso. Come approfondito nel capitolo precedente, nel mondo

⁴⁹ *ibidem*

⁵⁰ Testo Unico sulla Finanza (D. Legisl. 58/1998). Art. 32-quater.
https://www.consob.it/documents/1912911/1962639/dlgs58_1998.pdf/72a502a7-c9ed-a632-81b2-0434d82ae0aa

⁵¹ Acronimo di “Società di Gestione del Risparmio”.

⁵² Acronimo di “Gestori di Fondi di Investimento Alternativi”. Cfr. Barcellona, Eugenio. “*La Gestione Collettiva Del Risparmio a Seguito Della Direttiva GEFIA: Investment Companies, Family Offices, Club Deals, SPAC, Holding Companies.*”. Vol. 420. Milano: Giuffrè (2018).

⁵³ Willette, Randall J. David Eckner. “*Art Investment Vehicles and the Challenges of the Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD)*”. (2016). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2722743>.

dell'arte la fiducia gioca un ruolo fondamentale. Questo è ancor più veritiero nel momento in cui l'arte diventa asset di investimento. Infatti, ad eccezione di acquisizioni d'arte prestabilite nel prospetto informativo o nel regolamento del fondo, un investitore non ha influenza nella scelta delle opere specifiche che saranno acquistate e non potrà ritirarsi dall'acquisizione di determinate opere se questa rispetta la politica del fondo da lui sottoscritta. La Art Fund Association LLC riporta inoltre che “di conseguenza, gli investitori in fondi d'arte devono affidarsi per lo più alle strategie d'investimento, alle restrizioni di portafoglio e ai criteri d'investimento stabiliti nel memorandum di collocamento privato del fondo, nonché all'esperienza e ai risultati ottenuti dal gestore del fondo d'arte e dai professionisti dell'investimento che governano il fondo. Inoltre, dopo aver preso la decisione iniziale di investire nel fondo, un investitore ha poca o nessuna discrezionalità sulle decisioni di investimento e sulla governance del fondo, che sono interamente di competenza del partner generale del fondo”⁵⁴. La centralità che il fund manager (o l'SGR) assume all'interno dell'organizzazione del fondo è tale che il successo o il fallimento di uno collima con quello dell'altro. Nonostante le tecniche di gestione e le strategie di investimento si ispirino a quelle prettamente finanziarie di fondi tradizionali, l'asset sottostante al fondo è tale da rendere l'intera organizzazione fortemente variabile. Infatti, l'inevitabile componente soggettiva che la scelta delle opere da acquistare presenta, rende il fund manager il vero fulcro del fondo. Come nell'investimento personale, anche nel fondo è l'intuito del singolo professionista che – da solo o in collegio nel comitato di riferimento – in ultimo determina quali opere verranno acquistate. Come visto nei paragrafi precedenti, il legislatore italiano e quello europeo si sono occupati di mitigare il rischio derivante dall'accentramento decisionale, ma, nonostante ciò, in un mercato come quello descritto in queste pagine, questo rischio sembra essere sistemico. A differenza di mercati puramente finanziari, la selezione delle singole opere su cui investire è, di nuovo, implicitamente soggettiva; nel mercato azionario, gli investitori hanno a loro disposizione una abbondanza di strumenti per formare la propria opinione e indirizzare le proprie scelte – tra cui analisi di mercato (fornite da diverse fonti, come banche d'investimento, società di analisi finanziaria, agenzie di rating creditizio e piattaforme online), grafici e indicatori tecnici, notizie finanziarie,

⁵⁴ Artfundassociation.com. Cit.

documenti aziendali – mentre questo genere di informazioni non sono disponibili nel mercato dell'arte o non solo ugualmente razionali.

Infine, alla gestione e ai depositanti è affiancata una terza figura, il depositario, che completa il cosiddetto modello trilaterale degli OICR⁵⁵. Quest'ultimo, ai sensi dell'articolo 47 del TUF⁵⁶, deve necessariamente appartenere a una delle categorie elencate nello stesso (banche italiane; succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi; SIM e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche) e svolge mansioni di vigilanza e supervisione, oltre a ricevere in custodia gli strumenti finanziari e gli asset sottostanti all'OICR.

2.2 Il regolamento interno al fondo

Nei paragrafi precedenti sono state analizzate le norme che disciplinano il fenomeno dei fondi, per così dire, dall'esterno; ora ci focalizzeremo, invece, su ciò che può essere descritto come il *corpus* legislativo interno al fondo stesso, ovvero il suo regolamento.

L'articolo 37 del TUF delinea le principali caratteristiche del regolamento, considerando i criteri generali di redazione prescritti del Provvedimento 14 aprile 2005 della BI sopra citato, quali chiarezza, completezza, sintesi e coerenza⁵⁷. Il regolamento del fondo dovrà dunque contenere informazione e disciplina riguardo il funzionamento del fondo, il suo gestore, il depositario, e i rapporti tra questi e i quotisti⁵⁸. In generale, dovrà riportare ogni indicazione utile al corretto esercizio dell'attività di investimento e di gestione del risparmio, prevedendo organi amministrativi e di consultazione competenti che possano occuparsi della scelta degli investimenti. A seconda del tipo di fondo – aperto, chiuso, armonizzato o meno – saranno inoltre riportati i vincoli a cui la società di gestione sottopone le proprie scelte e i limiti quantitativi e qualitativi di investimento. Nonostante le differenze strutturali e di gestione delle diverse tipologie di fondo, appare evidente che il *fil rouge* sia sempre quello della tutela dell'investitore. Questo intento viene perseguito, tra le altre cose, anche attraverso il riferimento a uno schema comune utile a favorire la comparazione tra le proposte di investimento dei fondi e, dunque, a indirizzare il singolo investitore alla sottoscrizione del fondo più adatto alle proprie esigenze e predisposizioni⁵⁹. Suddetto schema,

⁵⁵ Francescon, Alessandro. “*La fiscalità diretta degli OICR e dei loro partecipanti*”. Cit.

⁵⁶ Testo Unico sulla Finanza (D. Legisl. 58/1998). Art. 47.

⁵⁷ Capriglione, Francesco. “*I fondi chiusi di beni d'arte*”. Rivista di Diritto Civile (2007).

⁵⁸ Testo Unico sulla Finanza (D. Legisl. 58/1998). Art. 37 comma 1.

⁵⁹ Alpa, Guido, Capriglione Francesco. “*Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*”. CEDAM (1998).

riportato nel Titolo V del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio⁶⁰, si compone dei criteri generali di redazione, i criteri di struttura e funzionamento e il contenuto minimo del regolamento. In particolare, il contenuto minimo si concretizza nella presenza delle tre parti strutturali del regolamento: la scheda identificativa, le caratteristiche del prodotto, e le modalità di funzionamento. È dunque in questo documento che viene tratteggiata quella che sarà l'anima del fondo, il suo funzionamento, le sue potenziali risorse ed opportunità. Allo stesso tempo, sarà nello stesso documento che si andranno a celare possibili debolezze e vulnerabilità. Da ciò, l'indispensabile meticolosità e perizia necessarie alla sua redazione, unitamente ad un approccio *problem-oriented* del gestore che possa cercare di prevedere le possibili disfunzioni nella struttura. Vedremo nel prossimo paragrafo quali specifiche del regolamento siano necessarie nel caso dei fondi d'arte.

2.3 Una proposta di fondo d'arte: l'ipotesi del Professor Capriglione⁶¹

Dalla premessa regolatoria appena fatta e dal contesto descritto nelle pagine precedenti, possiamo ora passare ad affrontare la rivoluzionaria ipotesi di fondo in beni d'arte proposta dal Professor Francesco Capriglione.

In primo luogo, la tipologia di OICR ritenuta migliore per un progetto di investimento di questo tipo è quella del fondo di investimento alternativo – per la natura dei beni sottostanti lo stesso⁶² – chiuso. La scelta di avvalersi di un FIA di questo tipo è motivata dall'opportunità data da questo strumento di “assicurare una ordinata e trasparente gestione dei beni d'arte, resa possibile dalla dettagliata definizione delle caratteristiche funzionali di tali organismi, sì come indicate nella normativa secondaria adottata dall'autorità di settore”⁶³. L'impalcatura regolatoria e gli obblighi specifici di trasparenza e limitazione del rischio in capo alla SGR permettono la creazione di solide fondamenta per la declinazione in campo artistico di un organismo di investimento collettivo. Oltre a ciò di cui sopra, la chiusura del fondo potrebbe anche permettere

⁶⁰ Banca d'Italia. “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.”. Provvedimento 19 Gennaio 2015, aggiornata al 29 Novembre 2022. Titolo V – Organismi di investimento collettivo del risparmio. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/index.html>

⁶¹ Il paragrafo contiene informazioni e citazioni dirette da due incontri svolti con il Professor Capriglione nell'aprile e nel maggio del 2023. Inoltre, sono riportati elementi da Capriglione, Francesco. “*I fondi chiusi di beni d'arte*”. Cit.

⁶² I beni d'arte rientrano negli “altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza e con una periodicità almeno semestrale”. Banca d'Italia. “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.”. Cit.

⁶³ Capriglione, Francesco. “*I fondi chiusi di beni d'arte*”. Cit.

alla gestione di controllare le strategie di investimento nella loro totalità, basando le proprie decisioni sul parere di un comitato di esperti. Questo cosiddetto “Comitato tecnico consultivo⁶⁴”, previsto dal regolamento del fondo e costituito da professionisti del campo, avrà il compito di eseguire le valutazioni preliminari delle opere da sottoporre al Consiglio di Amministrazione. La presenza di un organismo di questo tipo rappresenta una delle caratteristiche più importanti del fondo, dal momento che permetterebbe di ridurre ad un minimo sistemico il rischio di contraffazioni. Inoltre, appare utile sottolineare la necessità di avere quantomeno una quota di esperti che rispettino i requisiti di indipendenza sia verso la SGR che verso le case d’asta e gli altri istituti da cui le opere vengono acquistate. Da queste basi, vediamo ora nel particolare le innovazioni necessarie per il superamento delle sopra citate criticità. Tra queste, la mancanza di liquidità, contestata a molti art funds finora apparsi sul mercato, in questa sede viene risolta attraverso l’introduzione di un meccanismo che facilita un più rapido *turnover* delle opere sottostanti l’investimento. L’obiettivo viene perseguito attraverso una specifica strategia di selezione, con un particolare focus sull’arte antica e moderna (considerato un limite ideale posto al XIX secolo)⁶⁵ e con una fondamentale caratteristica: un prezzo accessibile. Il guadagno del fondo, infatti, non si basa su un esiguo numero di opere di enorme valore, tenute in *storage* con l’obiettivo di rivendere dopo quindici o venti anni con un margine del 50%, come da business plan di molti fondi finora costituiti. Al contrario, nell’ipotesi di fondo qui descritta, il flusso di cassa proviene dal costante e consistente *revolving* delle opere, acquistate a buon prezzo e rivendute con un ricarico di circa il 10-15% (di molto inferiore a quello attualmente di prassi sul mercato). Nelle parole del Professor Capriglione, “[quelli appena descritti] sono dei ricarichi che consentono di vendere facilmente, di far fare un buon acquisto a chi compra, e di far immettere il fondo e i suoi partecipanti in un circuito produttivo redditizio”. Risulta chiaro, dunque, che una delle caratteristiche principali del *business model* qui descritto è la capacità di rigenerare la propria collezione, vendendo e riacquistando opere nel breve termine. Per fare questo entra in gioco un’altra innovazione per il campo, ovvero la creazione di una galleria propria del fondo, aperta

⁶⁴ *ibidem*

⁶⁵ La scelta di allontanare il focus dall’arte contemporanea si basa sulla considerazione di questa come più rischiosa, meno consolidata e maggiormente soggetta a bolle speculative. Va in ogni caso fatto notare che gli esperti in materia hanno opinioni contrastanti in merito, con un particolare disaccordo su quale periodo della storia dell’arte sia più vulnerabile alla contraffazione. Accantoniamo tale discussione, che potrà essere approfondita in altra sede, per concentrare l’analisi sugli altri tratti caratterizzanti del fondo d’arte proposto.

al pubblico e che lavori come tale nella commercializzazione delle opere acquistate. L'esposizione dei beni culturali di proprietà del fondo in una struttura intrinsecamente designata alla vendita (come lo è ogni galleria commerciale) permetterà ai partecipanti di smobilizzare il proprio investimento e reimmettere liquidità nell'organizzazione attraverso un circolo virtuoso. Da mettere in evidenza è dunque l'intreccio di interessi che il fondo dovrà tutelare avviando operazioni in cui si concretizzano buoni investimenti per la SGR, per i quotisti, e gli acquirenti delle opere. Inoltre, alle funzioni prettamente economiche di quella che è al suo cuore "un'operazione finanziaria che si realizza attraverso un bene d'arte", si affianca la funzione sociale. La portata sociale di un fondo come quello descritto in questa sede risiederebbe non solo nella fruibilità delle opere esposte e non più lasciate "maturare" in spazi di deposito, ma anche nella possibilità data al pubblico di acquistare a prezzi di favore opere dall'intrinseco valore culturale. L'arte potrebbe essere avvicinata alla portata di tutti – o quantomeno dei più – con un progetto innovativo che si presta anche alla lettura nella lente dei fattori ESG⁶⁶. Riportando le parole del Professor Capriglione, "se si vuole creare un meccanismo veramente, produttivo bisogna disancorarlo da una logica elitaria, bisogna pensare ad una costruzione che si realizzi su una raccolta di opere d'arte di valore diversificato ma aperto alle possibilità economiche di tutti".

2.4 Altre soluzioni in letteratura

Nel tempo, diversi autori hanno proposto soluzioni o mitigazioni dei profili più problematici dei fondi d'arte. In particolare, queste vengono brillantemente riassunte da Alice Xiang che nel suo articolo per il Yale Law Journal, già citato nel precedente capitolo, descrive tre proposte al fine di "sbloccare il potenziale degli strumenti di investimento nell'arte"⁶⁷. Ci concentreremo in questa sede sulla prima di queste, ossia la possibilità di creare un mercato di affitto di opere d'arte al fine di sfruttare a pieno il valore estetico delle opere. Questo, seppur centrale nell'apprezzamento individuale di un'opera, viene spesso sacrificato nel contesto finanziario in favore del valore puramente economico, dal momento che i beni artistici sottostanti i fondi sono solitamente conservati in magazzini o archivi. In questo senso – come detto nel paragrafo precedente – anche l'esposizione può dare risultati estremamente positivi,

⁶⁶ Acronimo di "Environmental, Social, and Governance". Cfr. Commissione Europea. "Sustainable finance". https://commission.europa.eu/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en. Banca d'Italia. "Finanza sostenibile". <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/index.html>

⁶⁷ Xiang, Alice. "Unlocking the Potential of Art Investment Vehicles.". Cit.

considerando l'ulteriore vantaggio che da questa deriva ossia la vendita delle opere stesse in tempistiche molto più ridotte. In merito, Xiang sottolinea come “separare il valore estetico da quello di puro investimento e allocare ciascuno al fruitore primario di riferimento è qualcosa che gli art investment vehicles sono tipicamente progettati per fare”⁶⁸. Dunque, attraverso la creazione di un sistema di affitto delle opere in cui il fondo ha investito, questo potrebbe avere la possibilità di destinare tanto il valore estetico quanto quello economico a clienti selezionati, aumentando la propria liquidità e immediata redditività e abbattendo parte dei costi di archivio e manutenzione. Inoltre, il sistema produrrebbe nuovi fondamentali dati sulla valutazione monetaria data dal mercato di ogni singola opera immessa nello stesso, permettendo una stima più accurata anche del valore attuale dell'intero fondo. Risulta particolarmente interessante come questo tipo di intervento, pur avendo molti vantaggi per il sistema dell'arte, presenti insidie ritenute da alcuni insormontabili, come la selezione delle collezioni o dei singoli a cui affittare le opere.

Per quanto riguarda le altre soluzioni proposte, nell'articolo viene evidenziata l'importanza di clausole contrattuali ben congegnate per favorire un maggior allineamento tra gli interessi del mercato primario e del secondario. In particolare, sarebbe possibile promuovere la collaborazione tra gallerie e gestori dei fondi introducendo accordi per il mantenimento di equity da parte delle prime e che limitino le modalità e i tempi di vendita delle opere da parte del fondo. Rendendo *common practice* negoziazioni di questo tipo, gli attori del mercato primario potrebbero mantenere un maggior controllo sull'investimento effettuato dagli art funds e di conseguenza aprire un dialogo maggiore tra i mercati. Infine, con riferimento alla normativa statunitense della Regulation Crowdfunding⁶⁹, della Regulation A+⁷⁰ e della Regulation D⁷¹, Xiang conclude la sua discussione descrivendo i possibili vantaggi di far leva sulla recente regolazione per consentire di utilizzare gli art exchange senza

⁶⁸ *ibidem*

⁶⁹ Cfr. U.S. Securities and Exchange Commission – Education. “Regulation Crowdfunding”. <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/regcrowdfunding>; U.S. Securities and Exchange Commission – Investor Bulletin. “Regulation Crowdfunding”. <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/updated-11>

⁷⁰ Cfr. U.S. Securities and Exchange Commission – Education. “Regulation A”. <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/exemptofferings/rega>; U.S. Securities and Exchange Commission – Investor Bulletin. “Regulation A”. <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/updated-1>

⁷¹ Cfr. U.S. Securities and Exchange Commission – Investor Bulletin. “Regulation D”. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/regulation-d-offerings>

dover far fronte ai proibitivi costi di un'offerta pubblica d'acquisto. Si fa riferimento all'autrice sull'argomento, non di pertinenza di questa dissertazione.

Infine, dall'esperienza dei diversi fondi d'arte che si sono succeduti nella storia possiamo delineare quali sono state le ragioni dei loro successi e dei loro fallimenti. In particolare, Segnalini, in un suo articolo per la Rivista Bancaria Minerva Bancaria⁷², punta il riflettore sul fatto che i due esempi di fondi d'arte di successo (i già citati *La Peau de l'Ours* e il BRPF) risalgono entrambi a periodi in cui la regolazione in materia era praticamente inesistente⁷³. Queste circostanze sembrano sottolineare come, da una parte, la presenza delle normative in materia non influisca nella proliferazione e nel successo di questi organismi di investimento (e anzi, si potrebbe dire che l'assenza delle stesse abbia coadiuvato il risultato positivo dei due fondi nominati); dall'altra, che la reale chiave di volta si riconosca, ancora una volta, nella struttura, le idee e soprattutto le persone che costituiscono l'art fund.

⁷² Segnalini, Silvia. “*I primi centodieci anni degli art funds: problemi e prospettive*”. Rivista Bancaria - Minerva Bancaria n. 2/2015. <https://iris.uniroma1.it/handle/11573/938934>

⁷³ “In Italia, i fondi di investimento sono stati istituiti con la legge 77 del 1983, ed i primi fondi di diritto italiano sono stati lanciati nel 1984; così come negli altri Paesi europei la loro introduzione è avvenuta più o meno nello stesso torno di anni.” *ibidem*

Capitolo 3 – Interviste agli esperti

3.1 Il parere dei professionisti dell'arte

Nel corso delle ricerche poi confluite in questa tesi ho avuto la straordinaria opportunità di confrontarmi e imparare da professionisti affermati del settore dell'arte come galleristi, art advisor, curatori, le cui opinioni saranno riportate in questo capitolo.

3.1.1 Art funds: opinioni a confronto

Dalle interviste⁷⁴ condotte, emerge innanzitutto un certo grado di diffidenza nei confronti del fenomeno dei fondi di investimento, pur non mancando un cauto ottimismo a riguardo. Avendo avuto diverse esperienze pregresse con l'investimento in arte, numerosi esperti hanno espresso la loro perplessità riguardo alla reale possibilità di superare le criticità evidenziate nei capitoli precedenti. Nonostante l'arte come asset di investimento sia consolidata, le modalità con cui questo sarebbe gestito in eventuali OICR non sembrano infatti adattarsi alla struttura corrente del mercato. Eppure, altrettanto chiaramente emerge la speranza di trovare, in futuro, una soluzione che possa portare beneficio all'intero sistema. Come detto nel capitolo precedente, i diversi profili su cui un art fund potrebbe fare leva – finanziario, economico, sociale – avrebbero il potenziale per rivoluzionare l'industria dell'arte.

Meritano in ogni caso di essere notate alcune differenze nelle risposte date dai diversi intervistati, a seconda del proprio profilo professionale e personale. Coloro che si sono confrontati più da vicino con l'investimento in arte per fini speculativi, si distinguono per la grande rilevanza data alla consulenza professionale durante la compravendita. Diversi esperti si dimostrano sostenitori di strategie di acquisto mirate e razionali, che siano funzionali alla collezione del singolo compratore; altri, invece, tengono in maggior considerazione la componente “di pancia”, sottolineando come acquistare opere che soddisfano il gusto personale tuteli dall'eventuale delusione di valutazioni monetarie inferiori alle aspettative e che dipendono largamente da tendenze di mercato. La validità di entrambi questi punti di vista è indiscussa ed affiora, in ogni caso, la linea di pensiero *in medio stat virtus*: sarà necessario bilanciare “testa” e “cuore”, coinvolgendo una serie di sensibilità acquisite con l'esperienza, e starà all'investitore affidarsi a chi ritiene più adatto per i propri obiettivi e le proprie

⁷⁴ Le domande delle interviste semi-strutturate sono riportate in Appendice.

attitudini. Un altro argomento emerso frequentemente è quello dell'educazione alla finanza e all'arte, sia come bene culturale di piacere che come asset di investimento. La necessità di promuovere l'educazione finanziaria in Italia è un tema di estrema importanza considerando che i valori medi di alfabetizzazione finanziaria, al 2020, sono risultati di 11.2 punti su 21⁷⁵ (ovvero di circa il 53%). In merito, uno degli intervistati sottolinea come la cultura finanziaria dell'investimento in arte non sia presente in Italia e che, a differenza di altri paesi in cui anche clienti profani al mondo dell'arte sono spinti a diversificare il proprio investimento, nel nostro paese questo tipo di investimento sembra riservato a chi fa già parte della nicchia dei collezionisti. Inoltre, affrontando il tema della privacy e del suo rapporto con l'opacità del mercato, alcuni intervistati hanno riferito che, nonostante ci sia sicuramente una base di verità in quanto detto a proposito, è importante sottolineare come sia talvolta il collezionista stesso a custodire con gelosia tutte le informazioni in suo possesso alimentando l'aura di segretezza che già di natura avvolge il settore. Inevitabilmente, ciò si aggiunge agli esistenti problemi di conoscibilità del percorso storico di alcune opere e accresce la sensazione che esista un grande mercato sommerso, elemento presente ma spesso limitato a pochissime opere di elevatissimo prestigio. Infine, nonostante sia diffusa tra i professionisti la concezione dell'arte nella sua duplice natura di passione e mezzo di investimento, alcuni interventi sottolineano chiaramente la necessità di portare l'attenzione al benessere degli artisti e della comunità, attraverso una cura speciale delle collezioni. Ciò porta alla luce le delicate dinamiche che questa necessità creerebbe all'interno di un fondo, dal momento che questo dovrebbe indubbiamente mantenere un equilibrio nel dualismo di cui sopra. L'etica, dunque, gioca un ruolo fondamentale, non solo nella possibile scelta delle opere da acquistare per un ipotetico fondo ma anche per quanto riguarda la gestione operativa dello stesso.

3.1.2 Opinioni sulle nuove tecnologie: la blockchain

Parlando delle opportunità e delle insidie nascoste nelle nuove tecnologie, i pareri espressi dai diversi player intervistati sono stati decisamente più contrastanti. Se per

⁷⁵ D'Alessio, Giovanni. Riccardo De Bonis, Andrea Neri e Cristiana Rampazzi. "L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020". Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia. (2020). https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf.

alcuni le innovazioni portate da DLT⁷⁶ e *blockchain*⁷⁷ possono essere la soluzione – almeno parziale – ad alcuni dei più pervasivi problemi del settore dell’arte, per altri la loro dirompenza e i rischi di speculazione che queste tecnologie potrebbero favorire le rendono meno efficaci degli attuali metodi di archivio, certificazione e circolazione delle opere. Diversi intervistati riconoscono le potenzialità della blockchain, specialmente se integrata ad una componente di intervento umano, nel semplificare alcune procedure degli esistenti sistemi di archiviazione e autentica delle opere. Infatti, viene sottolineato come negli ultimi anni l’eccessiva “fretta” nelle trattative e la mancanza di alcune importanti informazioni sulle opere⁷⁸ abbiano contaminato una parte del sistema. Risulta dunque evidente quanto tecnologie che permettano registrazioni univoche e immutabili possano trovare applicazione in questo campo. Inoltre, un altro importante orizzonte di impiego della blockchain è quello delle autentiche. Globalmente riconosciute come fondamentali per il funzionamento del mercato dell’arte, le autentiche sono documenti ufficiali emessi da storici, archivi, fondazioni o altri istituti autorevoli ed attestano l’autenticità o meno dell’opera in esame. In quanto certificazioni richieste da quasi tutti gli acquirenti, le autentiche sono inevitabilmente soggette a contraffazione. La tecnologia blockchain potrebbe, in questo senso, rendere quantomeno più complessa la falsificazione e pertanto disincentivare la stessa. Tuttavia, è necessario sottolineare che, nell’integrazione delle tecnologie in esame con le esistenti certificazioni digitali, non verrebbe risolto il problema di come collegare in maniera univoca e non falsificabile l’opera fisica alla certificazione virtuale. Infine, la tecnologia blockchain potrebbe trovare applicazione

⁷⁶ Il Ministero dello Sviluppo Economico descrive i DLT come “ “libri mastri” (o registri) elettronici, distribuiti geograficamente su un’ampia rete di nodi, i cui dati sono protetti da potenziali attacchi informatici grazie al fatto che le stesse informazioni sono ridondate, verificate e validate mediante l’adozione di diversi protocolli (o regole) comunemente accettati da ciascun partecipante”. <https://uibm.mise.gov.it/index.php/en/lotta-alla-contraffazione/servizi-per-imprese-e-consumatori/tecnologie-anticontraffazione/sot-servizio-orientamento-tecnologie-anticontraffazione/tecnologie-distributed-ledger#:~:text=Con%20il%20termine%20Distributed%20Ledger,verificate%20e%20validate%20mediante%20>

⁷⁷ Cfr. Di Piero, Massimo. "What Is the Blockchain?" in *Computing in Science & Engineering*, vol. 19 (2017). <https://ieeexplore.ieee.org/abstract/document/8024092> . Nofer, Michael, Peter Gomber, Oliver Hinze, et al. “Blockchain” in *Bus Inf Syst Eng* 59 (2017). <https://doi.org/10.1007/s12599-017-0467-3> .

⁷⁸ Nonostante il lavoro continuo degli archivi nel ricostruire la storia di ciascun bene, la complessità dell’argomento fa sì che spesso la collocazione o la provenienza di alcune opere non sia conosciuta.

nel garantire la corretta applicazione del diritto di seguito degli artisti, argomento per cui si rimanda alla disamina specifica⁷⁹.

Naturalmente, i pareri raccolti non hanno mancato di evidenziare punti critici e potenziali rischi delle DLT. Infatti, sono state sottolineate le problematiche tecniche e strutturali che la blockchain al momento presenta, quali la scarsa sostenibilità ambientale, la necessità di coordinamento della pleora di piattaforme private attualmente presenti sul mercato e, di contro, il rischio di accentrimento nel caso in cui si giungesse a una gestione unitaria di queste. Per quanto si stia cercando di rendere le nuove generazioni di blockchain (e DLT in generale) maggiormente sostenibili, la quantità di energia richiesta dai server per raccogliere i “blocchi” e per creare algoritmi di criptazione e decrittazione è massiccia. Vi è poi il problema etico, appunto, della gestione delle “catene” stesse e, se anche si giungesse a un accordo sovranazionale in merito, sarebbe necessario creare una disciplina adeguata a supporto del sistema e dei diritti che in questo sarebbero coinvolti.

Parlando di arte e tecnologia, è inevitabilmente emerso l’argomento dei *Non Fungible Tokens* o NFT⁸⁰. In merito, mi limiterò a riportare le generali sensazioni dei professionisti intervistati, ovvero che questi in quanto arte autonoma non siano altro che una bolla speculativa ormai scoppiata. Di nuovo, però, viene sottolineato come la base tecnologica possa essere sfruttata dal mercato in maniera positiva, per gli stessi temi discussi poco sopra, nel prossimo futuro.

3.2 Conclusioni

In conclusione, il vastissimo e in molti casi ancora inesplorato mercato dell’arte presenta, a chi scava oltre la superficie, le sue infinite opportunità. Nonostante le

⁷⁹ Cfr. Zhao, Zhao. "Fulfilling the Right to Follow: Using Blockchain to Enforce the Artist's Resale Right." *Cardozo Arts & Ent. LJ* 39 (2021). <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/caelj39&div=10&id=&page=> .
Tresise, Annabel. Jake Goldenfein, and Dan Hunter. "What blockchain can and can't do for copyright." (2018). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3227381 .
Rainone, Angelo. "La disciplina della blockchain e le sue implicazioni pratico-applicative: il caso del diritto d'autore". Relatori Prof. Marco Ricolfi e Prof. Riccardo de Caria. [Tesi di Laurea Magistrale a ciclo unico] Università degli Studi di Torino, Torino (2021). <https://www.studiotorta.com/wp-content/uploads/2023/01/Angelo-Rainone-Tesi.pdf> .

⁸⁰ Cfr. Nadini, Matthieu. Laura Alessandretti, Flavio Di Giacinto, et al. "Mapping the NFT revolution: market trends, trade networks, and visual features". *Sci Rep* 11, 20902 (2021). <https://doi.org/10.1038/s41598-021-00053-8> .
Taherdoost, Hamed. "Non-Fungible Tokens (NFT): A Systematic Review" *Information* 14, no. 1: 26 (2023). <https://doi.org/10.3390/info14010026> .
Ito, Kensuke, Kyohei Shibano, and Gento Mogi. "Predicting the Bubble of Non-Fungible Tokens (NFTs): An Empirical Investigation". (2022). arXiv preprint arXiv:2203.12587 .

critiche e i dubbi di molti, ritengo concretamente possibile ampliare la visione attuale dell'industria artistica attraverso un approccio più eclettico alla materia. Le caratteristiche dei due mercati in esame – quello dell'arte e quello degli strumenti finanziari e dell'investimento – li portano ad avere le potenzialità per scontrarsi e fondersi in un nuovo ramo del mercato, produttivo dal punto di vista economico, ma anche sotto molti altri aspetti. Tra questi, non può essere ignorata l'importanza che progetti come quello descritto potrebbero avere in un paese come l'Italia, nazione che ospita 58 siti UNESCO e globalmente riconosciuta come scrigno d'arte antica, moderna e contemporanea. La mancanza di letteratura specifica estensiva e di incentivi alla discussione della materia appare ossimorica in uno Stato che potrebbe essere, invece, *pioneer* nel settore dell'investimento in arte. Di certo, la mancanza di fiducia che imperversa il sistema finanziario non favorisce la nascita di progetti d'investimento – e tantomeno di investimento *art-based* – anche a causa della sopracitata scarsità di educazione in materia. Nonostante ciò, la possibilità di concretizzare il progetto di un fondo d'arte italiano attraverso un business di nuovo tipo che può interessare gli intermediari finanziari non bancari (come sono le SGR) non può essere sottovalutata, soprattutto in un momento in cui i beni tradizionali oggetto di intermediazione si sono dimostrati fallaci⁸¹.

La speranza, da ultimo, è quella di stimolare una discussione appassionante e sana su argomenti che rispondono ad alcuni degli istinti più profondi dell'essere umano e, idealmente, creare opportunità di investimento con esternalità positive. Riuscire a raggiungere un risultato di questo tipo permetterebbe di assottigliare la distanza tra arte e finanza senza sacrificare la componente etica.

⁸¹ Professor Francesco Capriglione, da intervista inedita. Maggio 2023, Roma.

Appendice

Domande per interviste semi-strutturate

1. Il mercato dell'arte è stato descritto da molti in letteratura come opaco ed elitario, data la grande riservatezza di cui è pervaso. Cosa pensa di questo punto di vista?
2. In che grado, nella sua professione e per la sua esperienza, ha conosciuto il fenomeno dei fondi d'investimento in arte?
 - a. Qual è la sua idea nei confronti del fenomeno?
 - b. Ha avuto esperienza in prima persona di questi strumenti di investimento?
3. Quali insidie crede ci siano nell'investimento in arte?
4. Quali invece i punti di forza su cui fare leva?
5. Le criticità dei fondi d'arte e dell'investimento in arte sottolineate dalla letteratura sono: illiquidità, limitatezza delle informazioni e asimmetrie, accessibilità al mercato primario elitario, barriere regolatorie. Cosa pensa a riguardo?
6. Pensa che il diritto d'autore e il diritto di seguito potrebbero essere ampliati significativamente da mezzi tecnologici come la certificazione in blockchain?
 - a. Quale differenza potrebbe esserci in questo tra il mercato primario e il secondario?
 - b. Quali problemi crede potrebbero sopraggiungere?
7. Se pensa ci siano altre informazioni utili che non sono emerse da queste domande, la prego di aggiungere ciò che preferisce.

Bibliografia e sitografia

Alpa, Guido, Capriglione Francesco. “Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”. CEDAM (1998).

Annunziata, Filippo. “Collective Investment Undertakings in the EU: How to Frame a Definition after the AIFMD” (2017). RTDF N° 1 - 2017, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2956246.

Argan, Giulio C. “Critica d’arte”. Enciclopedia del Novecento (1975). https://www.treccani.it/enciclopedia/critica-d-arte_%28Enciclopedia-del-Novecento%29/ .

Art For Breakfast. “Glossario D’Asta.” (2017). <https://artforbreakfast.it/2016/12/01/glossario-dasta/#:~:text=Hammer%20Price%20%E2%80%93%20il%20prezzo,acquist%20della%20casa%20d'aste.&text=Invenduto%20%E2%80%93%20quando%20un'opera%20non,0%20non%20vi%20sono%20affatto> .

Artfundassociation.com. “ARTFA: The Art Fund Association.” The Art Fund Association LLC. https://artfundassociation.com/_what_are_art_funds/characteristics.html .

Banca d’Italia. “Finanza sostenibile”. <https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/index.html> .

Banca d’Italia. “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.”. Provvedimento 19 Gennaio 2015, aggiornata al 29 Novembre 2022. Titolo V – Organismi di investimento collettivo del risparmio. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/index.html> .

Banca d’Italia. “Revisione della Disciplina Secondaria in materia di Gestione Collettiva del Risparmio. Modifiche al Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio in materia di Approvazione dei Regolamenti dei Fondi e Comitati dei Partecipanti”. 14 aprile 2005. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2010/provv-14-5-2005/provv-14-4-2005-modifiche.pdf> .

Banca d’Italia per la cultura finanziaria – L’Economia per tutti. “Fondi comuni di investimento”. <https://economieapertutti.bancaditalia.it/investire/fci/index.html> .

Barcellona, Eugenio. “La Gestione Collettiva Del Risparmio a Seguito Della Direttiva GEFIA: Investment Companies, Family Offices, Club Deals, SPAC, Holding Companies.”. Vol. 420. Milano: Giuffrè (2018).

Cannon-Brookes, Peter. “Art Investment and the British Rail Pension Fund”, 15 Museum Mgmt. & Curatorship (1996).

Capriglione, Francesco. “I fondi chiusi di beni d’arte”. Rivista di Diritto Civile (2007).

Caves, Richard E. “Contracts between Art and Commerce.” The Journal of Economic Perspectives 17, no. 2 (2003): 73–84. <http://www.jstor.org/stable/3216857>.

Cesarini, Francesco, e Paolo Gualtieri. “I fondi comuni di investimento”. Il Mulino (2005).

Commissione Europea. “Sustainable finance”. https://commission.europa.eu/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en.

Consob – Investor Education. <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>.

D’Alessio, Giovanni. Riccardo De Bonis, Andrea Neri e Cristiana Rampazzi. “L’alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell’indagine della Banca d’Italia del 2020”. Questioni di Economia e Finanza, Banca d’Italia. (2020). https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/QEF_588_20.pdf.

De Luise, Fulvia, Farinetti Giuseppe. “Lezioni di storia della filosofia”, Zanichelli editore (2010).

Deloitte. “Art and Finance Report 2021” (2021). <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/art-finance/articles/art-finance-report.html>.

Di Cerbo, Anna Chiara. “Profili Giuridici e Quantitativi dell’ Investimento in Beni d’Arte”. Relatore Prof.ssa Mirella Pellegrini. [Tesi di Laurea Magistrale] LUISS Guido Carli, Roma (2015).

Di Pierro, Massimo. "What Is the Blockchain?" in Computing in Science & Engineering, vol. 19 (2017). <https://ieeexplore.ieee.org/abstract/document/8024092>.

Eckstein, Jeremy. “Art Funds as Asset Class”, in “Fine Art And High Finance: Expert Advice On The Economics Of Ownership” (Clare McAndrew ed., 2010).

Francescon, Alessandro. “La fiscalità diretta degli OICR e dei loro partecipanti”. Relatore Ch. Prof. Ernesto Marco Bagarotto. [Tesi di Laurea Magistrale]

Università Ca' Foscari, Venezia (2018).
<http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/13185/838232-1214871.pdf> .

Horowitz, Noah. “Art of the Deal: Contemporary Art in Global Financial Market”, Princeton Press (2011).

Howard, Jeremy. “art market”, Encyclopedia Britannica (2023).
<https://www.britannica.com/topic/art-market> .

Ito, Kensuke, Kyohei Shibano, and Gento Mogi. “Predicting the Bubble of Non-Fungible Tokens (NFTs): An Empirical Investigation”. (2022). arXiv preprint arXiv:2203.12587 .

Izzo, Biagio, e Marco Cerrato. “Possesso Breve e Vendite Frequenti Qualificano Mercanti e Speculatori.”, Il Sole 24 Ore (2023).
<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=39928295#/showdoc/39928295/breve|frequenti|possesso|vendite?ref=pullsearch> .

Jenny White, “Art Funds: The Good, the Bad, and the Ugly”, PRIV. ART INVESTOR (2015), <http://www.privateartinvestor.com/art-finance/art-funds-the-good-the-bad-and-the-ugly> [<http://perma.cc/5XTP-38K3>] .

Li, Yuexin, Xiaoyin Ma, e Luc Renneboog. “In Art We Trust.” Management Science (2022). <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4633> .

Matisse, Henri. Citato in: Press, Clayton. “*Artful Art Investment: The Skin Of The Bear*”, Forbes (2017).
<https://www.forbes.com/sites/claytonpress/2017/10/24/artful-art-investment-the-skin-of-the-bear/?sh=40b45f836988> .

McAndrew, Clare. “The Art Market 2022 - An Art Basel and UBS Report” (2022). <https://www.artbasel.com/about/initiatives/the-art-market> .

MISE - Ministero dello Sviluppo Economico. “Tecnologie Distributed Ledger”. <https://uibm.mise.gov.it/index.php/en/lotta-alla-contraffazione/servizi-per-imprese-e-consumatori/tecnologie-anticontraffazione/sot-servizio-orientamento-tecnologie-anticontraffazione/tecnologie-distributed-ledger#:~:text=Con%20il%20termine%20Distributed%20Ledger,verificate%20e%20validate%20mediante%20> .

MOMA Learning. “Marcel Duchamp and the readymade”.
https://www.moma.org/learn/moma_learning/themes/dada/marcel-duchamp-and-the-readymade/#:~:text=%E2%80%9CReadymades%2C%E2%80%9D%20as%20he%20called,mere%20choice%20of%20an%20artist.%E2%80%9D .

Moloney, Niamh. “EU Securities and Financial Markets Regulation”. Oxford University Press (2014).

Morley, John. “The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation”. The Yale Law Journal (2014). https://www.yalelawjournal.org/pdf/1228.Morley.1287_zmw59iqn.pdf .

Nadini, Matthieu. Laura Alessandretti, Flavio Di Giacinto, et al. “Mapping the NFT revolution: market trends, trade networks, and visual features”. Sci Rep 11, 20902 (2021). <https://doi.org/10.1038/s41598-021-00053-8> .

Nofer, Michael, Peter Gomber, Oliver Hinz, et al. “Blockchain” in Bus Inf Syst Eng 59 (2017). <https://doi.org/10.1007/s12599-017-0467-3> .

Öztürkhal, Belma e Togan Eğrican, Asli. “Art Investment: hedging or safe haven through financial crises”, Journal of Cultural Economics 44 (2020). <https://doi.org/10.1007/s10824-019-09371-2> .

Parlamento Europeo e Consiglio. “Direttiva 2011/61/EU sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010”. Art. 4. Par. 1. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061> .

Performance Trading. <https://www.performancetrading.it/Glossario/Mi.htm> .

Rainone, Angelo. “La disciplina della blockchain e le sue implicazioni pratico-applicative: il caso del diritto d’autore”. Relatori Prof. Marco Ricolfi e Prof. Riccardo de Caria. [Tesi di Laurea Magistrale a ciclo unico] Università degli Studi di Torino, Torino (2021). <https://www.studiotorta.com/wp-content/uploads/2023/01/Angelo-Rainone-Tesi.pdf> .

Schopenhauer, Arthur. “Il mondo come volontà e rappresentazione” (libro III, §§ 36 e 38, p. 223-235) (I ed. italiana 1913).

Segnalini, Silvia. “I primi centodieci anni degli art funds: problemi e prospettive”. Rivista Bancaria - Minerva Bancaria n. 2/2015. <https://iris.uniroma1.it/handle/11573/938934> .

Taherdoost, Hamed. “Non-Fungible Tokens (NFT): A Systematic Review” Information 14, no. 1: 26 (2023). <https://doi.org/10.3390/info14010026> .

Testo Unico sulla Finanza (D. Legisl. 58/1998). https://www.consob.it/documents/1912911/1962639/dlgs58_1998.pdf/72a502a7-c9ed-a632-81b2-0434d82ae0aa .

Tresise, Annabel. Jake Goldenfein, and Dan Hunter. "What blockchain can and can't do for copyright." (2018). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3227381 .

U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.investor.gov/> .

Willette, Randall J. David Eckner. "Art Investment Vehicles and the Challenges of the Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD)". (2016). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2722743> .

Wilson, Martin. Capitolo 14 - "Art funds" in "Art Law and the Business of Art". Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing (2022).

Xiang, Alice. "Unlocking the Potential of Art Investment Vehicles.", *The Yale Law Journal* (2018). <https://www.yalelawjournal.org/comment/unlocking-the-potential-of-art-investment-vehicles> .

Zhao, Zhao. "Fulfilling the Right to Follow: Using Blockchain to Enforce the Artist's Resale Right." *Cardozo Arts & Ent. LJ* 39 (2021). <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/caelj39&div=10&id=&page=> .

Ringraziamenti

Ringrazio immensamente la Professoressa Mirella Pellegrini, mia guida professionale e accademica ma soprattutto umana.

Ringrazio il Professor Francesco Capriglione, senza il quale questa tesi sarebbe infinitamente più povera.

Ringrazio chi si è lasciato rubare da me del tempo prezioso e ha ispirato questa tesi:

Francesco Ercolino, direttore ed Art Advisor presso l'Ulisse Gallery di Roma.

Niccolò Fano, direttore della Materia Gallery di Roma.

Flavio e Ilaria Ferri, di Fondazione per l'Arte.

Dott. Enrico Gatti, fondatore ed Art Advisor presso Area Consulting.

Dott.ssa Giulia Mezzi, PhD.

Massimo Perfetti, professore di storia dell'arte.

Saverio Verini, curatore e docente del corso "*I Curatori di Mostre: breve introduzione a un mestiere misterioso*" presso la LUISS Guido Carli.

Ringrazio Mattia Lullini, cofondatore e direttore della NEVVEN Gallery di Gothenburg, e Yuying Hu – assistente di galleria presso la stessa – per avermi accolta e guidata, dandomi un'insperata opportunità.

Ringrazio l'Ing. Claudio Lautizi, instancabile mecenate.

Ringrazio le amicizie nate da poco e coltivate a distanza, che nonostante tutto hanno sapore di casa e pizza straniera mangiata per terra.

Ringrazio i miei amici di questi tre anni, le serate dai ragazzi, le pizze fritte, le ore interminabili a "studiare" insieme.

Ringrazio la mia amica cancerina, l'estate a casa a preparare per l'ennesima volta gli stessi esami, Piso, i consigli che conservo.

Ringrazio le mie amiche di sempre, a cui non saprò mai dire a parole quasi nulla. La condivisione della nostra sorellanza ha reso tutto affrontabile.

Ringrazio zia Francesca e zio Massimo – rispettivamente esperta ed appassionata di storia dell'arte ed Account Technology Strategist ed esperto IT – per i preziosi consigli.

Ringrazio la mia famiglia, i miei genitori (indispensabili), mia sorella (irraggiungibile), per l'amore il supporto e gli aperitivi. Ringrazio chi non mi ha visto laureata ma mi guarda laurearmi da un qualche posto. Una nomina speciale a Nonno Domenico, che mi ha insegnato a leggere col Messaggero e a voler conoscere l'etimologia di ogni parola; a Zio Alcide, che per due anni mi ha chiesto ogni giorno la differenza tra legge e decreto-legge; a Zio Paolo.

Haec ornamenta mea.