



Dipartimento di Impresa e Management
Corso di Laurea in Economia e Management
Cattedra di Economia E Gestione Delle Imprese

**ARTE COME ASSET STRATEGICO: ANALISI DI
MERCATO E OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO**

Prof .Adinolfi Alfonsoluca

Relatore

Crocini Anna Virginia

Candidato

Anno Accademico **2024/2025**

1.	Il mercato dell'arte	5
1.1	Breve storia del mercato dell'arte	5
1.2	Struttura del mercato e principali attori	9
1.3	L'offerta di opere d'arte e la segmentazione di mercato	11
1.3.1	Segmentazione orizzontale: mercato primario e secondario	13
1.3.2	Segmentazione verticale	14
1.4	Caratteri strutturali del mercato	18
1.5	La domanda d'arte	19
1.6	Tipologie di acquirenti d'arte	22
2.	Il collezionismo: motivazioni e modelli di consumo	25
2.1	La domanda collezionistica	29
2.2	Il consumo di arte e il livello di utilità del consumatore	30
2.2.1	Teoria degli addictive goods di Becker e Stigler	32
2.2.2	Teoria della dipendenza razionale di Becker e Murphy	34
2.3	Il collezionismo aziendale	36
2.4	Genesi e struttura delle corporate art collection	41
2.4.1	JP Morgan Chase Art Collection	42
2.4.2	UBS	44
2.4.3	UniCredit	45
2.4.4	Intesa San Paolo	45
2.4.5	Deutsche Bank	46
2.4.6	Bank of America	47
2.5	Arte e impresa: il caso di Banca Ifis	47
2.5.1	Intervista a Carmelo Carbotti, promotore dell'Osservatorio di Economia della Bellezza di Banca Ifis	49
2.6	La domanda speculativa	53
2.6.1	Caratteristiche della domanda speculativa	54

3. L'investimento in arte contemporanea	59
3.1 Arte: un investimento alternativo	59
3.2 Arte e wealth management: analisi del rapporto Art & Finance (2024)	60
3.3 Mercato artistico e mercato finanziario a confronto	63
3.4 Il "superstar phenomenon"	67
3.4.1 Esternalità di rete nel mercato dell'arte	68
3.4.2 I feedback positivi e le strategie di valorizzazione	70
3.5 Scelte di investimento e arte in portafoglio	72
3.6 Rischi e rendimenti degli investimenti in arte	73
3.7 Gli indici del mercato dell'arte	75
3.7.1 Caratteristiche determinanti nella definizione dei prezzi di opere d'arte	78
3.7.2 I principali indici d'arte	78
3.8 Gli art funds	81
3.8.1 Strategie di investimento dei fondi d'arte	82
3.8.2 La nascita dei fondi d'arte	84
3.8.3 I principali fondi d'arte	85
3.8.4 Nuove tendenze	87
4. Arte: un possibile bene rifugio	88
4.1 Introduzione al concetto di bene rifugio	88
4.1.1 Il fenomeno flight-to-quality	89
4.1.2 Le principali categorie di beni rifugio	90
4.2 Il ruolo dell'arte come investimento alternativo	92
4.3 Obiettivi e metodologia di analisi	94
4.3.1 Obiettivi della ricerca	94
4.3.2 Metodologia	95

4.3.3 Accenni descrittivi degli indici considerati	96
4.4 Analisi grafica comparativa: Artprice Global Index in relazione al prezzo dell'oro e agli indici finanziari	99
4.5 Risposta degli asset agli shock sistemici (1998-2025)	103
4.5.1 Bolla delle dot-com	103
4.5.2 Attentati terroristici dell'11 settembre 2001	104
4.5.3 Crisi dei mutui subprime e fallimento di Lehman Brothers	105
4.5.4 Pandemia Covid-19	107
4.5.5 Conflitti Russia-Ucraina e crisi energetica	109
4.6 Il mercato dell'arte: analisi per medium	110
4.6.1 Rendimento e resilienza delle singole categorie	111
4.7 Considerazioni comparative conclusive	113
Bibliografia	118
Sitografia	120

1. Il mercato dell'arte

1.1 Breve storia del mercato dell'arte

L'arte è sempre stata oggetto di commercializzazione, seppur con dinamiche e forme parzialmente differenti da quelle odierne: basti pensare alle numerose opere che venivano commissionate agli artisti dai nobili o dagli ecclesiastici, o al sostegno economico e materiale fornito dai mecenati nel periodo rinascimentale.

Tra il XVII e il XVIII secolo la classe borghese assume una posizione di crescente importanza e la figura del mercante d'arte ha un ruolo ben definito: quello di intermediario tra gli artisti e i ricchi privati desiderosi di acquistare prestigio ampliando la propria collezione di opere. Tuttavia, l'attuale struttura del mercato dell'arte, basata sul sistema delle gallerie private, affonda le sue radici nella Francia di fine Ottocento, in opposizione alla chiusura e alla rigidità dell'organizzazione ufficiale delle arti plastiche dominata dall'*Académie des-beaux arts*¹. Furono tre le tappe che contribuirono maggiormente allo smantellamento del sistema accademico dominante fino a quel momento: la nascita del *Romanticismo* attorno al 1830; l'apertura, davanti all'*Esposizione Universale* di Parigi, del *Pavillon du Realisme* di Gustave Courbet; e, per ultima, l'esposizione di Edouard Manet dell'opera *Le déjeuner sur l'herbe* al *Salon des Refuses* voluto da Napoleone III.

Da quel momento, l'arte inizia ad essere largamente commercializzata generando un giro d'affari notevolmente superiore al passato, grazie soprattutto alla fine della supremazia del fenomeno del patronato e delle opere d'arte su commissione. La Francia

¹ Francesco Poli: *Il sistema dell'arte contemporanea: produzione artistica, mercato, musei*, Roma-Bari, Laterza, 2011

e la Gran Bretagna costituivano i due epicentri del settore e riunivano i maggiori artisti, mercanti, acquirenti e critici d'arte, in grado di determinare la nascita della fama o il declino degli artisti. È proprio in Gran Bretagna che, nella seconda metà del Settecento, nacquero le prime case d'asta tra cui Sotheby's e Christie's, destinate a diventare i maggiori colossi a livello globale tanto da detenere ancora oggi la supremazia del settore.

Agli inizi del 1900, a seguito del periodo di recessione che l'Europa stava affrontando, l'America acquisì un rilievo importante nel mercato dell'arte, cosicché molti artisti e commercianti rivolsero la loro attenzione oltreoceano, mentre gli acquirenti americani cominciarono ad acquistare numerose opere. “*Europe had plenty of art and America had plenty of money*”, come sintetizzava Joseph Duveen, considerato uno dei più rinomati *art dealers* di sempre².

Con il crollo di Wall Street, il 29 ottobre 1929, anche il mercato dell'arte è travolto da un periodo di crisi. Poi però, dopo un periodo di incertezza, le opere d'arte tornano ad essere acquistate come bene rifugio, favorendo la ripresa del mercato fino al *boom* degli anni '50. In questi anni, il mercato inizia ad assumere una connotazione simile a quella attuale. Nascono gallerie prestigiose, tra cui *Art of This Century* di Peggy Guggenheim, e vengono consacrati celebri musei come il *Museum of Modern Art* e il *Guggenheim Museum*.

Nel 1960, mentre a Parigi si respirava un clima sfavorevole per il commercio dell'arte, dovuto soprattutto all'introduzione di nuove norme sulla tassazione delle opere d'arte, a

² McAndrew Clare: *Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press New York, 2010

dominare furono le piazze di Londra e di New York. Sono gli anni di Andy Warhol, padre della Business Art, come egli stesso voleva essere considerato: “*Voglio essere un Business Man dell’arte o un Artista del Business*”³, e delle sue Factory. Sebbene l’artista abbia pienamente abbracciato il concetto di *Business Art* solo alla fine del decennio, le basi di questa idea erano già presenti fin dagli esordi della Pop Art. Non è un caso che la sua prima opera pop esposta in una mostra raffigurasse 200 banconote da 1 dollaro, messe in vendita per 200 dollari: un gesto che avvicinava l’arte al suo puro valore di scambio.

Il decennio successivo, invece, fu caratterizzato da una forte recessione e da una contemporanea crescita delle vendite di manufatti artistici, ritenuti una potenziale copertura contro l’inflazione. Per questo, molti soggetti, tra cui banche ed imprese, iniziarono a nutrire interesse per le forme d’arte e si avvicinarono a questo mondo.

Il culmine fu raggiunto negli anni ’80, quando il mercato dell’arte fu caratterizzato dall’emergere di prezzi record alle aste, specialmente nel settore moderno e contemporaneo. La Grande Mela si consolidò definitivamente come la capitale mondiale del mercato, ed il vero propulsore della produzione artistica erano proprio l’economia e l’elevato potere di acquisto degli americani: l’arte si apprestava sempre più a diventare uno status symbol ed un bene sul quale investire. Jeffrey Deitch, noto gallerista e curatore d’arte americano, definisce questo aspetto dell’economia consumistica come “*warholizzazione dell’arte*”, poiché è proprio in questi anni che cambia il criterio con cui l’artista viene valutato: se prima il valore era determinato dalla sua presenza nei musei, nelle collezioni private o dal riconoscimento della critica, da

³ Maestosi Vaniel (a cura di), *Warhol tra Pop Art e Business Art*

quel momento in poi le opere di maggior valore sono quelle il cui prezzo di mercato risulta più elevato. Il merito viene quindi surclassato dalla capacità di avere le giuste relazioni, di essere citati nelle riviste finanziarie. Jeff Koons rappresenta uno degli artisti più centrali di questo nuovo sistema, uno dei primi, sulla scia di Warhol, a rivestire il ruolo del *business artist*, allontanandosi dallo stereotipo di artista maledetto perfettamente incarnato, fino a quel momento, da Jean-Michael Basquiat. Conseguentemente alla forte espansione del mercato artistico emerse la necessità di dare visibilità alle numerose opere d'arte di avere dunque ambienti idonei dedicati a questo scopo. Nacquero e si diffusero così le “*super-gallerie*”, quelle che Thompson definisce “gallerie di brand”⁴, caratterizzate da un’ampia disponibilità economica ed ampi spazi espositivi. Si tratta di gallerie del calibro di *Larry Gagosian*, *White Cube* o *Gladstone*, per citarne alcune.

Tuttavia il *boom* economico di questi anni, legato soprattutto alle mode e alle speculazioni nei giovani artisti, si arresta alla fine degli anni '80, all'indomani della fine della Guerra Fredda.

Dopo il catastrofico inizio del nuovo decennio, si apre il periodo d'oro delle grandi Case d'Asta che, favorite dalla globalizzazione dei mercati e dai crescenti legami dell'arte con la finanza, iniziano ad assumere le caratteristiche di vere e proprie multinazionali. Emergono i primi *Art Investment Funds* e i primi servizi di *Private Banking* dedicati al settore dell'arte, un bene sempre più presente all'interno dei portafogli di investimento. Oggi il denaro ha invaso il mondo dell'arte in un modo che lo stesso Andy Warhol non avrebbe mai immaginato. Un ristretto gruppo di mega-gallerie e i loro artisti-oligarchi

⁴ Donald Thompson: *Lo squalo da 12 milioni di dollari*, Mondadori (2009)

detengono il controllo finanziario e il potere, rendendo il prezzo più rilevante della profondità concettuale. Gli artisti che non sono inclusi in queste dinamiche di cifre multimilionarie rimangono ai margini. Nel frattempo, Warhol — nonostante sia scomparso da quasi quarant'anni — continua a essere un pilastro del mercato e a registrare record d'asta.

Figura 1.1: *Warhol regulary signed U.S. currency, sold at Christie's in 2012 for £8,125*

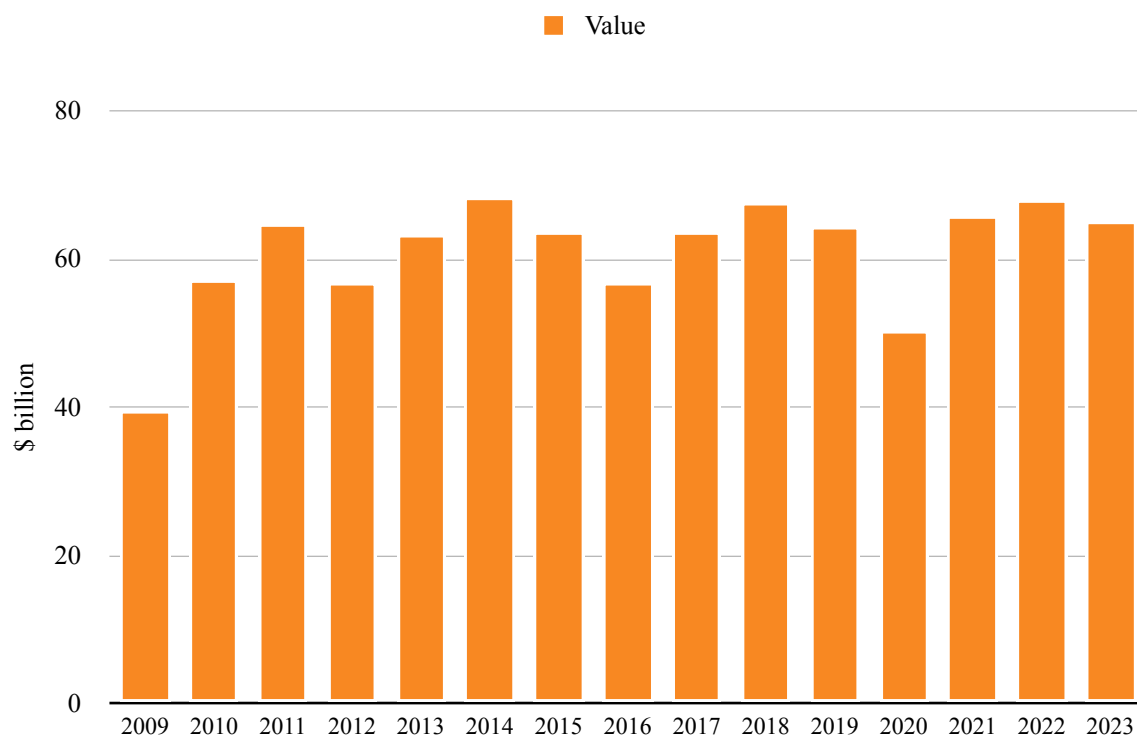


1.2 Struttura del mercato e principali attori

Il mercato dell'arte è un mercato complesso in cui operano diversi attori (artisti, galleristi, critici, collezionisti, curatori, mediatori..) con diversi interessi (creazione, valutazione, vendita, esposizione, collezione..). Tuttavia, parlare di *mercato dell'arte* al singolare non è sempre appropriato, sarebbe altresì più corretto, in alcuni casi, parlare di *mercati dell'arte*, evidenziando l'eterogeneità e la frammentazione caratteristiche del settore, che analizzeremo nello specifico nei paragrafi a seguire.

Negli ultimi anni, il mercato dell'arte è fortemente cambiato rispetto a quello del recente passato. A conferma di ciò vi è l'incremento del volume di affari e la crescita di fatturato in termini di milioni, generato soprattutto dall'affermazione dell'arte moderna e contemporanea. Secondo quanto riportato da *The art market*, il report redatto da Art Basel in collaborazione con UBS, nel 2023 il mercato dell'arte avrebbe raggiunto un fatturato stimato di 65.0 miliardi di dollari. Seppur in calo del -4% rispetto al 2022, dal 2009 al 2023 si è registrata una crescita del 40%.

Figura 1.2: *Vendite nel mercato dell'arte globale 2009-2023*



Fonte: Art Economics, 2024

Sebbene permangano le peculiarità intrinseche della natura dei beni scambiati in questo mercato - tra cui originalità, unicità di ideazione, aderenza ai canoni estetici e culturali

di un dato contesto storico, permeabilità alle tendenze e ai costumi, maturazione delle plusvalenze finanziarie ad essi connesse in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo - si è assistito, al contempo, ad un mutamento geografico e tipologico del mercato stesso. In particolare, a cambiare sono state la cultura del collezionismo e la natura della domanda e dell'offerta, che non si riducono più solamente all'azione di acquirenti e venditori ma sono influenzate e vincolate anche dall'azione di altri operatori di mercato: artisti, galleristi, case d'asta, critici, musei. È evidente come tutto ciò abbia avuto un riflesso sulle forme che il mercato ha assunto: negli ultimi decenni si è assistito, da un lato, ad un'allargamento delle vendite di opere d'arte nei Paesi storicamente meno attivi o inattivi sul mercato (in particolare nel continente europeo ed asiatico); dall'altro ad un incremento del numero di vendite e di offerte di vendita sia tramite aste internazionali che tramite fiere o vendite private. Tutto questo, unito alle minori limitazioni geografiche, ha condotto ad una *globalizzazione* dell'offerta di mercato e ad una diminuzione delle asimmetrie informative, con risvolti significativi in termini di trasparenza, analisi, velocità e comparabilità delle informazioni, ma anche di democraticità nella formazione dei prezzi.

1.3 L'offerta di opere d'arte e la segmentazione di mercato

Il mercato dell'arte è diviso in segmenti, talvolta così diversi tra loro che è possibile parlare di mercati e sistemi diversi e con poche interazioni reciproche. Da ciò dipende, ad esempio, la scelta del luogo di collocazione delle gallerie d'arte, primo punto di incontro tra venditori ed acquirenti. La segmentazione permette alle gallerie di posizionarsi in una specifica nicchia di mercato e di sviluppare un vantaggio

competitivo rispetto alla concorrenza con l'obiettivo di raggiungere un determinato target di acquirenti: una galleria ubicata a Parigi, ad esempio, si rivolgerà presumibilmente ad una clientela di età matura e alto spendente. Philip Kotler, definito come il "quarto guru del management" dal Financial Times, è uno dei pionieri di questa teoria (*brand positioning*, 1976), secondo cui il posizionamento dell'azienda o del prodotto è cruciale per il suo successo. Nell'ambito delle gallerie d'arte, sono fondamentali sia il posizionamento fisico, che permette di mantenersi in relazione con i principali centri geografici dell'arte; sia il posizionamento dell'offerta delle opere nel segmento di mercato individuato per garantirne il successo, non necessariamente correlato al numero delle vendite. Dunque, il posizionamento è essenziale per la creazione di un'identità distintiva che consenta la valorizzazione delle opere d'arte e un adattamento efficace ai cambiamenti di mercato. Ad esempio, vi sono gallerie che avendo relazioni consolidate con musei ed istituzioni, possiedono opere destinate principalmente alla vendita pubblica o aziendale anziché privata. Si tratta soprattutto di opere difficilmente vendibili ai privati poiché per loro natura richiedono spazi di allestimento particolarmente vasti.

Nel mercato dell'arte sono utilizzate diverse definizioni per classificare i differenti settori delle *fine arts*⁵. Il mercato può essere segmentato seguendo molteplici criteri: di natura temporale (arte antica; arte moderna; arte contemporanea); di natura geografica (mercato internazionale; mercato nazionale; mercato locale); di carattere distributivo (mercato primario; mercato secondario); di carattere qualitativo (pittura; scultura;

⁵ per fine art si intendono disegni, pitture e sculture ammirati per la propria bellezza e che non hanno un uso pratico

fotografia; video ecc.) o seguendo altri parametri quale ad esempio la capacità di acquisto dei collezionisti (fascia bassa; fascia media; fascia alta).

1.3.1 Segmentazione orizzontale: mercato primario e secondario

Il mercato dell'arte si articola su due segmenti: primario e secondario. Il mercato primario è il luogo in cui le opere vengono presentate al primo acquirente per la prima volta e comprende: atelier di artisti, gallerie e fiere d'arte. È qui che si realizzano le più significative innovazioni in termini di ricerche artistiche e, per questo, è considerato *marketing-intensive*, data la necessità di ingenti investimenti in comunicazione e nella promozione dei giovani talenti da parte dei galleristi che “scommettono” per primi sulle opere degli artisti.

Il mercato secondario, invece, ha per oggetto vendite successive alla prima ed è costituito da canali di vendita pubblici, come le case d'asta o le vendite online (siano queste *dealer-to-dealer* o *collector-to-collector*), dai curatori, ma anche da tutte le gallerie che trattano artisti ormai storicizzati o *blue chip*⁶. Nel mercato secondario gli operatori godono generalmente di un vantaggio informativo, poiché dispongono di informazioni sia sugli artisti che sulle loro quotazioni di mercato.

Il mercato primario e quello secondario sono due settori ben distinti, con logiche, regole e modelli di business completamente differenti. Prendendo ad esempio le gallerie, se da un lato quelle che lavorano nel mercato primario svolgono un'attività di ricerca, promozione e finanziamento diretto a beneficio degli artisti immettendo le loro opere

⁶ si tratta di artisti di spicco, riconosciuti per il loro valore di mercato elevato e costante nel tempo

nel circuito internazionale dell'arte, dall'altro le gallerie che operano nel mercato secondario lavorano sotto il profilo commerciale comprando e rivendendo opere che precedentemente sono state valorizzate dal lavoro svolto dal settore primario. Lo stesso vale per le aste, manifestazioni di carattere prettamente commerciale che immettono sul mercato opere di artisti già affermati.

Quanto alle procedure di acquisto, invece, le gallerie e le case d'aste operano in maniera diametralmente opposta: nel primo caso si parte da un prezzo alto per poi eventualmente scendere nell'ambito di una contrattazione; nel secondo caso si comincia con un'offerta minima per poi salire fino al prezzo di aggiudicazione. Questo ha chiaramente un impatto psicologico opposto anche sugli acquirenti, che si sentono "affaristi" dopo aver contrattato e accordato un prezzo con una galleria e "privilegiati" qualora si siano aggiudicati l'opera in seguito ad una guerra al rialzo dei prezzi con altri acquirenti.

Differenti tra i due segmenti di mercato sono anche le dinamiche di prezzo: il mercato primario è caratterizzato dall'incertezza e dall'oscillazione dei prezzi, quello secondario è invece più prevedibile nonostante sia fortemente influenzato da fattori tradizionali quali la reputazione degli artisti, la variazione del numero degli attori e il contesto macroeconomico.

1.3.2 Segmentazione verticale

Come detto in apertura del capitolo, il mercato dell'arte può essere segmentato anche in base alla *qualità* dei prodotti offerti, ai *confini geografici* del mercato, e alla *fascia di prezzo* (Zorloni, 2005b). Questa segmentazione consente agli attori del mercato di sviluppare strategie di vendita più mirate ottimizzando le proprie operazioni.

Riprendendo lo schema elaborato dall'economista Alessia Zorloni, l'industria dell'arte contemporanea può a sua volta essere suddivisa in quattro mercati:

Mercato Classical contemporary

Con questo termine ci si riferisce ad un mercato globale, formato da artisti viventi ritenuti "classici" del contemporaneo ed oggi storicizzati, le cui opere hanno influenzato le tendenze dell'arte contemporanea e sono ampiamente circolate nel mercato secondario. Gli artisti, attivi fin dagli anni Settanta, appartengono a scuole diverse e sono diventati delle vere e proprie icone nel corso del tempo. Si tratta di una realtà concentrata, caratterizzata dalla presenza di elevate barriere all'entrata di carattere reputazionale e controllata da poche decine di potenti operatori, fra cui gallerie con un'ampia rete internazionale come Gagosian Gallery. Dal punto di vista prettamente economico, questa fascia di mercato abbraccia tutte le fasce di prezzo: da poche centinaia di euro a decine di milioni.

Mercato Avant-Garde

I principali attori di questo mercato sono artisti emergenti altamente quotati e gestiti a livello internazionale da gallerie esclusive, la cui produzione non superi i vent'anni. Di questo mercato fanno parte tutti coloro che si siano guadagnati, nell'ultimo decennio, una posizione di prestigio esponendo le proprie opere alle più grandi fiere (es. Art Basel; Frieze) o manifestazioni internazionali (es. Biennale di Venezia). Si tratta di un mercato di nicchia, anch'esso controllato da pochi operatori in grado di determinare le tendenze emergenti. Così come il *Classic Contemporary*, anche il mercato *Avant-Garde* comprende tutte le fasce di prezzo.

Mercato Alternative

Il mercato alternative è un mercato nazionale dove operano artisti tradizionali o moderni che hanno preso parte alle principali fiere d'arte contemporanea nazionali (es. Arte Fiera, MiArt) o sono stati invitati ad esporre in spazi pubblici. Vi è la presenza sia di artisti riconosciuti, sia anche di artisti emergenti, espressione della propria identità nazionale. Questo segmento di mercato offre buone possibilità di investimento e si rivolge ai collezionisti che non vogliano investire ingenti capitali nell'arte, seppur senza rinunciare alla qualità ed al potenziale valore dell'opera stessa. Uno dei parametri fondamentali da tenere in considerazione per la scelta degli artisti è l'osservazione del numero di galleristi che puntano su di loro, se piacciono alla critica e se sono soliti essere chiamati ad esporre pubblicamente.

Mercato Junk

Costituisce quel segmento di mercato che si occupa della vendita, in ambito locale, di quadri per l'arredamento in cui l'attività commerciale prevale su quella culturale. Fanno parte di questo segmento tutti i dipinti che soddisfano un bisogno prevalentemente decorativo e che si rivolgono ad arredatori che privilegino il contesto in cui viene posizionata l'opera. Sono prodotti *unbranded* ed acquistabili in magazzini, supermercati, bancarelle o centri commerciali.

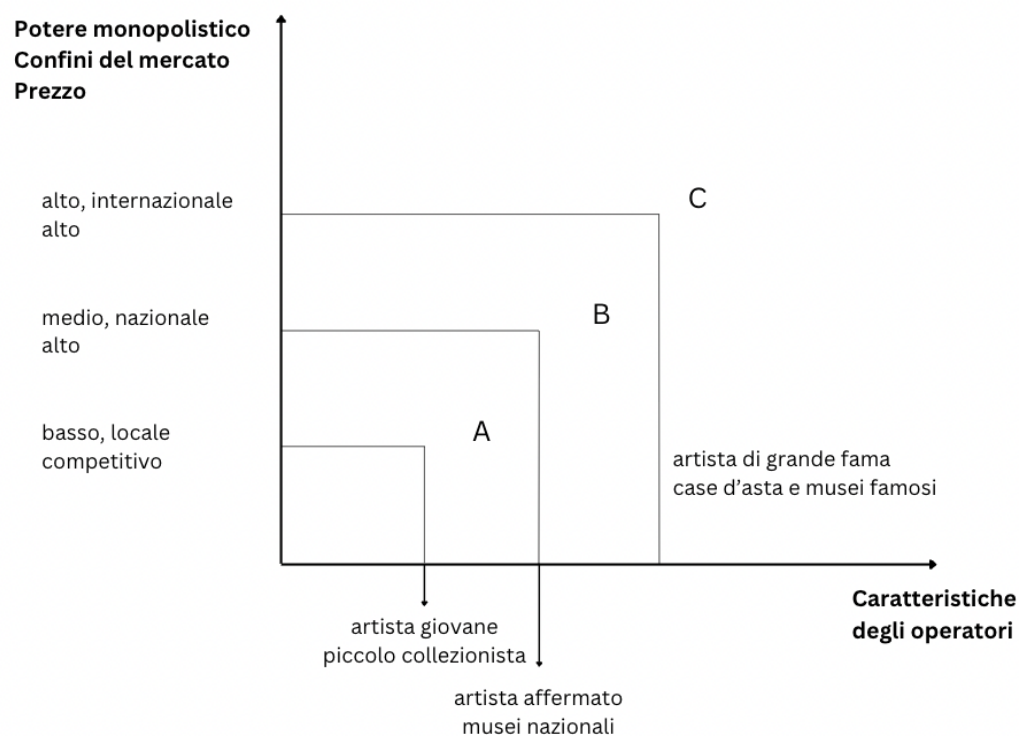
Alla luce di questa segmentazione è possibile tracciare un sentiero di espansione delle opere d'arte, che vede il passaggio dal mercato locale al mercato nazionale, fino ad arrivare al contesto internazionale. Appare evidente come ciascuno di essi abbia le proprie peculiarità, soprattutto per quel che riguarda il livello di concorrenzialità e la discrezionalità nella fissazione del prezzo.

Il mercato locale è concorrenziale (minimo potere di fissazione del prezzo da parte dei venditori) e caratterizzato dalle opere di artisti giovani e poco affermati, i quali si affidano a piccole gallerie o collezionisti per rivendere la propria arte.

Il mercato nazionale è invece imperfettamente concorrenziale (medio potere di fissazione del prezzo) e riguarda le opere di artisti affermati nel circuito di alcuni collezionisti.

L'ultima fase dell'espansione del mercato dell'arte contemporanea è lo scenario internazionale e monopolistico degli artisti *avant-garde*.

Figura 1.3: *Segmentazione del mercato artistico*



Fonte: Besana A., 2002, *Economia della cultura*, Led Edizioni, Milano

1.4 Caratteri strutturali del mercato

Il mercato dei beni artistici è frammentato e costituito da molte piccole organizzazioni. Contrariamente al settore industriale, quello delle arti è un settore privo di concentrazione - intesa come il dominio di pochi operatori - a causa delle dinamiche economiche che lo caratterizzano: unicità delle opere d'arte - e quindi impossibilità di ottenere economie di scala generando monopoli od oligopoli - frammentazione dell'offerta (data dalla diversa natura degli offerenti presenti), asimmetrie informative, regolamentazioni e fiscalità (dovuta alla mancanza di normative uniformi da paese a paese). Quindi, il mercato dell'arte seppur globale è altamente frammentato, anche a causa delle differenze culturali dei diversi paesi che rendono difficile la creazione di un'unica entità dominante nel panorama internazionale. Di fronte a questo scenario, le più grandi case d'asta, quali ad esempio Christie's e Sotheby's, stanno ampliando e consolidando la loro presenza mediante acquisizioni strategiche, innovazioni digitali ed introduzione di servizi finanziari dedicati agli acquirenti.

Come spiegato nel precedente paragrafo si possono distinguere, sotto il profilo economico, diversi mercati dell'arte, ciascuno dotato di proprie specificità in termini di offerta dei beni scambiati, propensione al rischio e alle attività speculative. Nell'ambito dell'arte contemporanea, ad esempio, se nel mercato *Classical Contemporary* si denotano attività speculative meno rilevanti e quotazioni più stabili, nel mercato *Avant-Garde* la speculazione è più alta e le quotazioni più instabili (Zorloni, 2016).

1.5 La domanda d'arte

Il mercato dell'arte è un intreccio di interdipendenze che collega agenti, industrie e mercati che svolgono attività di produzione, promozione e scambio di beni e servizi a questo funzionali.

Nel corso evolutivo del mercato le caratteristiche proprie dell'oggetto d'arte, quali originalità, unicità ed aderenza ai canoni estetici, sono rimaste le medesime, mentre è mutata la natura della domanda. Tali cambiamenti si riflettono nei comportamenti differenti degli operatori del mercato.

La domanda d'arte è influenzata da variabili esogene ed endogene, ma soprattutto dal gusto del pubblico, che dipende sia dalle preferenze individuali (legate a fattori psicosociali) sia dall'offerta culturale esistente ed ha un impatto notevole sulle dinamiche evolutive del mercato. A questi fattori se ne aggiungono altri di natura macroeconomica, come il livello di istruzione e il reddito, e di natura sociale, quando il possesso dell'opera diventa uno *status symbol* che posiziona l'individuo in una fascia socialmente più alta al pari di un bene di lusso.

Nell'analisi della domanda di un *art stock*⁷ è necessario considerarne anche la componente economica, che presuppone che la decisione di acquisto dipenda dal grado di rendimento atteso, dal rischio di volatilità dei prezzi e di liquidità. Infine, non è trascurabile la componente reputazionale dell'artista, che incide sul prezzo e sul *brand* al momento della compravendita: più è conosciuta la firma, più la domanda risulterà rigida, intensa e globale.

⁷ Un art stock è un'opera d'arte intesa come bene d'investimento

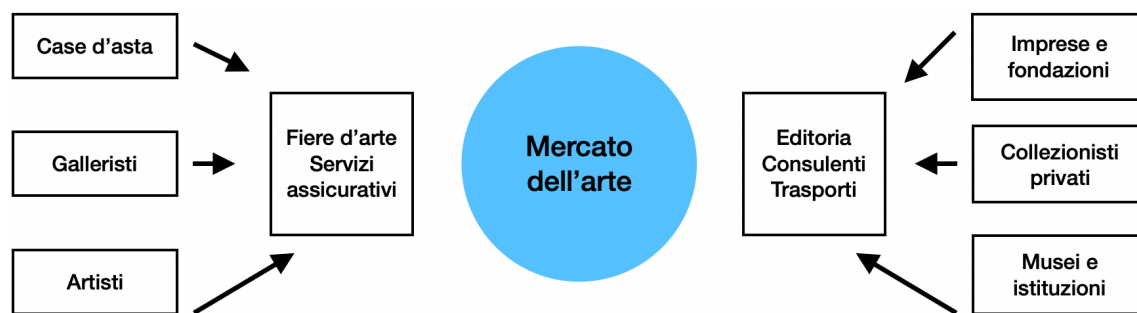
In molte transazioni il potenziale acquirente non dispone delle informazioni necessarie per valutare le caratteristiche qualitative di un'opera d'arte. Egli si trova dunque in una condizione di asimmetria informativa, tipica del mercato dell'arte, ove il bene è scambiato sulla base della fiducia e non è possibile misurarne la qualità né prima né dopo l'acquisto per mancanza di conoscenze tecniche e culturali, di cui dispongono solo gli specialisti di settore. In queste situazioni il prezzo, segnale di scarsità e di valore dei beni, diventa una determinante per la scelta di acquisto. Per comprendere come quest'ultimo impatti sulla domanda di un *art stock*, è utile fare riferimento all'analisi sull'effetto qualità di Joseph Stiglitz⁸. Secondo la sua teoria, in un mercato caratterizzato dalla presenza di asimmetrie informative, il prezzo di vendita è un indicatore di qualità e garanzia, che si correla positivamente alla domanda e negativamente all'appetibilità del bene rispetto ad altri beni presenti sul mercato. Questa analisi può essere applicata anche all'ambito artistico, dove il valore dell'opera non è sempre facilmente determinabile a causa della soggettività estetica e della complessità dei meccanismi di valutazione. In questo contesto, un prezzo troppo basso può generare delle perplessità sulla qualità dell'opera, portando alla progressiva riduzione della domanda o, al contrario, un prezzo alto può essere percepito come un segnale di autenticità, incrementando la domanda. Inoltre, un prezzo alto può essere ritenuto anche un indice di liquidità del mercato e di minor rischio di svalutazione, rendendo le opere più appetibili per gli acquirenti. Per converso, le opere di fascia inferiore, seppur economicamente più accessibili, appaiono più rischiose dal punto di vista finanziario.

⁸ Nel 2001 ha ricevuto il premio Nobel per l'economia come riconoscimento dei suoi studi pionieristici sui mercati con informazione asimmetrica

Per questo motivo, il prezzo non segue sempre le logiche tradizionali della domanda e dell'offerta ma può influenzare direttamente la percezione del valore dell'opera.

A livello di mercato, gran parte della domanda artistica di collezionisti, imprese ed enti pubblici è incanalata sui mercati dagli *art advisory*, professionisti specializzati nella consulenza artistica. Tali soggetti (*private bankers*, *art consultants*, specialisti nelle case d'asta) fanno da intermediari tra i collezionisti di opere d'arte e le imprese che le offrono sul mercato.

Figura 1.4: *Gli attori del mercato dell'arte*



Fonte: elaborazione propria

Questo schema illustra il posizionamento e le interconnessioni degli operatori del sistema dell'arte. Dal lato dell'offerta, a sinistra, sono collocati i produttori di beni e servizi destinati allo scambio sul mercato: galleristi, artisti e case d'asta. Essi collaborano frequentemente con gli organizzatori e i partner delle fiere d'arte, ricevendo il supporto di imprese specializzate in assicurazioni, consulenza, comunicazione e promozione di eventi culturali. Dal lato della domanda, a destra, sono rappresentati i collezionisti privati, le aziende, le fondazioni, i musei e gli enti pubblici interessati

all'acquisto di opere d'arte. Al centro, i mercati dell'arte fungono da punto di incontro tra gli attori, facilitando le transazioni e le interazioni tra offerta e domanda.

1.6 Tipologie di acquirenti d'arte

Gli acquirenti d'arte possono essere suddivisi in diverse categorie, ciascuna con le proprie caratteristiche e motivazioni antistanti. Comprendere le peculiarità che le accomunano è essenziale sia per gli operatori del settore che per gli artisti stessi, poiché permette di identificare il proprio target di riferimento ed adottare strategie *ad hoc* per la promozione e la vendita.

L'acquisto di opere d'arte è dunque un'attività che può essere mossa da varie ragioni: il piacere personale, il prestigio sociale, l'investimento o la mera speculazione finanziaria. Seppur l'oggetto di acquisto sia il medesimo, tali approcci hanno davvero poco in comune l'uno con l'altro, ed alcuni nascono dalla convinzione che il valore economico coincida con il valore storico-artistico. Peraltro, la cultura dell'acquisto di opere d'arte è radicalmente cambiata nel tempo, tanto che la coppia di collezionisti americani Thea Westreich Wagner e Ethan Wagner, nel loro libro intitolato *Collecting Art for Love, Money and More* affermano che, nell'ultimo ventennio, il modo di collezionare arte ha subito un cambiamento significativo. In passato i collezionisti acquistavano opere con la speranza che queste, nel tempo, acquisissero un prestigio ed una rilevanza storica tali da giustificare un incremento del loro valore economico. Oggi, invece, si è diffusa una visione opposta: molti collezionisti ritengono che sia proprio l'aumento dei prezzi a decretarne automaticamente l'importanza storica. In sostanza, il rapporto tra valore artistico e valore economico si è del tutto ribaltato. Ciò ha determinato un cambiamento

delle basi stesse del collezionismo, che non si fonda più sugli aspetti conoscitivi e sulle abilità individuali bensì sull'andamento del mercato. Proprio per questo, l'accezione di *collezionista* risulta ormai troppo generica, e necessita di essere scissa in almeno tre categorie sulla base delle motivazioni che muovono le decisioni d'acquisto: collezionista "puro", investitore e speculatore (Moggi, 2014).

Il *collezionista puro* si definisce come un appassionato d'arte che acquista per soddisfare necessità personali di varia natura: emotiva, intellettuale o creativa. Le sue scelte sono guidate dalla passione, dalla sua sensibilità e dal suo gusto personale; per cui le opere d'arte rappresentano un vero e proprio oggetto di desiderio di cui si apprezza principalmente il valore estetico.

Diversa è la figura dell'*investitore*, a metà tra il *collezionista puro* e lo *speculatore*. È colui che, seppur appassionato d'arte, ha un'attenzione preponderante per il valore economico futuro delle opere acquistate e che, di conseguenza, crede fermamente nell'autorità del mercato: le sue scelte sono orientate dal prezzo e seguono l'assioma secondo cui il valore dell'opera aumenta in maniera proporzionale al suo costo. Questa figura è sicuramente la più presente nel panorama attuale perché riesce a coniugare l'aspetto emotivo con quello economico finanziario: egli acquista l'opera con l'obiettivo di trarne un guadagno ma nel frattempo ne apprezza il valore estetico (Moggi, 2014).

All'estremo opposto del *collezionista puro* si pone infine lo *speculatore*, evoluzione dell'*investitore*. In questo caso l'interesse artistico è pressoché nullo e ciò che conta realmente è il guadagno che un'opera può generare in prospettiva futura. Il *modus operandi* è molto simile alla speculazione finanziaria, ed è qui che si contestualizzano gli *art funds*: veri e propri fondi d'investimento costituiti da opere d'arte anziché da

titoli azionari o obbligazionari. Non mancano, al contempo, i veri e propri affaristi, che sfruttano il canale delle case d'asta per acquistare e vendere rapidamente non appena i prezzi salgono. Questi ultimi, chiaramente, non sono ben visti dai galleristi, che vedono in loro una minaccia per la reputazione e la carriera dei propri artisti. Infatti, la rivendita a cifre esorbitanti sul mercato provoca distorsioni dei prezzi che incidono principalmente sulla fascia alta del mercato (Moggi, 2014).

2. Il collezionismo: motivazioni e modelli di consumo

Il collezionismo si definisce come la *raccolta sistematica di oggetti che offrano un particolare interesse per la storia, per la scienza o per l'arte*⁹ per scopi culturali o di investimento. Si distinguono: il collezionismo privato e delle famiglie, il collezionismo istituzionale ed aziendale - effettuato da parte di banche, imprese, fondazioni, associazioni - il collezionismo pubblico, realizzato dagli Stati e dai vari enti locali.

I beni artistici acquistati in ottica collezionistica non vengono acquistati solamente per la loro utilità intrinseca, ossia per soddisfare un bisogno materiale, ma anche e soprattutto per il significato simbolico che assumono nel contesto in cui si collocano. Essi si pongono come intermediari tra lo spettatore e l'invisibilità di un mondo lontano dal presente in cui gli oggetti acquistano un valore rappresentativo perdendo la propria destinazione originale¹⁰.

La necessità di collezionare beni, per come viene intesa oggi, è emersa in modo sempre più evidente al migliorare delle condizioni di vita in Occidente. Tale bisogno scaturisce dall'esigenza di autoaffermazione della propria personalità attraverso un processo di materializzazione dei valori artistici (Molfino e Mottola, 1997), mascherati dietro a nobili motivi culturali anche se *in realtà si colleziona sempre per il proprio io*, come sancisce Baudrillard¹¹. In ultima istanza, il collezionismo d'arte è un tipico riflesso del capitalismo avanzato e di una società post-industriale (Vettese, 1991).

⁹ definizione Treccani

¹⁰ K. Pomian: *Collectors and curiosities: Paris and Venice 1500-1800*, Polity Press, Cambridge 1990, p. 24

¹¹ J. Baudrillard: *Il sistema degli oggetti*, Bompiani, Milano 2007, p. 120

I beni artistici, come quelli di lusso, soddisfano non un bisogno bensì un desiderio, che può essere soddisfatto solo da quello specifico bene, caratterizzato da *unicità* e *non sostituibilità*. Nel 1899, Thorstein Veblen, nella sua *Teoria della classe agiata*, dimostra come per la *leisure class* l'ostentazione del lusso abbia una precisa funzione di affermazione sociale. Secondo il sociologo, la lotta tra “pari” più o meno benestanti si disputa soprattutto nel campo dei *consumi posizionali*¹², che permettono all'individuo di affermarsi e di primeggiare nella propria sfera sociale. Il lusso, per definizione, non può essere democratico: se tutti possedessero uno *status symbol*, il desiderio di possederlo svanirebbe. Dunque, colui che si afferma come il “vincitore” della lotta con i propri pari deve bearsi della propria solitudine. Proiettando di nuovo il focus nell'ambito artistico ed alla luce di ciò, è evidente come il prestigio sociale costituisca uno dei motivi che muovono la domanda di opere d'arte. Oltre a questo, possono manifestarsi bisogni di carattere estetico, decorativo o di natura speculativa, che coniuga alla passione per i beni artistici la volontà di investire in questo settore.

A tal proposito, Francesco Poli distingue l'irrazionalità dei soggetti che seguono solo parametri affettivi nelle proprie scelte, e chi invece affida le proprie decisioni a criteri più razionali, in un'ottica prettamente economica¹³. Attraverso la domanda di fruizione e promozione delle opere, i collezionisti puri istituiscono il mercato e ne costituiscono, al contempo, la destinazione finale; gli speculatori, invece, sono coloro che permettono lo sviluppo del mercato stesso.

¹²si prendono in riferimento i *beni posizionali*, ossia quella categoria di beni e servizi il cui valore è determinato soprattutto dalla capacità di segnalare lo status sociale di chi li possiede. Tali beni sono desiderati principalmente per la loro funzione di distinzione sociale.

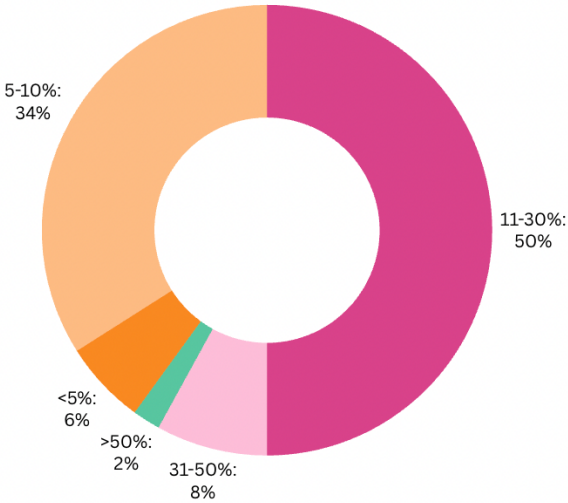
¹³ Francesco Poli: *Il sistema dell'arte contemporanea*. Ed. Laterza, 2011

Dunque, l'arte può essere considerata come un bene in grado di soddisfare sia bisogni di carattere estetico e culturale, sia la necessità delle imprese e delle istituzioni di preservare la cultura ponendosi in una posizione di prestigio di fronte ai propri *stakeholders*, sia anche la volontà di destinare una parte del proprio patrimonio ad investimenti in mercati alternativi. In questa ottica, le opere d'arte sono tra gli investimenti maggiori degli *high net worth individuals*¹⁴ (HNWI), tra i principali attori del mercato dell'arte odierno.

In un sondaggio del 2024 condotto da Art Basel, oltre l'85% degli HNWI ha ritenuto che l'arte sia un investimento relativamente sicuro rispetto agli asset tradizionali, ed una percentuale analoga ha riconosciuto il suo ruolo nella diversificazione del portafoglio, come possiamo notare dai grafici sotto riportati. Inoltre, la maggioranza degli intervistati ha giudicato fattori macroeconomici come la volatilità dei mercati finanziari, l'aumento dei tassi di interesse o l'inflazione come neutri o positivi sui prezzi dell'arte. Alla luce dei benefici percepiti in termini di diversificazione e della resilienza del settore artistico rispetto ai cambiamenti delle dinamiche economiche, potrebbe essere prevedibile un incremento della quota di ricchezza destinata dagli HNWI all'arte (*Survey of Global Collecting, Arts Economics, 2024*).

¹⁴ con questo termine si indicano gli individui che hanno un patrimonio investibile compreso tra 1 e 10 milioni di dollari

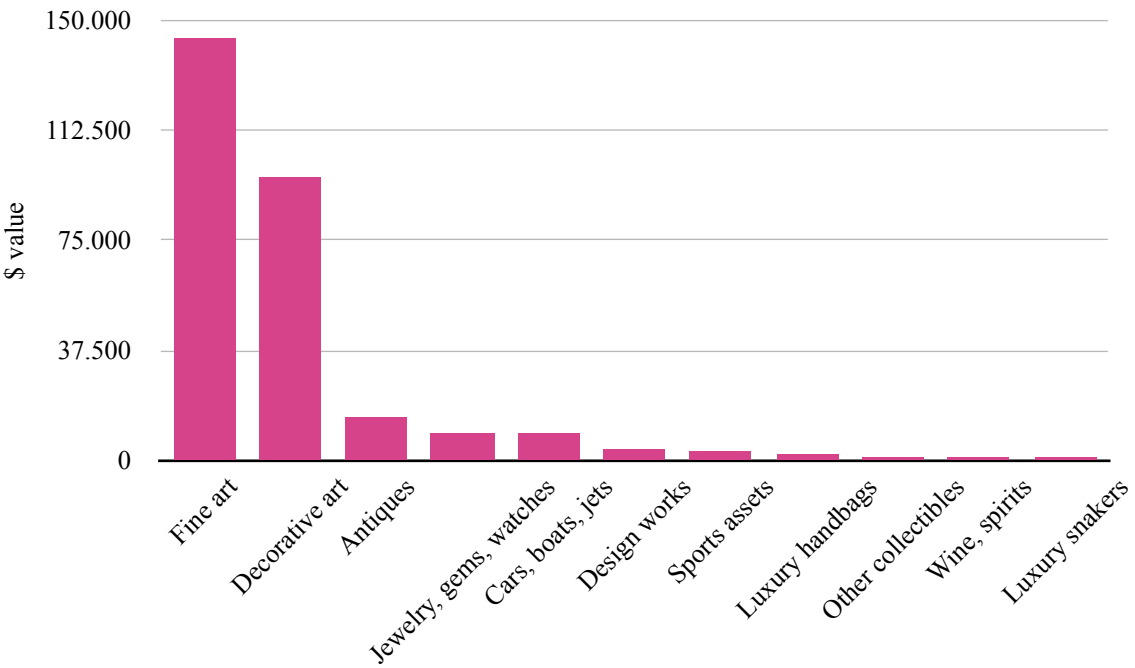
Figura 2.1: *Allocazione media d'arte nei portafogli degli HNWI nella prima metà del 2024 per allocazione percentuale e per livello di ricchezza*



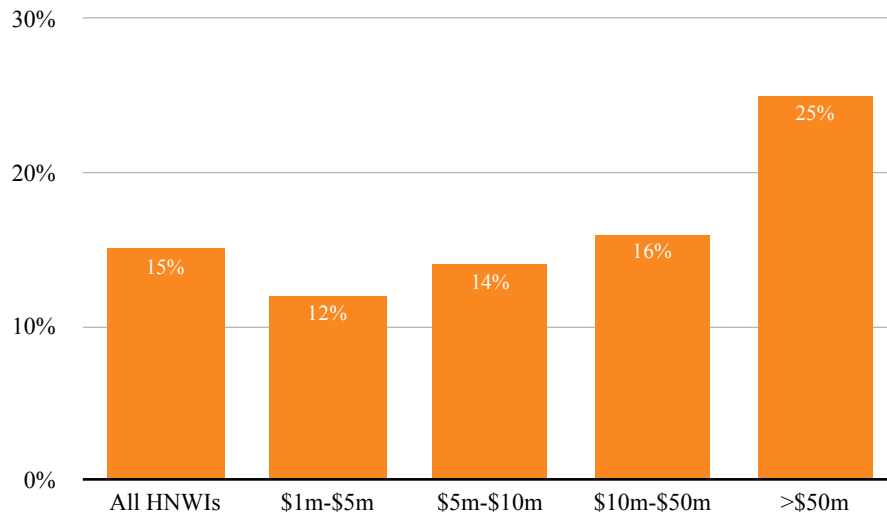
Fonte: Art Basel e UBS, 2024, *Survey of Global Collecting*, Art Economics

Figura 2.2: *L'investimento medio degli HNWI nel segmento degli art collectibles nella prima metà del 2024*

a) Tutti gli acquirenti



b) Per livello di ricchezza



Fonte: Art Basel e UBS, 2024, *Survey of Global Collecting*, Art Economics

2.1 La domanda collezionistica

La domanda di opere d'arte è condizionata da diverse variabili che incidono sull'ordine di preferenze del collezionista. Prima di tutto, la domanda d'arte è sottoposta ad un vincolo di reddito spendibile (ossia la massima quantità di denaro che può essere allocata all'acquisto di beni di lusso, tra cui sono ricomprese le opere d'arte) ed al prezzo dei beni sostituti (che possono essere di vario genere, tra cui gioielli, orologi ed automobili). I beni di lusso - e dunque anche le opere d'arte - hanno un'elasticità della quantità domandata rispetto al reddito superiore all'unità, il che significa che la propensione all'acquisto di opere d'arte può aumentare, in modo più che proporzionale, all'aumentare del reddito dei singoli individui ma solo nel caso in cui aumentino, in contemporanea, la conoscenza e la cultura artistica. Ne deriva che anche il livello di istruzione abbia un ruolo chiave nella determinazione dell'ordine di preferenze dei consumatori: il beneficio individuale che si trae dall'acquisto di opere d'arte è tanto

maggiore tanto più è elevato il livello culturale. Gli studiosi hanno evidenziato quattro fattori che influenzano le preferenze culturali: i valori trasmessi dalla famiglia, i valori trasmessi a scuola, l'esposizione infantile alle arti e la pratica di una forma d'arte amatoriale. In generale, si ritiene che i gusti e le preferenze siano fissati prima dei venti anni di età e, quindi, qualsiasi comportamento volto all'avvicinamento di una persona giovane all'arte è cruciale (Colbert, 2003). Raramente accade che un individuo che non abbia maturato questi valori sin dall'infanzia possa avvicinarsi in età adulta (Colbert, 2003).

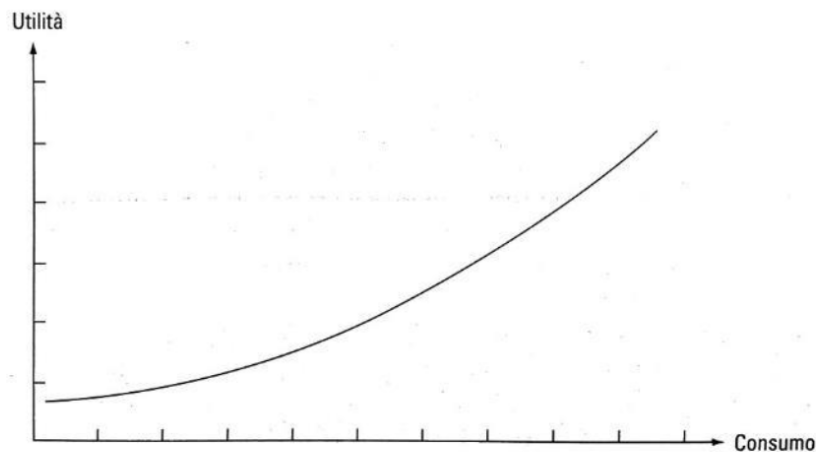
La domanda di opere d'arte è strettamente correlata anche all'andamento dei mercati finanziari: il mercato azionario influenza la domanda di opere d'arte che, a sua volta, condiziona l'andamento dei prezzi delle opere. Infatti, se il rendimento artistico supera quello finanziario, è evidente che l'opera d'arte costituirà una valida alternativa ai titoli finanziari. Al contrario, all'aumentare del tasso di rendimento sugli investimenti alternativi diminuirà la domanda di opere d'arte e, conseguentemente, il loro prezzo (Zorloni, 2016).

2.2 Il consumo di arte e il livello di utilità del consumatore

Secondo quanto affermato da Candela e Scorcu (2004), un primo approccio teorico riguardo il consumo dei beni e dei servizi d'arte ipotizza che l'utilità del consumatore, ossia la soddisfazione che un individuo trae dal consumo di beni culturali, non sia correlata con il principio dell'utilità marginale decrescente, che al contrario si soddisfa nel caso di altri beni e servizi. Infatti, nel panorama artistico si denotano delle proprietà analitiche peculiari connesse all'utilità del consumatore: l'utilità marginale del consumo

d'arte è crescente e l'utilità totale aumenta in maniera più che proporzionale all'aumentare del consumo (Adler, 1985). Partendo da questa funzione è possibile dedurre che il desiderio di cultura non avrà mai un punto di saturazione nel modello dell'*addiction*: il consumatore non è mai completamente appagato e, di conseguenza, la sua funzione di utilità continuerà a crescere ogni qualvolta egli fruisca di prodotti culturali (Candela, Scorcu, 2004).

Figura 2.3: *L'utilità marginale crescente nel consumo di beni e servizi culturali*



Fonte: Candela, Scorcu, 2004

Alla luce di ciò detto, si può concludere che il consumatore *addicted* di prodotti culturali non raggiunga mai un massimo livello di appagamento, poiché all'aumentare del suo bagaglio culturale subisce un incremento anche la sua volontà di accrescere la sua conoscenza e, al contempo, la sua voglia di consumare beni artistici.

2.2.1 Teoria degli *addictive goods* di Becker e Stigler

La domanda di prodotti culturali è stata oggetto di diversi studi economici tra cui spiccano quelli di Becker e Stigler (1977), i quali hanno ipotizzato che vi sia una stretta correlazione tra i meccanismi di apprendimento individuali e la formazione del gusto personale, arrivando in ultima istanza a ricomprendere i prodotti culturali nella categoria degli “*addictive goods*”.

L'ipotesi alla base di questa teoria prevede che le preferenze del consumatore rimangano invariate lungo il periodo: il gusto artistico è una caratteristica esogena e, con il trascorrere del tempo, può essere affinato al crescere della capacità di giudizio del consumatore innescando un processo che condurrà alla formazione delle abitudini di consumo. La funzione di utilità del consumatore rimane costante nel tempo, mentre il prezzo sostenuto per l'acquisto successivo è variabile poiché influenzato dal consumo passato (Becker e Stigler, 1977). Infatti, uno degli elementi centrali della loro analisi riguarda il sostenimento dei costi informativi: nella fase iniziale il consumatore deve acquisire una conoscenza di base necessaria per comprendere il valore dei beni artistici e culturali. Ciò implica che il prezzo effettivo di accesso ad un bene culturale non si limiti soltanto ad un esborso monetario ma includa anche una serie di costi indiretti, tra cui quelli collegati all'acquisizione delle informazioni necessarie per l'ingresso nel mercato artistico e culturale (Candela, Scorcu, 2004). Tuttavia, con il passare del tempo i costi indiretti tenderanno a diminuire poiché il consumatore, avendo accumulato conoscenze ed esperienza, diventerà più efficiente nella selezione e nella fruizione dei beni artistici. Di conseguenza, a parità di esborso monetario, si dovrà sostenere un costo totale inferiore, poiché l'accumulo di conoscenze pregresse consentirà un abbattimento

progressivo dei costi indiretti legati all'acquisizione di informazioni. Dunque, dal momento che il consumatore sperimenterà, di volta in volta, una riduzione del costo totale da sostenere, la frequenza al consumo potrebbe aumentare nel tempo (Benhamou, 2001).

Stigler e Becker analizzano questo aumento della frequenza di consumo individuale che deriva dalla riduzione del costo totale dei beni artistici nel tempo. Pur ammettendo la possibilità di sviluppare abitudini di consumo, gli autori sostengono che le preferenze individuali rimangano invariate. Per questo, si può affermare che il consumo di beni e servizi culturali costituisca una fonte di investimento per il futuro e non si limiti soltanto a generare un'utilità circoscritta al momento del consumo (Becker, Stigler, 1977). Seguendo questa prospettiva, se la soddisfazione percepita dal consumatore rimane costante nel tempo ma vi è una riduzione del costo totale, i consumatori saranno maggiormente fidelizzati e tenderanno a consumare sempre di più diventando, di fatto, *addicted*. A questo punto, gli autori distinguono la *beneficial addiction*, in merito al consumo culturale, e l'*harmful addiction*, riferendosi a dipendenze dannose quali uso di droghe ed alcol. Si ha dipendenza negativa quando il consumo corrente ha effetti negativi sul benessere futuro e, al contrario, si ha dipendenza positiva quando il consumo corrente ha effetti positivi sul benessere futuro. Il lasso di tempo da considerare è indubbiamente il lungo-periodo, poiché il consumatore inizia ad accumulare il capitale culturale fin dalla propria infanzia e lo sviluppo del sapere culturale è possibile solo tramite un'esperienza consolidata: la conoscenza accumulata nel tempo fa sì che più il consumatore fruisce di beni e servizi, maggiore sarà il suo

piacere. L'aumento dell'utilità marginale del consumatore si spiega quindi con il progredire delle conoscenze dell'individuo.

2.2.2 Teoria della dipendenza razionale di Becker e Murphy

Becker e Murphy (1988) fondano i propri studi sulla precedente teoria degli *addictive goods* (Stigler e Becker, 1977) sviluppandone alcuni aspetti chiave.

A differenza dei modelli tradizionali, in cui la dipendenza è ritenuta una perdita di controllo irrazionale, il loro approccio è definito *rational addiction* poiché si assume che il soggetto sia perfettamente razionale e prenda decisioni ottimizzando il proprio benessere nel lungo periodo sulla base di preferenze stabili. La razionalità comporta che le conseguenze future del comportamento corrente e passato siano incorporate nel processo di massimizzazione dell'utilità: il consumo corrente del bene che crea dipendenza dipende anche dal livello di consumo futuro atteso.

Gli individui sviluppano dipendenze non solo nei confronti di sostanze nocive quali, ad esempio, alcolici o stupefacenti, ma anche riguardo ad altre attività tra cui l'arte.

Becker definisce la dipendenza come un comportamento di consumo direttamente correlato al consumo passato. Secondo la teoria, il consumo passato di un bene può aumentare l'utilità che un individuo trae dal suo consumo futuro, dando origine ad una forma di dipendenza. In sostanza, all'aumentare del consumo di un bene aumenterà anche il piacere o il beneficio che se ne trarrà nelle occasioni successive.

Se applicato all'ambito artistico, ciò si significa che la comprensione e l'apprezzamento dell'arte dipende dal tempo destinato ad essa. L'utilità marginale del tempo dedicato alla fruizione d'arte aumenta a causa dello stock di capitale arte (Zorloni, 2016). La

dipendenza che si crea nei confronti dell'arte diminuisce il prezzo della comprensione artistica, ed aumenta di conseguenza la produttività del tempo dedicato all'arte (Zorloni, 2016).

I soggetti dipendenti razionali sono consapevoli che il consumo corrente implichi da un lato un *reinforcement* (rafforzamento del consumo), dall'altro una *tolerance* (tolleranza o assuefazione). In breve, da un lato l'utilità marginale del consumo corrente cresce poiché il maggior consumo passato provoca assuefazione e fa aumentare il desiderio di consumo presente; dall'altro l'utilità marginale del consumo presente è inferiore quanto maggiore è il consumo passato. Dunque, per ottenere lo stesso effetto nel presente è necessario aumentare il consumo, il che equivale a dire che l'utilità corrente di una data quantità di consumo è minore quando il consumo passato è maggiore.

Il concetto di abitudine è strettamente collegato a quello di dipendenza, dove per "abituale" si intenda un comportamento in cui la correlazione tra consumo presente e passato è positiva. Le abitudini possono essere dannose, se ad un aumento del consumo presente corrisponde una diminuzione dell'utilità futura (come nel caso delle droghe o degli alcolici), oppure benefiche, se l'aumento del consumo presente corrisponde ad un aumento dell'utilità futura (come nel caso dell'arte). In questa prospettiva, la dipendenza è da considerarsi come un'abitudine particolarmente forte, poiché l'utilità dei beni dipende dal rapporto tra il consumo presente e la quantità consumata in passato. Per esempio, un dato un tenore di vita produrrà un'utilità inferiore negli individui abituati ad un tenore di vita superiore. In modo analogo, le sensazioni suscitate dall'osservazione di un bene artistico appena acquistato potrà diventare banale o noiosa dopo qualche anno (Zorloni, 2016).

2.3 Il collezionismo aziendale

Arte ed impresa sembrerebbero, all'apparenza, due settori estremamente lontani e con pochi tratti comuni. Eppure, il rapporto tra le due ha radici che affondano nel passato¹⁵ e che, con il passare degli anni, sono andate consolidandosi. Sebbene la creatività e l'irrazionalità proprie degli artisti sembrerebbero contrapporsi alla razionalità strumentale e alla rigidità tipiche delle imprese, queste ultime ne hanno riconosciuto le significative potenzialità, instaurando nel tempo un legame forte e duraturo. L'arte è riuscita a suscitare l'interesse delle aziende che, avendone compreso il valore, hanno iniziato a comportarsi come vere e proprie "collezioniste", integrando sempre più opere d'arte nelle proprie attività.

Questa forma di collezionismo si è sviluppata in maniera dilagante nell'America degli anni Sessanta-Ottanta con la nascita delle prime *Corporate Art Collection*¹⁶, che hanno condotto ad un crescente interesse per l'arte contemporanea rendendo ancora più evidente il rapporto tra i valori simbolici dell'arte e le strutture economiche e finanziarie. In tal senso, l'arte costituisce una risorsa di prestigio non solo per gli imprenditori presi singolarmente ma anche, e soprattutto, per le loro aziende. Fra le prime imprese che iniziarono a raccogliere opere d'arte figura la banca americana Chase Manhattan, che agli inizi degli anni Sessanta acquistò un ingente numero di opere degli artisti della scuola di New York, guidata dai consigli e dalle stime di esperti curatori¹⁷.

¹⁵ già in epoca rinascimentale, Lorenzo De' Medici fu uno dei primi a comprendere i risvolti positivi che gli investimenti in arte apportavano alla società nel suo complesso.

¹⁶ con il termine *corporate art collection* si definisce una specifica forma di collezionismo messa in atto dalle imprese

¹⁷ Alessia Zorloni: *L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento*. In "Banca Impresa Società" / a. XXXII, 2013, n.1

In Italia, il fenomeno ha iniziato a dilagare nell'ultimo trentennio: il primo caso fu quello del Banco di Napoli, che acquistò opere di artisti rinomati sin dalla sua costituzione.

Con il trascorrere degli anni le collezioni d'arte sono diventate un vero e proprio asset strategico capace di orientare il mercato e di generare un enorme valore sia per l'azienda che per il territorio in cui opera. Esse possono rivelarsi estremamente proficue per molte ragioni¹⁸:

- possono essere associate al cambiamento ed alla flessibilità aziendale
- permettono di stabilire nuove relazioni facendo trasparire i valori aziendali e rivolgendosi ad una moltitudine di *stakeholders*
- contribuiscono allo sviluppo e alla divulgazione della cultura aziendale
- favoriscono un ambiente creativo, innovativo e produttivo
- non implicano necessariamente l'allocazione di ingenti capitali

L'azienda che realizza *strategicamente* e non *tatticamente* questo particolare tipo di investimenti culturali è fondamentalmente intenzionata a dimostrare dinamicità e comprensione degli stimoli esterni esplorando nuove forme di investimento alternativo che aumentino il posizionamento dell'azienda, in modo tale da differenziarla dalla concorrenza accrescendo il riconoscimento del *brand* ed arricchendo il proprio capitale sia finanziario (cd. *capitale tangibile*) che intellettuale (cd. *capitale intangibile*).

Nel 2009, dopo il crollo della Lehman Brothers, in un periodo caratterizzato da continui fallimenti delle aziende, Pier Luigi Sacco dichiarava che: “*Per uscire dalla crisi,*

¹⁸ Tania Aloisi: “*Il rapporto tra il sistema di azienda ed il sistema dell'arte contemporanea. Lo studio di un caso*”. Università di Pisa, Dipartimento di Economia e Management.

servono le idee e la capacità di trasformarle in innovazione, capacità competitiva e valore aggiunto. Per le imprese, l'arte contemporanea rappresenta un percorso innovativo potenzialmente molto più attraente e carico di connotazioni pragmatiche di quanto poteva esserlo nei momenti in cui tutto andava bene secondo le logiche del business as usual"¹⁹.

A distanza di anni, è emersa sempre più chiaramente la fondatezza di questa affermazione. Sebbene sia spesso correlato ad un interesse personale dell'imprenditore ed alla sua sensibilità verso l'arte, il collezionismo corporate si è trasformato in un elemento di connotazione e differenziazione per l'identità dell'impresa consacrando l'arte ad una vera e propria leva di marketing in grado di veicolare una comunicazione densa di valori ad alto coinvolgimento emotivo, essenziali per la fidelizzazione dei propri clienti. Creatività, esclusività, unicità, avanguardia e qualità sono le caratteristiche che si riflettono sull'impresa: è così che l'arte diventa una risorsa strategica.

Accanto a questo, alcune imprese sono solite organizzare mostre aperte al pubblico esponendo le proprie collezioni oppure collaborare ad alcuni progetti ideati dagli enti pubblici. Ciò contribuisce sia alla valorizzazione dell'impegno aziendale per la sostenibilità, sia anche alla creazione di un legame di interconnessione tra i propri clienti ed il territorio in cui operano, cosicché l'arte diventa un motore per l'affermazione e la crescita economica, sociale e culturale del paese, tanto da costituire un pilastro del nuovo modello di imprenditorialità che si ispira alla *Corporate Cultural*

¹⁹ "Prefazione", in *Arte contemporanea: costo o investimento?*, di K. Lisbonne e B. Zürcher (Milano: Johan&Levi, 2009)

Responsibility. Non è un caso, infatti, che le *corporate art collection* siano incluse all'interno dei criteri di responsabilità sociale e nell'informativa legata agli aspetti ESG del bilancio sociale.

Del resto, non è trascurabile anche l'aspetto patrimoniale, sia perché la collezione in sé è un asset finanziario incluso nel patrimonio aziendale, sia perché una collezione costruita seguendo precisi criteri e con competenza, può costituire anche un investimento finanziario. Tale dinamica risulta particolarmente rilevante per alcune categorie di aziende, come gli istituti di credito, e in particolare il settore del *private banking*. In questi contesti, infatti, avere una collezione di prestigio costituisce una testimonianza concreta della competenza con cui l'azienda supporta i propri clienti nelle decisioni di investimento in un settore così complesso e altamente specialistico come quello delle arti visive.

Inoltre, una collezione corporate può contribuire positivamente sulle condizioni lavorative dei dipendenti. Come affermato da Antonio Alunni, Presidente del Gruppo Tecnico Cultura di Confindustria, nell'ambito della presentazione del libro "Il segno dell'arte nelle imprese. Le collezioni corporate italiane per l'arte moderna e contemporanea" (Marsilio Arte, 2024): «*L'arte trova sostegno nell'impresa attraverso il supporto finanziario che deriva da sponsorizzazioni o acquisizioni di opere; l'impresa, a sua volta, trova nell'arte una grande alleata, capace di contribuire allo sviluppo di visioni ampie e originali. L'arte accende la creatività favorendo l'innovazione, non solo attraverso il design dei prodotti, ma anche mediante la progettazione e realizzazione degli spazi e luoghi aziendali. L'arte rafforza il legame tra imprese e comunità di riferimento*».

L'autrice Lotte Darsø, nel suo libro "Artful Creation: Learning-Tales of Arts-in-Business" (2004) focalizza la sua ricerca proprio nelle modalità di integrazione artistica nelle organizzazioni, studiando come queste possano incrementare la collaborazione e portare soluzioni innovative nel panorama aziendale. Identifica, dunque, quattro modalità di utilizzo dell'arte:

1. Decorazione: le opere d'arte esposte all'interno dell'azienda stimolano la curiosità e la produttività degli individui, oltre a rendere l'ambiente esteticamente piacevole ed accogliente.
2. Intrattenimento: l'organizzazione di esposizioni, conferenze, riunioni e manifestazioni in cui i dipendenti sono coinvolti sono iniziative che stimolano il senso di appartenenza all'azienda per cui lavorano e che li avvicinano ai valori cardine della cultura aziendale.
3. Strumento: l'arte è messa al servizio del *team building* e della formazione dei dipendenti.
4. Trasformazione: l'arte e la cultura diventano, di fatto, elementi costitutivi dell'identità aziendale e peculiari caratteristiche per il potenziamento delle relazioni con gli *stakeholder*.

In definitiva, secondo quanto sostenuto da Darsø, l'arte incoraggia l'emergere del pensiero creativo, alla base del processo di innovazione, allontanando gli individui dai rigidi schemi mentali e dalle convenzioni razionali che, al contrario, costituiscono un freno per il progresso. L'esperienza artistica, inoltre, promuove una cultura aziendale positiva, rafforza i legami tra i membri dei *team* e favorisce l'ideazione di nuovi metodi per la risoluzione dei problemi sviluppando la capacità di *problem solving*.

E ancora, Antonio Calabrò, tra le altre Direttore della Fondazione Pirelli, riconosce nell'arte non solo un contributo meramente estetico ma anche una fonte di ispirazione e innovazione capace di avvalorare e trasformare il mondo della produzione industriale, stimolando approcci creativi innovativi che contribuiscano al progresso aziendale²⁰.

2.4 Genesi e struttura delle corporate art collection

Nella maggioranza dei casi, alla base della costituzione delle *corporate art collection* vi è la passione dei fondatori delle aziende, i quali considerano il mecenatismo come un modo per esprimere la propria identità. Differente è la prospettiva delle aziende bancarie e delle fondazioni, in cui prevalgono soprattutto le motivazioni legate alla promozione della reputazione aziendale con particolare riferimento agli aspetti legati alla *Corporate Social Responsibility* (CSR). È piuttosto marginale, invece, l'utilizzo delle *corporate art collection* come puro investimento economico.

L'idea di collezionismo alla base non è mai di natura conservativa bensì attivo, mosso da senso civico e coinvolto nella costruzione della società, nel sostegno del settore artistico e degli artisti stessi. Si tratta di un modello di imprenditorialità ispirata soprattutto alla *Corporate Cultural Responsibility*, che vede le imprese come promotrici della crescita civile, sociale e culturale del territorio in cui operano.

La realizzazione di collezioni artistiche viene elaborata partendo da un'analisi della missione e dei valori aziendali, al fine di individuare le opere più idonee da introdurre. Nello scenario delle arti visive, ad esempio, si possono individuare tre macro-categorie,

²⁰ Banca Ifis: *Economia della bellezza*, ed. 2024

ciascuna delle quali è associata a precisi valori che devono essere coerenti con l'identità, la missione, gli obiettivi e il target dell'impresa (Osservatorio Impresa e Cultura, 2004)

1. *Arte antica*: riguarda la pittura antica e le sculture tradizionali. Un'azienda che investa in quest'ambito ha l'obiettivo di trasmettere valori quali universalità e tradizione, facendo leva sul prestigio delle opere d'arte. È richiesta una disponibilità di capitali piuttosto ingente.
2. *Arte contemporanea*: comprende espressioni artistiche specchio della cultura contemporanea, rivolgendosi alle imprese che vogliano far trasparire la propria modernità, avanguardia e capacità di adattarsi alle dinamiche evolutive. Le imprese che vi investono supportano spesso artisti emergenti ed iniziative in grado di attrarre giovani, testimoniando la propria volontà di guardare al futuro.
3. *Fotografia*: si tratta di una forma d'arte sempre più assimilabile all'arte contemporanea e capace di comunicare con un pubblico ampio e molto eterogeneo. Infatti, si differenzia dalla categoria precedente per la sua intuitività e relativa sofisticazione. Solitamente, coloro che investono in questo ambito hanno l'obiettivo di trasmettere valori quali, ad esempio, il realismo.

2.4.1 JP Morgan Chase Art Collection

Il pioniere per eccellenza del collezionismo corporate è senza alcun dubbio David Rockefeller, dirigente e poi presidente della Chase Manhattan Bank (1969-1980) che, forte di una grande conoscenza artistica e mosso dalla sua intensa e personale passione, diede avvio alla prima collezione d'arte corporate della storia. La JP Morgan Chase & Co. Collection - nata nel 2000 dalla fusione di Chase Manhattan Corporation e JP

Morgan & Co. - è una delle più affermate e prestigiose collezioni al mondo e vanta oggi oltre 30.000 opere, tra cui dipinti di arte moderna e contemporanea di alto valore, distribuite fra le sedi della banca in tutto il mondo. L'obiettivo principale è trasmettere i valori e gli obiettivi che contraddistinguono l'istituto: innovazione, originalità, individualità, e diversità. In secondo luogo, l'acquisto di opere d'arte è finalizzato ai prestiti temporanei ai musei ed alla collaborazione con fondazioni o eventi culturali che possano contribuire alla divulgazione dell'arte contemporanea. Alcune di queste sono state esposte in prestigiose istituzioni quali il Museum of Modern Art di New York e il Pera Museum di Istanbul, anche se la maggior parte sono rimaste all'interno degli ambienti aziendali, esercitando un impatto significativo sui dipendenti e visitatori.

La raccolta comprende artisti del calibro di Andy Warhol, Roy Lichtenstein, Joan Mitchell e Robert Rauschenberg ma anche artisti di nicchia tra cui Jonathan Callan, uno scultore inglese che utilizza principalmente libri e carta come strumento materico, tenuti insieme da viti, colla o gesso.

Figura 2.4: *Jonathan Callan, Fun House, 2006, JPMorgan Chase Art Collection. Books and screws*



Rockefeller sosteneva che una collezione d'arte fosse un investimento culturale in grado di creare un ambiente di lavoro stimolante e dinamico per gli impiegati e i visitatori, oltre che una decorazione per uffici e spazi di lavoro comuni. In merito a questo, affermava: *“Credo che le possibilità creative presentate dalla bellezza nell'arte ci debbano ispirare a cercare approcci almeno altrettanto creativi verso il raggiungimento di una società armoniosa”*.

2.4.2 UBS

La collezione, che prese avvio nel 1945, è una fusione di 35.000 oggetti provenienti da *Unione Banche Svizzere*, *Società di Banche Svizzere* e dalla società finanziaria *PaineWebber*. Essa comprende dipinti, fotografie, disegni, stampe, video installazioni e sculture di arte contemporanea tra cui si annoverano artisti lodevoli tra cui Jean-Michael Basquiat, Lucian Freud e Roy Lichtenstein.

“L'intento è quello di creare un'interessante e stimolante ambiente per i nostri clienti, così come per i nostri dipendenti”, afferma Jaqueline Lewis, ex *curator* per le Americhe in UBS. È questa la ragione per cui la maggior parte delle opere sono esposte negli spazi di lavoro quali sale conferenze, uffici, sale riunioni. Inoltre, per garantire un'eccellente amministrazione e gestione delle opere, UBS ha riunito un insieme di professionisti influenti nel settore dell'arte contemporanea istituendo un consiglio dedito allo sviluppo della collezione, affiancato da curatori che si occupino di acquistare e vendere le opere, e da un “ufficio dell'arte” che si assicuri che la raccolta rimanga sempre tra le più stimate al mondo. Dunque, quella di UBS è una vera e propria politica aziendale volta a raggiungere obiettivi strategici specifici, che vanno ben oltre le

conoscenze ed il gusto di una singola persona. L'intento primario della banca svizzera è quello di sostenere gli artisti viventi nelle fasi integranti della loro carriera, ed è per questo che gli acquisti vertono spesso verso opere pressoché sconosciute.

2.4.3 UniCredit

Quella di UniCredit è un esempio di collezione eterogenea, poiché comprende opere di moltissime epoche: dalla preistoria all'arte contemporanea. Tra gli artisti moderni e contemporanei, figurano Giorgio Morandi, Gerhard Richter e Georg Baselitz. La collezione vanta inoltre un ingente numero di opere fotografiche sia storiche che contemporanee. L'interesse per l'arte va oltre all'acquisizione dei opere, ed infatti il Gruppo è attivo nell'organizzazione di svariati progetti culturali in collaborazione con le più prestigiose istituzioni artistiche italiane tra cui il Museo d'arte contemporanea di Roma (MACRO), il Museo nazionale delle arti del XXI secolo (MAXXI) e il Museo d'Arte Moderna di Bologna (MAMbo).

UniCredit definisce come proprio obiettivo quello di *“promuovere il patrimonio e gli eventi artistici dei territori in cui opera, ponendo particolare attenzione alla valorizzazione di nuove forme d'arte e di giovani artisti, favorendo la valorizzazione delle differenze”*.

2.4.4 Intesa San Paolo

Intesa San Paolo vanta una delle più grandi collezioni corporate a livello internazionale ed è da anni promotrice di mostre, progetti ed attività educative nel settore artistico e culturale. Nella sua collezione sono presenti circa 15.000 opere, che spaziano

dall'archeologia all'arte contemporanea e sono esposte per la maggior parte nel polo museale bancario sviluppato su quattro sedi: Vicenza, Milano, Napoli e Torino. Intesa San Paolo è il risultato dell'aggregazione di oltre 600 banche, parte integrante della storia del Gruppo: da piccoli istituti regionali alla grande fusione tra Sanpaolo di Torino e Intesa di Milano. Queste incorporazioni hanno permesso l'ampliamento della collezione artistica nonché delle comunità di appartenenza e delle relative tradizioni, che si sono così tramandate nel tempo. Di recente, anche l'acquisizione di Ubi ha contribuito ulteriormente all'accrescimento del patrimonio artistico, che rappresenta uno dei punti cardine dell'azienda.

2.4.5 Deutsche Bank

La Deutsche Bank Collection è stata fondata in Germania nel 1979, con l'obiettivo di supportare artisti emergenti tedeschi. Da quel momento, l'istituto è cresciuto esponenzialmente e così anche la collezione, che conta oggi quasi 60.000 opere d'arte e si posiziona al primo posto nella classifica delle collezioni aziendali più grandi al mondo.

Art at Work: questa è la filosofia motrice dello sviluppo dell'iniziativa. È in quest'ottica che prende vita l'*Artothek* o *artoteca*, una sorta di biblioteca contenente opere d'arte che possano essere prese in prestito dai dipendenti come oggetti di arredamento per le pareti dei propri uffici, a scopo sia d'ispirazione che decorativo. Ciascuna delle filiali in cui è esposta la collezione, è organizzata in modo diverso. Nella sede newyorkese, ad esempio, ogni piano è dedicato ad un tema artistico differente: uno riservato alla fotografia, un altro espone disegni di scultori, un terzo si focalizza sulla figura umana. A

Londra, ogni sala riunioni è dedicata ad un particolare artista. Invece, i cinquanta piani della filiale di Francoforte celebrano alcuni degli artisti più importanti della collezione ma senza un criterio preciso. Nell'ambito Italiano, la *Deutsche Bank Collection Italy*, inaugurata nel 2007, ha sede a Roma e a Milano, ed anche in questo caso le due città hanno offerte artistiche differenti: se nella capitale si celebra la storicità attraverso i capolavori di grandi fotografi italiani, nel capoluogo lombardo giovani artisti emergenti trovano spazio affiancando i lavori di artisti contemporanei.

2.4.6 Bank of America

Alla base del programma di Bank of America vi è l'idea che l'arte debba essere accessibile a tutti. Sebbene i dettagli sulla collezione non siano pubblici, la banca è particolarmente orgogliosa dell'iniziativa *Art in our Communities*. *“Attraverso questo programma, la nostra collezione aziendale diventa una risorsa per la comunità, permettendo a musei e gallerie no-profit di prendere in prestito intere mostre senza nessun costo”*, ha dichiarato Diane Wagner, portavoce dell'evento. Ne è un esempio l'opera di Childe Hassam, esposta nel 2011 al Crocker Art Museum in California, all'interno di una mostra dedicata agli artisti americani che hanno abbracciato l'impressionismo. L'esposizione comprendeva 125 opere provenienti dalla collezione di Bank of America.

2.5 Arte e impresa: il caso di Banca Ifis

Fondata nel 1983, Banca Ifis ha un modello di business diversificato e focalizzato sul sostegno dell'economia reale. In particolare, una delle peculiarità dell'istituto bancario

risiede nella sua combinazione di specializzazione finanziaria ed impegno nella promozione dell'arte e della cultura italiana. All'interno del progetto "Ifis Art", ideato e promosso dal presidente Ernesto Fürstenberg Fassio, la banca ha intrapreso numerose iniziative volte alla creazione, valorizzazione e al restauro di significative opere contemporanee, tra cui *The Migrant Child* di Banksy e Palazzo San Pantalon a Venezia. Ciò sottolinea l'impegno della banca nella conservazione del patrimonio artistico, reso ancora più evidente dall'inaugurazione del Parco Internazionale di Cultura - situato nel giardino della cinquecentesca Villa Fürstenberg, sede storica del gruppo - dove trovano spazio capolavori monumentali di maestri italiani ed internazionali che si integrano armoniosamente con l'ambiente naturale.

Accanto a questo, nel 2021 Banca Ifis ha inaugurato "Economia della Bellezza", una vera e propria piattaforma ideata per misurare, di anno in anno, il contributo della bellezza allo sviluppo dell'economia italiana nel suo insieme e nei differenti settori produttivi caratterizzanti il *Made in Italy*. Tale progetto evidenzia come, mediante un approccio analitico e quantitativo, gli investimenti in arte e cultura possano incidere positivamente sulla produttività aziendale e sulla crescita economica.

Banca Ifis si distingue nel panorama bancario italiano per l'integrazione diretta dell'arte e della cultura all'interno del proprio modello di business e della propria identità aziendale. A differenza di istituti quali, ad esempio, Intesa San Paolo e UniCredit, che dimostrano il loro impegno prevalentemente attraverso la conservazione di collezioni artistiche storiche, il finanziamento di mostre e la gestione di musei, Banca Ifis adotta un approccio innovativo, volto a creare una costante interazione tra l'attività finanziaria e la promozione artistica. La trasformazione della sede storica in un parco di sculture

contemporanee aperto al pubblico è un esempio emblematico di questa filosofia: anziché esporre in spazi museali, l'istituto ha deciso di rendere l'arte parte integrante del proprio ambiente, contribuendo alla riqualificazione territoriale. Tale scelta evidenzia un'interpretazione dell'arte non solo come strumento di conservazione del patrimonio culturale ma anche come esperienza dinamica ed immersiva. Inoltre, l'attenzione e la sensibilità alla dimensione contemporanea si riflette anche nella volontà di promuovere e conservare l'arte urbana, come dimostra il restauro dell'opera di Banksy.

In uno scenario in cui la cultura è spesso concepita come un investimento filantropico o un elemento di prestigio istituzionale, Banca Ifis si distingue per una strategia che pone l'arte e la bellezza al fulcro del suo sviluppo, facendone uno strumento di branding, di valorizzazione territoriale, e di motore della propria crescita economica sostenibile.

2.5.1 Intervista a Carmelo Carbotti, promotore dell'Osservatorio di Economia della Bellezza di Banca Ifis

Nell'ambito dell'approfondimento di studio in merito al rapporto che intercorre tra arte e impresa, ho avuto il piacere di intervistare Carmelo Carbotti, con il quale abbiamo analizzato alcuni aspetti emersi dallo studio *“Economia della Bellezza: Arte e cultura asset strategici di competitività”* (2024).

Nel panorama odierno, in che modo gli investimenti in arte e cultura possono supportare gli obiettivi di business delle imprese?

In primo luogo, arte e cultura sono strumentali per il posizionamento esterno dell'azienda poiché coloro che ci investono sono percepiti come vicini agli interessi del territorio e della comunità, migliorando così la propria reputazione e il proprio status. In

secondo luogo, gli investimenti in arte e cultura sono efficaci per il posizionamento relazionale ed il networking poiché permettono di creare relazioni strategiche e rafforzare la propria rete di contatti.

Come impattano tali investimenti nelle imprese?

Abbiamo condotto un'analisi su un campione di 730 imprese italiane che investono in arte e cultura misurandone l'incremento della produttività nel lungo periodo. Ciò che è emerso, è che la produttività di tali imprese cresce di 1,4 volte più velocemente rispetto alle imprese *peer*, operanti nello stesso settore e aventi le stesse dimensioni. Si è notata, inoltre, una correlazione diretta con le retribuzioni, che risultano essere più alte nel caso delle imprese che investano in progetti di arte e cultura. Queste ultime, infatti, tendono ad attrarre talenti più qualificati e risorse umane più performanti, permettendo la crescita totale della produttività. Dunque, l'arte è un catalizzatore di innovazione e l'uomo ne è il mezzo di trasmissione.

Ci sono dei settori in cui si riscontra una produttività maggiore rispetto ad altri?

Sì, il settore bancario cresce ad un multiplo ancora più elevato rispetto alla media del mercato. Analizzando la documentazione delle banche italiane, abbiamo individuato 16 gruppi bancari italiani che hanno sviluppato, in modo continuativo, iniziative su arte e cultura. Lo studio ha rilevato che, in questo caso, il ritmo medio annuo di crescita della produttività è all'incirca di 3 volte superiore ai gruppi bancari *peer*, mentre la retribuzione media dei dipendenti cresce è circa 2 volte maggiore. Ciò accade perché questo settore è stato il pioniere degli investimenti in arte: in passato molti dei capolavori che oggi sono esposte al pubblico, nelle Gallerie d'Italia, erano distribuiti negli uffici e nelle sale riunioni delle banche. Se prima le opere erano una fonte di

ispirazione interna, oggi invece fungono da ispirazione esterna rafforzando l'impatto sociale delle aziende.

Quali sono i benefici che l'arte e la cultura apportano alle risorse umane? In che modo possono essere loro d'ispirazione?

L'arte e la cultura agiscono sull'apprendimento e sulla stimolazione del pensiero creativo migliorando le capacità comunicative e relazionali dell'individuo. L'interpretazione delle opere, ad esempio, rafforza il pensiero critico e stimola il pensiero laterale, l'espressione di idee, di emozioni e la collaborazione per la risoluzione dei problemi.

Nel caso di Banca Ifis, quali sono gli obiettivi che vi proponete di raggiungere attraverso lo sviluppo di progetti in arte e cultura?

L'obiettivo principale di Banca Ifis è, da sempre, quello di generare un impatto sociale. Sin dal 2019, Ernesto Fürstenberg Fassio ci ha orientati verso un modello di purpose-driven company, credendo fermamente nella coesistenza tra un solito e obiettivo di business ed un impegno concreto per favorire il miglioramento della comunità. Nel corso degli anni, il nostro azionista di riferimento, supportato dalla linea manageriale, ha lavorato per integrare sempre di più questi valori all'interno della banca, individuando nell'arte contemporanea lo strumento attraverso cui è possibile stimolare lo sviluppo del pensiero laterale, l'ispirazione e l'inclusione. Infatti, questo tipo di arte ha insita l'interazione tra l'opera e chi vi assiste, è un'arte di tipo concettuale che richiede uno sforzo cognitivo per essere compresa.

Com'è nata l'idea di creare un Parco Internazionale di Scultura?

La scelta del parco anziché di un museo per l'esposizione di opere è stata un'intuizione: il parco era già, di per sé, una scultura naturale con un'enorme biodiversità e numerose piante migranti, dunque l'idea di una scultura che accogliesse altre sculture era vincente. Inoltre, il parco è collocato nel nostro territorio, quello veneziano, dunque si trattava anche di una sorta di "restituzione" di valore al nostro ambiente. Peraltro, la nostra non è una vera e propria *corporate art collection*, o meglio lo è per definizione ma non è concepita in questa prospettiva. L'apertura di uno spazio ampio e poliedrico ha una doppia finalità: da un lato permette la fruizione di opere d'arte ad un pubblico più vasto, alla stregua di un museo a cielo aperto, dall'altro consente di sviluppare una serie di progetti collaterali tra cui giornate di studio e workshop per gli addetti al settore dell'arte.

Come viene misurato l'impatto sociale di queste attività?

Con la collaborazione del Politecnico di Milano e dello scienziato sociale Mario Calderini, abbiamo sviluppato un modello di misurazione dell'impatto sociale che permette di analizzare visitatori e specialisti. Sui primi, misuriamo la capacità di comprendere, il benessere e l'ispirazione in termini di creatività e pensiero laterale. Sui professionisti, invece, rileviamo la possibilità di aver sviluppato idee nuove e di aver fatto networking di loro interesse, cruciale dal punto di vista imprenditoriale.

Quali sono stati i risultati che sono emersi dall'attività del parco?

Il primo anno di attività ha generato un moltiplicatore di valore di quasi 4 volte, dunque l'iniziativa ha avuto un enorme successo, probabilmente dovuto sia alla scelta delle opere che all'efficacia dei temi trattati nell'ambito dei workshop. Questa è la conferma di ciò che avevamo già osservato nelle imprese e nelle banche analizzate: arte e cultura

hanno effettivamente una capacità generativa e trasformativa paragonabile alla *ricerca e sviluppo* di nuovi materiali e tecnologie in altri settori.

Da cosa nasce la sua volontà di studiare l'Economia della Bellezza?

Credo che l'economia della bellezza sia già di per sé un comparto trasversale dell'imprenditoria italiana legato alla cultura, all'arte e alle tradizioni: è quel curriculum nascosto che noi italiani trasponiamo nel nostro lavoro, qualunque esso sia. È ciò che rende il nostro prodotto diverso dalla produzione di massa, ciò che identifica il *Made in Italy*. Attraverso la nostra piattaforma, abbiamo cercato di indagare se questo legame con la cultura fosse presente solo in termini passivi e involontari o, altrimenti, potesse essere usato anche come strumento attivo per generare innovazione. A conclusione dell'analisi, i dati hanno confermato la nostra tesi: arte e cultura rappresentano un investimento strategico per le aziende e per il loro sviluppo.

2.6 La domanda speculativa

La crescita del mercato dell'arte degli ultimi vent'anni ha consolidato l'enorme potere di seduzione dell'arte per i collezionisti. Sebbene nel 2023 si sia registrato un calo del 4% rispetto all'anno precedente, il mercato ha un valore stimato di 65 miliardi di dollari (*Report Art Basel e UBS, 2024*). L'apertura di gallerie in tutto il mondo, il proliferare delle vendite e la nascita di nuove fiere e biennali, non si spiegherebbe se non vi fosse un reale interesse commerciale.

Il bene arte ha caratteristiche peculiari rispetto alle altre forme di investimento, ed è complicato circoscrivere i fattori che ne determinano le variazioni di prezzo. Il fattore qualità è sicuramente determinante, ma impossibile da definire univocamente: i valori

estetici sono soggettivi e mutabili e sui prezzi delle opere influiscono - tra gli altri - i *trend* in auge, il prestigio delle gallerie che trattano l'artista e la quantità di opere prodotte. Nell'ultimo anno, il rallentamento del mercato è sfociato, nella maggior parte dei casi, in un'attenuazione degli acquisti speculativi frenetici a fronte di un accentramento della ricerca qualitativa da parte dei collezionisti. Ciò ha creato una tendenza ad assumere un atteggiamento prudente al momento dell'acquisto e a preferire artisti consolidati (*Report Art Basel e UBS, 2024*). La scelta dell'artista e dell'opera d'arte, così come il linguaggio e il ruolo di precursore nella storia dell'arte, sono tutti elementi che contribuiscono alla determinazione di un prezzo. In ottica di investimento, spesso sono premiati coloro che accettano la sfida con il rischio, puntando su artisti innovativi ed anticonformisti purché trattati da gallerie con un'eccellente reputazione. Le variabili da tenere in considerazione al momento dell'acquisto di un'opera sono (Zorloni, 2016):

1. Il prezzo medio di opere equivalenti
2. L'ampiezza del mercato dell'artista, ovverosia il numero delle opere offerte in asta
3. La liquidità dell'artista, cioè la quota delle opere vendute sul totale di quelle offerte

Gli artisti con maggiore liquidità sono anche quelli con maggiore richiesta sul mercato e, dunque, più facilmente commerciabili.

2.6.1 Caratteristiche della domanda speculativa

La domanda speculativa si origina da tutti coloro i quali vogliano legare la propria immagine a quella dell'arte con l'intento di conseguire dei profitti sul capitale investito.

Sulla base del criterio temporale e degli obiettivi che si perseguono, è possibile distinguere tra investitori e speculatori.

Da un lato, gli investitori agiscono in un perimetro di medio lungo periodo con l'obiettivo di diversificare il proprio patrimonio. L'opera d'arte è considerata alla stregua di un bene rifugio ed è per questo che gli acquisti sono concentrati su artisti già formati e che abbiano registrato buoni risultati di vendita in aste nazionali ed internazionali.

D'altra parte, gli speculatori agiscono in un'ottica di breve periodo, scommettendo su talenti emergenti ed acquistando prima che si formi il mercato dell'artista. Essi sono in grado di provocare un'accelerazione dei prezzi qualora subentrino fattori concomitanti come la rarefazione delle opere, l'internazionalizzazione dell'artista o la sua partecipazione a mostre di spicco. Lo scopo dello speculatore è inverso rispetto a quello dell'investitore: trovare l'impiego finanziario a rendimento più elevato, che sarà dato dalle opere con il rialzo delle quotazioni più rapido.

Le principali determinanti della domanda speculativa dipendono dall'andamento dei rendimenti sui mercati finanziari, della disponibilità di liquidità e della presenza di strutture di mercato che aggregino la domanda e l'offerta quali, ad esempio, le case d'aste.

I vantaggi derivanti da questa scelta di investimento possono essere ricondotti a quattro motivazioni primarie (Zorloni, 2016):

- 1) *Diversificazione*: al fine di conseguire un buon rendimento sostenendo il minor rischio possibile, è essenziale diversificare il portafoglio di investimento.

2) *Redditività*: l'analisi delle fluttuazioni dei prezzi delle opere ha spinto numerosi economisti ad ipotizzare l'esistenza di una correlazione tra il mercato dell'arte ed il mercato borsistico, con l'obiettivo di valutare e misurare il grado di fungibilità tra investimento in opere d'arte e investimento in titoli azionari (Trimarchi, 2004). Tuttavia, le evidenze empiriche risultano contrastanti. Secondo gli studi di Baumol e Frey-Pommerehne, per il periodo 1637-1947, il rendimento reale medio annuo delle opere d'arte è stato dell'1,4%, con un'alta varianza osservabile (tra opere e tra periodi). Nello stesso periodo, il rendimento reale dei titoli pubblici è stato del 3,7%. Dunque, il costo-opportunità di detenere opere d'arte ha superato il 2%. Nel secondo dopoguerra, invece, il rendimento delle opere d'arte rispetto alle altre attività ha subito un incremento, tanto che nel periodo 1950-1987 si è registrata una diminuzione del costo-opportunità di detenere opere d'arte fino allo 0,5%. Infine, agli albori degli anni '90 il prezzo delle opere d'arte è esploso ed il loro rendimento ha spesso superato quello delle altre attività di investimento. Negli ultimi decenni le quotazioni si sono tuttavia assestate e stabilizzate. Le analisi di Renneboog e Van Houtte (2002) confermano che gli investimenti nel mercato dell'arte hanno tendenzialmente performance inferiori a quelle del mercato azionario. In particolare, mettendo a confronto i rendimenti medi nel periodo 1970-1997, essi hanno rilevato come un investimento in arte abbia generato un rendimento del 7,6%, a fronte dell'8,7% registrato da un portafoglio azionario composto da titoli borsistici. Dunque, si può concludere che la fungibilità tra investimenti ed opere d'arte è limitata a causa della natura unica delle opere d'arte e della loro bassa correlazione con i mercati tradizionali. Per questo, le opere d'arte possono essere

considerate come un investimento alternativo ed una valida opportunità di diversificazione del portafoglio, seppur con un alto grado di incertezza e con rendimenti storici variabili, come verrà approfondito nei capitoli successivi.

- 3) *Fiscalità*: l'investimento in arte, se paragonato agli investimenti nei mercati finanziari o immobiliari, è più conveniente dal punto di vista fiscale. In Italia, a differenza di quanto accade in altri paesi, i privati che non acquistino con intento commerciale o speculativo non realizzano una plusvalenza tassabile, né come reddito di impresa, né come reddito diverso²¹. Per contro, l'investimento immobiliare (*ex art. 67, TUIR*) o finanziario (*ex art. 3, comma 1, D.L. 66/2014*) comporta sempre una tassazione diretta e/o indiretta. Nel caso di contribuenti lavoratori autonomi, l'art. 54-bis, comma 2, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR) prevede la detrazione, nel limite dell'1% dei compensi percepiti dall'esercente nel periodo di imposta, delle spese sostenute per l'acquisto di un'opera d'arte, qualificata come *spesa di rappresentanza*. Anche sotto il profilo dell'imposta di successione, il sistema fiscale italiano è più favorevole rispetto ad altri: il patrimonio devoluto agli eredi in atto di decesso è assoggettato a tassazione con aliquote variabili in funzione del grado di parentela esistente tra gli eredi ed il defunto (D.L. 262/2006). Infine, le opere d'arte non sono soggette a tassazione patrimoniale poiché il sistema fiscale italiano non prevede una tassazione patrimoniale sui beni mobili: ciò significa che i proprietari sono esenti dal pagamento di imposte sul loro valore.

²¹ G. Maisto, op. cit., p. 235; v. anche E. Tito, G. Giusti, *Sono tassabili le plusvalenze da cessione occasionale di opere d'arte?*, in "Corriere Tributario", 47-48/2016

- 4) *Fruibilità*: contrariamente ad ogni altra forma di investimento tradizionale, l'arte è una forma di investimento tangibile e fruibile fisicamente ed esteticamente. Questo aspetto può essere particolarmente attraente per coloro che apprezzano l'idea di possedere un asset fisico e vedono nell'arte una forma di collezionismo. Tale vantaggio esperienziale è il motivo per cui molti collezionisti, pur consapevoli dell'accresciuto valore del proprio acquisto, decidono di non vendere la propria opera se non quando si verificano le cosiddette "4D": *death, divorce, disease, debt*.

3. L'investimento in arte contemporanea

3.1 Arte: un investimento alternativo

Le motivazioni che spingono i soggetti, siano essi privati o istituzionali, ad acquistare opere d'arte sono molteplici e di varia natura. Si distinguono da un lato coloro che privilegiano il soddisfacimento dei propri bisogni psicologici ed emozionali, dall'altro quelli che investono in arte al pari degli altri strumenti finanziari, con il solo scopo di ricavarne un introito monetario.

A questo proposito è importante una distinzione, poiché esistono due modi per acquistare arte: un modo diretto e un modo indiretto.

L'acquisto diretto consiste nel destinare il proprio denaro alle opere d'arte, che possono essere sia di artisti di fama consolidata, che di artisti di tendenza, sia provenienti da paesi in cui il mercato è affermato, sia pure dai cosiddetti paesi emergenti in cui il mercato si è sviluppato di recente - ad esempio Cina e Medio Oriente. Le gallerie, le case d'asta e le fiere d'arte hanno un ruolo fondamentale per questa tipologia di investimento perché fanno da intermediari e da punto di contatto tra venditori - e dunque artisti - e acquirenti.

Le opere acquistate indirettamente, invece, non sono di proprietà degli acquirenti. Infatti, in questo caso i soggetti non acquistano i beni artistici ma affidano il proprio denaro a professionisti del settore che si occuperanno della gestione di *art funds* i quali, come approfondiremo meglio in seguito, sono fondi di investimento che comprano e rivendono opere al fine di generare un profitto che verrà successivamente ripartito tra gestori e investitori.

Negli ultimi anni si è assistito ad un crescente interesse per l'arte come *asset class*, ritenuta da molti un eccellente bene rifugio utile per la diversificazione del portafoglio di investimento, e ciò soprattutto grazie al basso livello di correlazione che presenta con i più tradizionali strumenti finanziari. Dunque, l'investimento in arte è una valida alternativa che tuttavia resta caratterizzata da elevati costi di transazione e da un elevato rischio che deriva dalla difficoltà nella determinazione dei prezzi delle opere e nella previsione della variazione di questi.

È in questo contesto che hanno guadagnato sempre più spazio l'*art banking* e gli *art advisor*, consulenti artistici con il ruolo di orientare le scelte d'acquisto dei propri clienti, indicando loro le opportunità di mercato attraverso un'attività di ricerca continua. Tale servizio è stato offerto per la prima volta negli Stati Uniti, dove Citigroup Private Banking fu tra le prime ad inaugurare il proprio *art advisory department* nella Grande Mela. Ad oggi sono molti gli istituti bancari che offrono questo tipo di servizio, che con gli anni si è espanso a livello globale.

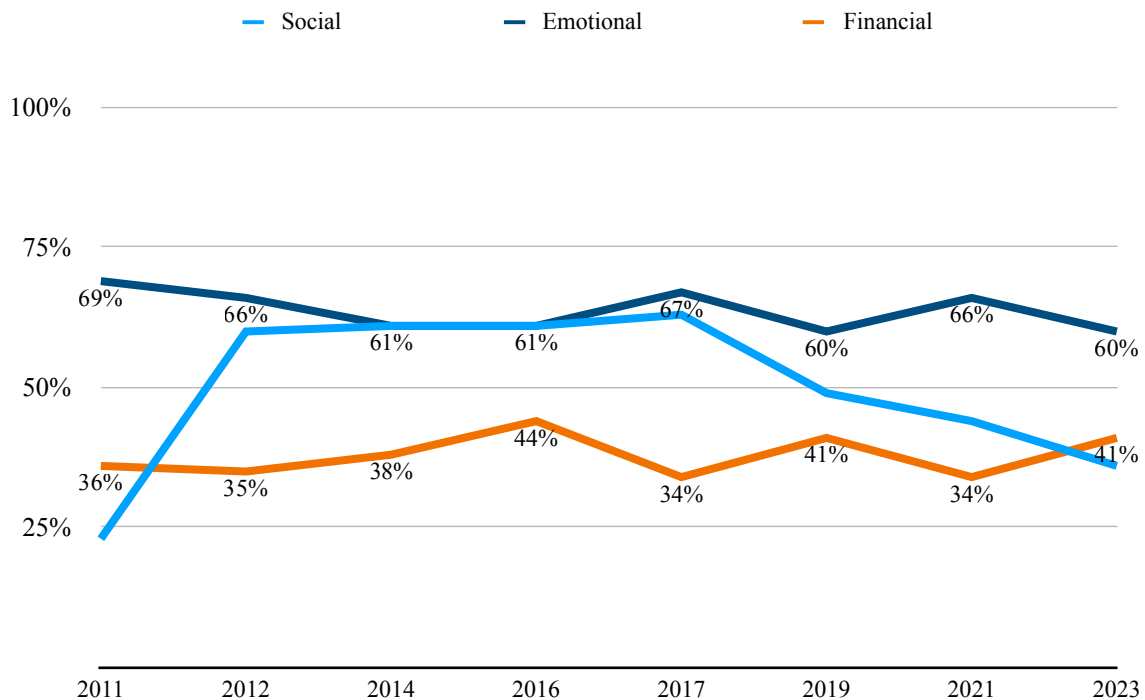
3.2 Arte e wealth management: analisi del rapporto *Art & Finance* (2024)²²

L'*Art & Finance Report* è un rapporto realizzato da Deloitte Private in collaborazione con ArtTactic con cadenza biennale che si pone l'obiettivo di rendere intellegibile un mercato di per sé poco trasparente, mediante l'analisi di dati quantitativi e nuovi trend emergenti. Deloitte Private intende consolidare basi comuni di conoscenza tra attori di mercato che si avvicinano al comparto artistico con diversi propositi: dagli operatori di mercato, agli investitori, ai collezionisti, agli accumulatori d'arte.

²² Deloitte Private & ArtTactic: *Il mercato dell'arte e dei beni da collezione / Report 2024*

Nei dodici anni trascorsi dalla pubblicazione del primo *report*, il mercato dell'arte e quello della finanza si sono notevolmente evoluti, adattandosi alle priorità dei consumatori e alle dinamiche interne ed esterne che sono mutate. Inoltre, è emersa sempre più la necessità di integrare l'arte nella gestione patrimoniale offrendo servizi dedicati nelle proposte *wealth* delle istituzioni finanziarie, come dichiara l'89% degli intervistati (su un totale di 435 professionisti tra banche private, family office, collezionisti e operatori nel mondo dell'arte) nell'ultimo *report*. L'incremento di 24 punti percentuali rispetto al 2011 è giustificato sia dal desiderio dei clienti di nuovi prodotti e servizi, sia dagli sviluppi tecnologici e normativi che sono stati introdotti accelerando la necessità di un'offerta olistica di gestione patrimoniale. Infatti, il 63% dei *wealth manager* (gestori patrimoniali) hanno dichiarato di aver integrato l'arte nella propria offerta, ciò anche a fronte di un cambiamento nelle motivazioni dei collezionisti per l'acquisto di beni artistici. Sebbene il fattore emozionale rimanga la ragione prevalente per il 60% delle persone, il 41% di essi dichiara il valore finanziario come motivazione primaria dei propri acquisti, superando per la prima volta il dato percentuale del valore sociale, sceso all'ultimo gradino del podio con il 36%. In particolare l'83% dei giovani collezionisti considera il rendimento una motivazione chiave per cui investire (rispetto al 50% del 2021), il 61% dichiara che la diversificazione del portafoglio sia essenziale (+10% sul 2021) e il 51% ritiene che l'arte possa essere un bene rifugio in tempi incerti (a fronte del 34% nel 2021).

Figura 3.1: *Collezionisti: quali delle seguenti motivazioni sono più importanti per l'acquisto d'arte?*



Fonte: Deloitte Private & Art Tactic, 2023, *Art & Finance Report*

Questi dati denotano una crescente attenzione ai ritorni sugli investimenti e alle considerazioni economiche nella compravendita di opere d'arte, che diventano così un vero e proprio *asset* da considerare in ottica di diversificazione del portafoglio ma anche un modo per proteggersi dall'inflazione. Tale dinamica è sperimentata anche dai beni di lusso - tra cui gioielli, orologi, borse ed oggetti di design - che configurano a tutti gli effetti una nuova categoria di "*passion asset*" tanto da aver superato la performance dell'arte totalizzando, nel 2022, 353 milioni di dollari nelle vendite d'asta contro i 68 generati dall'arte²³.

²³ Giulia Bacelle: *Gli assi vincenti del wealth management? Arte e lusso*, articolo pubblicato in WeWealth, 30/11/2023

Per molti individui ad alto patrimonio - i cosiddetti *Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI)* - l'arte è un vero e proprio strumento di posizionamento e conservazione della ricchezza. Nell'ultimo report, Deloitte ha stimato che la ricchezza degli UHNWI associata all'arte e ai *passion assets* si aggirasse intorno ai 2,174 trilioni di dollari, cifra che si prevede aumentare fino a 2,861 trilioni di dollari entro il 2026. D'altra parte, il *report* mette in luce il fatto che solo il 24% dei collezionisti abbia in atto una strategia di lungo termine per l'amministrazione delle opere e dei beni di lusso. In questo scenario è evidente il cruciale ruolo dei *wealth managers* nella gestione delle collezioni d'arte, che richiede lo stesso elevato grado di competenza e meticolosità riservato ad altre categorie di *asset* di investimento.

3.3 Mercato artistico e mercato finanziario a confronto

Tradizionalmente, gli investimenti finanziari sono associati soprattutto a titoli azionari e obbligazionari, che ne rappresentano le due principali categorie.

In tempi recenti, gli individui hanno ampliato progressivamente le loro prospettive, rivolgendo sempre più di frequente l'attenzione ai cosiddetti investimenti "alternativi": *hedge fund*²⁴, *private equity*²⁵, mercato immobiliare, delle materie prime, della numismatica e dell'arte.

Tale avvicinamento si è manifestato in modo particolare durante i periodi di crisi finanziaria, quando azioni ed obbligazioni non hanno raggiunto i risultati attesi e la

²⁴ gli *hedge fund* sono fondi di investimento privati che attuano diverse strategie per ottenere rendimenti elevati cercando, al contempo, di proteggersi dai rischi di mercato

²⁵ per *private equity* si intende una tecnica di investimento in società non quotate in borsa con l'obiettivo di aumentarne il valore e trarne un profitto mediante la successiva vendita o quotazione.

necessità per gli investitori di diversificare il portafoglio è diventata più pressante. In questi contesti, il mercato dell'arte ha acquisito grande rilevanza, consolidando il bene artistico ad *asset* alternativo che, per le sue peculiarità, può essere considerato alla stregua - o migliore - di altri beni rifugio poiché estraneo alle dinamiche di mercato e alle momentanee fluttuazioni dei prezzi per ragioni macroeconomiche.

L'arte ha caratteristiche finanziarie differenti dagli altri *asset* tradizionali. La prima, e più evidente, è il fatto che, se, da un lato i titoli di borsa o i titoli di Stato possono essere acquistati in qualsivoglia momento, dall'altro, l'arte necessita solitamente di tempi medio-lunghi, talvolta anche di durata decennale. Questo perché il mercato dell'arte è relativamente illiquido e ciò rende difficoltoso sia l'acquisto che la conversione in moneta quando ve ne sia bisogno.

Inoltre, il reddito atteso è generato esclusivamente dai guadagni in conto capitale (*capital gain*), dati dalla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita. Diversamente, altre attività, ad esempio quelle immobiliari, generano delle rendite, cosicché anche la somma di queste contribuisce al computo del reddito atteso totale. L'assenza di rendite esclude la possibilità di diversificazione del paniere, ed è proprio per questo motivo che il mercato dell'arte ha un livello di rischio più elevato in caso di fallimento. Prendiamo ad esempio l'eventualità in cui si siano acquistate cento azioni di una società che paga dividendi per cinque anni, al termine dei quali essa fallisce. Se i dividendi fossero investiti in azioni della stessa società, al momento del fallimento il rendimento complessivo dell'investimento sarebbe nullo. Qualora, invece, i dividendi fossero stati depositati in banca, al momento del fallimento il capitale costituito dalle cento azioni sarebbe nullo, ma il deposito bancario accumulato sarebbe pari alla somma

del valore monetario dei dividendi e degli interessi riscossi. Quindi, la mancanza di rendite è un aspetto negativo dell'investimento in arte poiché il profitto si concretizza solo al termine del periodo d'investimento o nel momento in cui si venda un'opera²⁶.

L'incertezza è data anche dall'impossibilità di stabilire con precisione il valore finale dell'opera, che è difficilmente prevedibile a causa dell'alta volatilità dei prezzi, soggetti alle variazioni delle tendenze di mercato e delle preferenze degli acquirenti.

Parallelamente alle differenze di tipo finanziario, si evidenziano anche delle discrepanze relative alle caratteristiche reali del bene arte e agli aspetti regolamentari correlati. Le opere d'arte sono per loro natura uniche e il loro mercato, a differenza di quello dei titoli scambiati in Borsa, dove le transazioni avvengono in modo continuo e all'interno di un sistema ben regolamentato, non ha una sede specifica. Il commercio d'arte si articola tra il mercato primario e quello secondario, con sessioni d'asta che si svolgono stagionalmente e che registrano un numero di transazioni nettamente inferiore.

Quanto alla regolamentazione, i mercati finanziari classici si distinguono in: mercati regolamentati e sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati (OTC, *over the counter*). La distinzione si riferisce principalmente al livello di regolamentazione, trasparenza e modalità di esecuzione degli scambi: nel primo caso le transazioni avvengono in una piattaforma centralizzata con regole precise; nel secondo caso gli scambi sono effettuati direttamente tra le parti e permettono una maggiore flessibilità a fronte di un minor grado di supervisione. Il mercato dell'arte può essere definito come un mercato non regolamentato (OTC puro): l'organizzazione del sistema non è stabilita

²⁶ il diritto di godimento sulla cosa potrebbe consentire il conseguimento di un reddito periodale mediante l'affitto o il prestito delle opere ai musei; tuttavia ciò costituirebbe un contratto separato e non una caratteristica intrinseca del bene acquistato (Marinelli, 2005)

da una disciplina specifica del settore, né vi sono delle norme che riguardano le regole organizzative o di funzionamento (Marinelli, 2008).

Negli ultimi anni, la tendenza tra i compratori d'arte è stata quella di direzionare i propri investimenti verso opere di artisti contemporanei, esponenti del cosiddetto “*fenomeno superstar*”, i quali hanno raggiunto, se non addirittura sorpassato, quanto a quotazioni, i maestri dell'Avanguardia storica che hanno rappresentato per anni il fulcro del mercato. Si pensi, per esempio, ai record d'asta registrati da Jeff Koons, la cui scultura *Rabbit* è stata venduta all'asta da Christie's a New York per 91,1 milioni di dollari e il cui *Balloon Dog* è stato battuto a 58,4 milioni di dollari nel 2013. E ancora, nel 2021 l'opera di Banksy *Love is in the Bin*, la ballon girl autodistrutta²⁷ ha raggiunto i 22 milioni durante una sessione d'aste da Sotheby's a Londra. La vendita di quest'opera ha avuto una risonanza mediatica particolare, poiché si tratta di una versione di *Girl with Balloon*, dello stesso Banksy, che si è autodistrutta in asta nel 2018 per poi essere nuovamente venduta tre anni dopo. L'artista aveva sapientemente nascosto un meccanismo di autodistruzione all'interno del quadro che si è innescato nell'esatto momento in cui l'opera è stata battuta - per 18,5 milioni - tritutando la tela per oltre metà. L'azione provocatoria dell'artista ha fatto sì che tale opera acquisisse ancora più valore, a testimonianza di come il valore dell'arte sia imprevedibile e talvolta incomprensibile: una tela distrutta valeva più della tela originale. Ciò consente, allora, di sottolineare la più significativa differenza tra l'investimento in borsa e in *asset*

²⁷ Quest'opera è la versione di *Girl with Balloon* di Banksy, che si è autodistrutta nel 2018 dopo essere stata venduta all'asta.

artistici: un'opera d'arte porta con sé una storia, un fascino ed un piacere estetico di cui l'investitore può godere, un investimento finanziario no.

In conclusione, sebbene presenti anomalie ed inefficienze, il mercato dell'arte offre concrete possibilità per la generazione di importanti ritorni economici, dovuti anche all'interesse crescente degli istituti bancari nel settore, che permettono di designare l'arte come un valido investimento alternativo.

3.4 Il “superstar phenomenon”²⁸

Come accennato nel paragrafo precedente, il mercato dell'arte risponde a valutazioni e fattori tanto oggettivi e quantitativi, quanto soggettivi e qualitativi. L'instabilità delle tendenze dominanti sul mercato conduce spesso al cosiddetto *superstar phenomenon*, secondo cui alcuni acquirenti acquistano solo i lavori degli artisti più conosciuti, contribuendo così all'incremento delle loro quotazioni. Ciò è particolarmente evidente nella forte concentrazione in termini di artisti presenti alle aste: i primi 100 per reputazione, pari ad appena l'1% del totale, rappresentano il 76% del mercato in termini di importi aggiudicati. Parimenti, i lotti con valore unitario superiore a 250.000 dollari corrispondono circa al 74%²⁹.

Il modello delle superstar è stato oggetto sia degli studi teorici di Rosen (1981) che degli studi empirici di Adler (1985), il quale ha cercato di spiegare la tendenza dei consumatori a concentrare i propri acquisti quasi esclusivamente su alcuni grandi artisti.

²⁸ la trattazione di questo paragrafo prende spunto dall'elaborato di Alessia Zorloni: *Lo star system nel mercato dell'arte contemporanea*, ed. Il Mulino, 3 agosto 2011

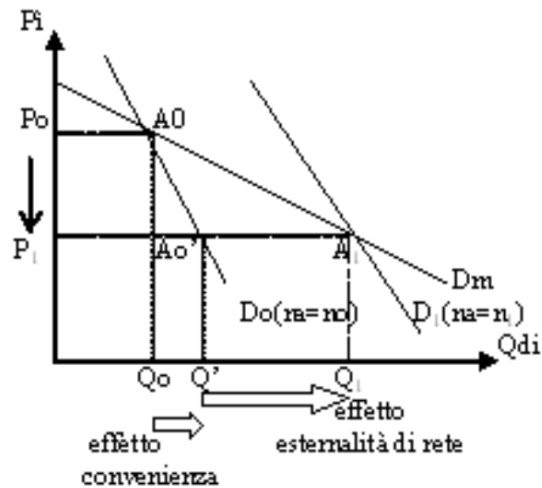
²⁹ Redazione Mediobanca: *Tra i dubbi dei wealth manager, ecco quanto rende l'arte in portafoglio rispetto a bond e azioni: lo studio*, Mediobanca, 10/03/2025

Secondo l'economista, l'esistenza delle *star* non dipende dal grado di differenziazione del talento, ma ha origine nella necessità dei consumatori di trovare dei simboli che possano essere condivisi e che definiscano una cultura comune. La creazione di una celebrità ha inizio quando un consumatore seleziona, casualmente e per la prima volta, un nuovo artista da aggiungere al proprio paniere di consumo. Successivamente, altri consumatori, mossi dal desiderio di condividere un simbolo, inizieranno ad interessarsi alle opere dello stesso artista, generando un effetto a catena che ne accrescerà il successo e la popolarità. I risultati degli artisti, talvolta, sono generati più dal caso che da particolari doti o competenze professionali e sono soggetti a fenomeni di *auto-rafforzamento* (Benhamou, 2002). Lo stesso Andy Warhol, autentica icona della scena artistica contemporanea, diceva di essere una *celebrity* grazie alla propria notorietà: era il fatto stesso che le persone parlassero di lui, acquistassero le sue opere e lo riconoscessero come figura di spicco nel panorama artistico americano ad averlo reso famoso.

3.4.1 Esternalità di rete nel mercato dell'arte

Nell'ambito dell'arte contemporanea, si può ipotizzare che la domanda di opere d'arte presenti delle esternalità di rete indirette. Ciò significa che il valore attribuito dai collezionisti alle opere d'arte dipende positivamente dal prestigio delle iniziative a cui l'artista ha preso parte o dal numero di collezioni in cui l'artista è stato incluso.

L'influenza delle esternalità di rete può essere analizzata tramite il modello di Begg-Leibenstein, che permette di ipotizzare che la funzione di domanda di un artista contemporaneo sia del tipo:



in cui n_a è il numero totale dei collezionisti.

Per $n_a = n_1$, con $n_1 > n_0$, la curva di domanda si muove da D_0 a D_1 e così via, finché l'aumento dei collezionisti non causa la svalutazione dell'immagine dell'artista e, di conseguenza, l'emergere di un effetto-snob, ossia di esternalità negative (Liebenstein, 1948). La curva di domanda dei collezionisti (D) - ossia la relazione che intercorre tra ogni livello di prezzo (P) che si è disposti a pagare e la quantità (Q) che si è disposti ad acquistare - si ricava considerando, per ogni livello di prezzo, l'effetto convenienza e l'effetto esternalità. Se il prezzo diminuisse da P_0 a P_1 , la quantità domandata di opere d'arte aumenterebbe da Q_0 a Q' per l'effetto convenienza. In secondo luogo, l'acquisto di opere da parte di nuovi collezionisti provocherebbe un ulteriore aumento della quantità domandata da Q' a Q_1 per effetto delle esternalità di rete. Questo fenomeno si verifica poiché i *feedback positivi* condivisi dagli acquirenti e la circolazione di opere

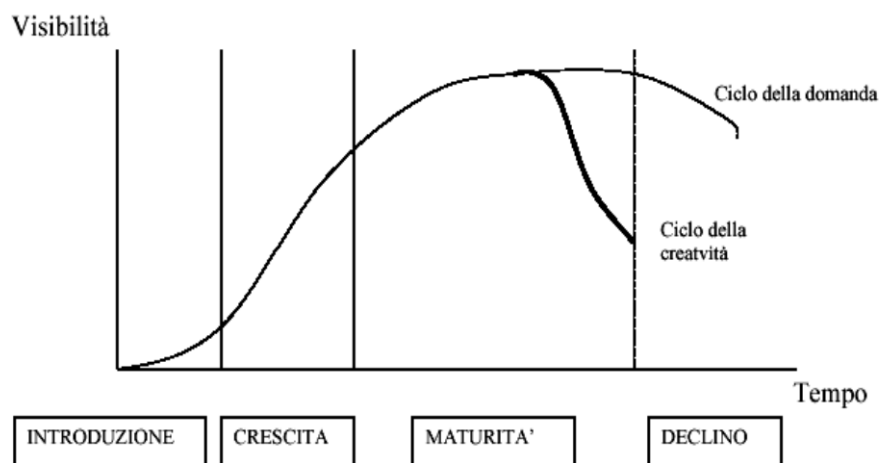
d'arte in collezioni prestigiose attirano l'interesse di un numero crescente di individui, innescando un effetto di auto-rafforzamento noto come *effetto-celebrity*.

3.4.2 I feedback positivi e le strategie di valorizzazione

Il mercato dell'arte è caratterizzato dalla presenza di *feedback positivi* e segue un processo di espansione che prevede tre fasi: fase di crescita, fase di maturità e fase di declino.

Questo andamento può essere applicato alla celebrità di un'artista, così come alle sue quotazioni e, più in generale, ai movimenti artistici.

Figura 3.3: *Dinamica del processo di adozione di un artista*



Fonte: Zorloni A., 2016, *L'economia dell'arte contemporanea*, FrancoAngeli, Milano

Nella prima fase, l'opera d'arte non è ancora ritenuta un simbolo, l'artista è poco popolare ed il numero degli scambi è relativamente basso seppur crescente. Gli

acquirenti, che hanno un'alta propensione al rischio, sono i cosiddetti *trend-setter*, molti dei quali, se dimostrano la propria affidabilità, influenzeranno le successive tendenze del mercato.

Nella seconda fase, se l'artista viene accolto positivamente, le sue opere raggiungeranno l'apice del proprio valore artistico. Si assisterà quindi ad una stabilizzazione della domanda in corrispondenza di un livello di equilibrio, riconducibile al raggiungimento del livello di saturazione del mercato. A questo punto, se il merito artistico è abbastanza elevato, il valore dell'opera stessa non si riduce, nemmeno a seguito della riduzione della domanda. Altrimenti, se il merito artistico conseguito non è sufficiente, l'opera d'arte perde liquidità ed il bene perde il suo valore simbolico uscendo così dal mercato dell'arte.

Per l'artista che voglia conquistare il mercato con effetti di rete, le criticità emergono soprattutto nella fase iniziale, in cui è necessario agire in modo tale da innescare *feedback positivi* che possano portare al raggiungimento di posizioni quasi monopolistiche. In generale, come osserva Vettese (1991), le strategie di comportamento sono quattro, ciascuna delle quali corrisponde ad uno determinato stereotipo di artista.

- a) *Strategia dell'occultamento*: si tratta di una strategia volta alla creazione di un mistero attorno al personaggio artistico. È il caso di Banksy, artista britannico la cui identità è tuttora sconosciuta.
- b) *Strategia dello scandalo*: tale strategia fa leva sugli atteggiamenti irriverenti e talvolta osceni degli artisti, che tentano di acquisire notorietà generando scalpore. Si pensi, ad esempio, alle opere provocatorie di Maurizio Cattelan come L.O.V.E.,

celebre scultura in marmo raffigurante un dito medio e posta al centro di Piazza Affari a Milano in segno di protesta contro l'alta finanza.

- c) *Strategia dell'artista maledetto*: si riferisce ad un comportamento autodistruttivo, in cui la vita dell'artista è breve e "maledetta". È occorso ad artisti quali, ad esempio, Jean-Michael Basquiat, morto per overdose da eroina, o Haring, deceduto a causa dell'Aids.
- d) *Strategia della mondanità*: consiste nella valorizzazione del capitale relazionale, evitando di confinare l'attenzione unicamente al mondo dell'arte. Jeff Koons ed Andy Warhol rappresentano due esempi emblematici, avendo saputo sfruttare la loro visibilità sociale come un vero e proprio strumento per raggiungere il successo.

3.5 Scelte di investimento e arte in portafoglio

La gestione di portafoglio è un'attività volta a collocare in maniera idonea delle quote di capitale tra diversi investimenti finanziari. Gli obiettivi perseguiti possono essere vari: massimizzazione del rendimento, minimizzazione del rischio o mantenimento di una certa liquidità nel tempo. Investire in un unico titolo è considerata una scelta avventata e particolarmente svantaggiosa alla luce dell'alta rischiosità che comporta, per questo la corretta diversificazione - ossia l'investimento in titoli diversi - è essenziale per ridurre il rischio. Ogni *asset* all'interno di un portafoglio ha un proprio rendimento ed un proprio grado di rischiosità, che sono spesso correlati l'uno con l'altro: investimenti più redditizi presentano un maggior livello di rischio, così come investimenti meno profittevoli sono generalmente meno rischiosi. Mediante la combinazione di titoli con

rischiosità diversa è possibile ottenere un portafoglio la cui rischio complessiva risulti inferiore a quella degli *asset* che lo compongono presi singolarmente. Tuttavia, per far sì che ciò avvenga, gli *asset* finanziari devono avere una correlazione negativa - o comunque molto bassa - tra di loro, in modo tale da permettere la diversificazione delle scelte di investimento. In questo senso, inserire l'arte nella gestione di un portafoglio diversificato potrebbe essere conveniente perché presenta una bassa correlazione con gli altri strumenti finanziari.

Il concetto di diversificazione, ben noto al mondo della finanza, è applicabile anche al mondo del collezionismo d'arte. Infatti, i vantaggi che se ne traggono non si manifestano solo nell'ambito della gestione di portafogli composti da *asset* eterogenei, ma sono evidenti anche all'interno di una collezione d'arte privata qualora questa sia stata costruita attraverso la combinazione strategica di opere appartenenti a differenti generi, autori e periodi storici. Se in finanza diversificare significa ridurre il rischio allocando il capitale in *asset* eterogenei non correlati tra loro, in arte equivale ad integrare, nelle proprie collezioni, tipologie di opere che permettano di attenuare le oscillazioni di valore nel tempo proteggendo l'investimento iniziale. Tale strategia può essere riassunta in un'antica frase la cui attribuzione non è mai stata certificata: "*Don't put all your eggs in one basket*", ossia "non mettere tutte le uova nello stesso paniere".

3.6 Rischi e rendimenti degli investimenti in arte

Trascendendo dalle ragioni che spingono l'investimento in d'arte, una delle domande più ricorrenti che i soggetti si pongono è se investire in questo settore dia reddito oppure no. Tuttavia, date le peculiarità del mercato dell'arte elencate finora, questa

valutazione non è banale e, anzi, è estremamente difficile - se non pressoché impossibile - delineare un parametro che possa essere valido in qualsiasi circostanza e contesto storico.

A tal proposito sono significative le parole di Candela e Benini espresse in *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte* circa l'arte in senso stretto, ma certamente valevoli anche per il relativo mercato: "...l'arte va intesa sempre come interrogativo, mai come certezza. L'arte è interrogazione. Sempre. L'arte è intesa come processo, come dubbio. L'arte, direbbe Boatto, è una ferita. Posso informare del mio disagio? Probabile. Però il dubbio rimane. Il dubbio nascosto, del celato, del non detto, del non quantificabile, rimane."³⁰.

Dunque, nell'analisi degli investimenti in opere d'arte è fondamentale, così come per i tradizionali investimenti finanziari, tenere in considerazione le caratteristiche del mercato di riferimento per evitare di incorrere in sorprese inaspettate.

Inoltre, è opportuno rimarcare che il mondo dell'arte è fortemente esposto ai nuovi trend, soggetto alle mode ed al mutamento delle preferenze dei consumatori, dei critici e degli addetti al settore, che spostano continuamente la curva della domanda. Se un dipinto di Lucio Fontana acquistato nel 1985 fosse stato rivenduto nel 1989, l'acquirente avrebbe fatto un buon investimento, rivendendolo ad un prezzo superiore al costo sostenuto inizialmente. Al contrario, se il soggetto avesse acquistato un dipinto del medesimo artista nel 1989 per poi rivenderlo nel 1993, avrebbe perso almeno il 60% del suo investimento³¹. Per confrontare il mercato dell'arte con quello finanziario si

³⁰ Candela G., Benini M.: *Produzione e circolazione dell'informazione nel mondo dell'arte*, CLUEB, 1997

³¹ Fiz Alberto: *Investire in arte contemporanea*, FrancoAngeli, Milano, 1995

utilizzano gli indici artistici, di cui tratteremo più nel dettaglio nel paragrafo a seguire. Questo esempio è lampante per la comprensione dei rischi che comporta investire in un mercato così dinamico: una corrente artistica ritenuta marginale potrebbe essere rivalutata da un momento all'altro cambiando le sorti delle quotazioni, così come il valore di un artista affermato potrebbe crollare da un momento all'altro senza un apparente motivo.

3.7 Gli indici del mercato dell'arte

Gli indici di mercato sono essenziali per comprendere l'andamento dei prezzi dei singoli artisti o dei diversi settori in cui è suddiviso il mercato dell'arte con il fine ultimo di rendere più trasparente un mondo che di per sé è estremamente opaco. Questo obiettivo, però, è raggiunto solo parzialmente a causa dell'indisponibilità dei dati di vendita, che non sempre sono resi pubblici. Pertanto, le vendite in galleria e le vendite private sono esonerate dal computo e viene preso in considerazione soltanto il mercato secondario delle aste, che rimane comunque un elemento cruciale per avere dei valori di riferimento dei prezzi e per analizzare le tendenze del mercato.

Nonostante le evidenti criticità che si riscontrano nel tentativo di quantificare il valore delle opere d'arte e di ridurlo ad un numero, sono molti gli economisti che hanno contribuito allo studio e alla costruzione di indici dei prezzi dell'arte, con l'obiettivo di fornire degli strumenti che permettessero di confrontare sia le diverse *asset class*, sia i rendimenti degli investimenti artistici e degli investimenti azionari, sia anche la correlazione tra questi, che è misura della volatilità dei primi. L'indice di valutazione

può essere stabilito seguendo vari criteri: il modo più semplice e veloce è il metodo della media dei prezzi di vendita, che considera almeno due periodi di vendita successivi per la valutazione e ricavandone una media. In generale, la media dei prezzi di vendita degli oggetti artistici è indicatore di un qualche cambiamento nel tempo che, però, potrebbe riflettere un modificarsi della qualità dei beni, piuttosto che del prezzo degli stessi³².

Per ovviare questo rischio, sono stati proposti in alternativa altri approcci, tra cui il modello della regressione edonica e quello della doppia vendita promosso da Frey e Pommerehne, che ritenevano opportuna l'elaborazione di indici estremamente specifici relativi a categorie di opere d'arte quanto più ristrette ed omogenee³³;

Il metodo edonico “ipotizza che la dinamica del prezzo di un dipinto sia costituita dall'andamento complessivo del mercato aggiustato per l'effetto esercitato dalle numerose caratteristiche che identificano il dipinto stesso e lo rendono unico: artista, soggetto, materiale utilizzato, tecnica, etc.)”³⁴. Ciò implica che le opere vengano valutate in base all'importanza di ciascuna variabile e che il prezzo totale, secondo questo modello, sia il risultato della somma dei prezzi delle variabili prese singolarmente. Tra le altre, questo approccio è utilizzato sia dalla piattaforma francese Artprice che dalla banca dati Artnet per costruire i propri indici, le quali considerano come caratteristiche distintive: la dimensione, la firma, il periodo a cui il lavoro risale, i materiali e la tecnica adottata, il luogo della vendita.

³² O. Ashenfelter e K. Graddy. *Auctions and the Price of Art*, in *Journal of Economic Literature*, volume 41, issue 3, American Economic Association, Tennessee, Settembre 2003

³³ Bruno S. Frey e Werner W. Pommerehne. *Muse e mercati, Indagine sull'economia dell'arte*, trad. L. Benati, ed. Il Mulino, 1991

³⁴ Alessia Zorloni, *L'economia dell'arte contemporanea*, FrancoAngeli, 2016

Il modello della doppia vendita, conosciuto anche come modello delle vendite ripetute, si basa invece sul confronto del prezzo di acquisto con il prezzo di vendita dell'opera. Questo permette di comprendere le variazioni di prezzo registrate in più passaggi d'asta denotando la crescita o la decrescita del valore dell'opera ma, al contempo, non è un metodo universalmente applicabile poiché riconsidera solo le opere che siano state vendute plurime volte.

Entrambi questi ultimi modelli comportano vantaggi e svantaggi. L'approccio edonico permette di includere nella valutazione tutti quegli *assets* che hanno un solo dato di vendita registrato, il che implica avere un *dataset* più ampio su cui condurre le proprie ricerche. Parallelamente, lo svantaggio è che la componente invariabile del prezzo si ritiene determinata dalle variazioni di un certo numero di caratteristiche edoniche, attinenti alla discrezionalità del soggetto.

Quest'ultimo ostacolo può essere sormontato dall'ultimo modello analizzato, ossia quello delle vendite ripetute, a scapito però della qualità e della dimensione del *dataset* nonché dell'onere di dover assicurare la medesima qualità in tutte le opere prese in esame. Inoltre, i dati sulle *repeat sales* limitano molto la copertura delle opere (tra il 3% e il 10% del totale³⁵).

Infine, si può optare per il metodo del dipinto rappresentativo, che parte dall'assunto che un dipinto sia un *unicum* in senso stretto e che quindi si possano confrontare solo i prezzi di una stessa opera. Per fare questo, si utilizza il valore medio della stima ed il prezzo finale di aggiudicazione.

³⁵ Redazione Mediobanca: *Tra i dubbi dei wealth manager, ecco quanto rende l'arte in portafoglio rispetto a bond e azioni: lo studio*, Mediobanca, 10/03/2025

3.7.1 Caratteristiche determinanti nella definizione dei prezzi di opere d'arte

Come detto nel precedente paragrafo, negli indici che prendono in riferimento il modello della regressione edonica si considerano come discriminanti per le attribuzioni dei prezzi alcune delle principali peculiarità delle opere d'arte. Sebbene sia evidente la componente soggettiva, legata alla percezione individuale e al contesto culturale dell'individuo, esistono dei criteri condivisi e delle convinzioni consolidate che attribuiscono maggior valore ad alcune opere rispetto ad altre. Alcune caratteristiche, come il materiale di supporto, la data o la tecnica di esecuzione incidono notevolmente sulla quotazione finale del bene. Ad esempio, l'olio su tela è considerata la tecnica per eccellenza e la più prestigiosa, così come hanno maggior pregio i quadri appartenenti alla fase più creativa dell'artista o esposti in mostre di rilievo, pubblicati su monografie, cataloghi o manuali di storia dell'arte. Al contrario, i lavori realizzati su carta o nelle fasi meno rilevanti della vita degli artisti avranno un'importanza minore e di conseguenza un prezzo inferiore. Anche il formato è estremamente importante per la stima, ma non è detto che il valore dell'opera sia proporzionale alla sua dimensione. Infatti, vi sono opere che riscontrano difficoltà nella vendita a causa delle proporzioni esageratamente grandi e delle difficoltà di manutenzione ed esposizione.

3.7.2 I principali indici d'arte

Attualmente, gli indici maggiormente utilizzati per monitorare l'andamento dei rendimenti di beni artistici sono il *Mei Moses Art Index* e l'*Art Market Research*³⁶. Il

³⁶ Cecilia Durisotto: *Investire in arte: gli indici di Mercato*, in Collezione da Tiffany, 17 marzo 2016

Mei-Moses Art Index è stato creato nel 2001 dagli economisti Jian Ping Mei e Michael Moses, docenti di finanza presso la Stern School of Business della New York University, ed è un utile *benchmark* di valutazione del portafoglio e di orientamento nelle scelte di *asset allocation*, così come il noto indice finanziario Standard and Poor's 500 (S&P500) per il mercato azionario americano³⁷. L'indice è stato concepito con l'intento di seguire i *trend* del mercato dell'arte e rappresenta un sistema scientifico di indicizzazione dei prezzi dell'arte attraverso il monitoraggio delle vendite ripetute di una stessa opera d'arte.

Il *Mei Moses Art Index* include dati sulle transazioni di opere d'arte avvenute nelle case d'aste di Christie's e Sotheby's a partire dal 1950 nel tentativo di ricostruire i precedenti passaggi in asta di ciascuna opera. Dopo più di dieci anni di studi, gli economisti hanno messo insieme un *database* di 7.100 coppie di osservazioni (corrispondenti a circa 14.200 transazioni) nel corso di un arco temporale che va dal 1875 ad oggi. A queste, si aggiungono ogni anno centinaia di nuove coppie. Per ciascuna opera è stato utilizzato il metodo delle vendite ripetute, prendendo dunque in considerazione solo le variazioni di prezzo subite in più passaggi d'asta in un dato periodo di tempo ed escludendo i lotti non acquistati. Grazie alla mole di dati raccolti, Mei e Moses hanno successivamente costruito indici di sotto-categorie del mercato - da affiancare a quello complessivo, cosiddetto *All Art Index* - dedicati all'impressionismo, all'arte americana (precedente al 1950), all'arte del dopoguerra e contemporanea, all'arte tradizionale cinese, all'arte inglese (precedente al 1950) e agli *old masters*, ossia i grandi maestri della pittura.

³⁷si tratta di un indice finanziato che misura l'andamento del valore dei 500 principali titoli azionari quotati nelle borse valori di New York (NYSE, Amex e Nasdaq).

Questo indice è stato acquisito nel 2016 da Sotheby's ed è utilizzato da numerose istituzioni finanziarie quali AXA Group, Morgan Stanley, UBS, Citybank e Deutsche Bank, oltre che dagli investitori per comprendere se il rapporto tra rischio e rendimento delle opere d'arte possa sostenere il confronto con i tradizionali titoli finanziari.

A partire dal 1985, la società Art Market Research ha sviluppato un insieme di indici basandosi sul genere e sull'artista. Ad oggi, si contano 500 indici differenti, globalmente riconosciuti come unità di misura definitiva del rapporto tra i prezzi e i flussi del mercato dell'arte mondiale. Tali indici non sono solo un punto di riferimento per tutte le più importanti case d'asta ma anche per le più importanti riviste finanziarie e artistiche, tra cui *The Wall Street Journal*, *The Financial Times*, *The Economist* e *The Art Newspaper*. Occorre citare anche gli indici elaborati da Artprice, leader mondiale sul mercato dell'arte avente decine di milioni di risultati di aggiudicazione contenuti nelle proprie banche dati e costantemente aggiornati, per un totale di circa 570.000 artisti, 7.200 pubblicazioni sulla stampa internazionale e collaborazioni con circa 4.500 case d'asta in tutto il mondo. Tale indice si avvale del metodo della regressione edonica ed ipotizza che la domanda dei beni sia data da specifiche caratteristiche che i consumatori ricercano nelle opere d'arte oggetto d'investimento. Di simile calibro, anche se inferiore, è da ritenersi Artnet, le cui banche dati contengono circa 10 milioni di risultati d'asta a partire dal 1985 arrivando a coprire una rete di 1.700 case d'asta³⁸.

³⁸ Cecilia Durisotto: *Investire in arte: gli indici di Mercato*, in Collezione da Tiffany , 17 marzo 2016

3.8 Gli art funds

L'investimento diretto in arte, ossia l'acquisto tramite le gallerie o le periodiche sedute delle case d'asta, richiede necessariamente una conoscenza approfondita del settore, dell'opera e dell'artista in questione. Talvolta ciò può richiedere tempistiche molto lunghe ed una profonda passione per il mondo dell'arte, che non tutti possiedono. Per questo, coloro che vogliano investire in arte volendo trarre i benefici di questo settore possono optare per una forma di investimento indiretta, tramite i fondi di investimento in arte, meglio noti con il termine anglosassone "art funds".

Un art fund è un fondo di investimento che opera nel mercato dell'arte con l'obiettivo di generare dei rendimenti tramite l'acquisto, la gestione e la rivendita di opere. Ne esistono di varie tipologie, che differiscono per dimensioni, strategie utilizzate, massa gestita, focus di investimento ed eventuali restrizioni di portafoglio. Ciò che li accomuna è l'utilizzo della tradizionale schema strategico di *buy and hold* (compra e tieni), che prevede l'acquisto di asset che vengono mantenuti a lungo con il fine ultimo di generare una vendita profittevole entro un certo periodo. Generalmente, la gestione è affidata a professionisti del settore o a società di consulenza, le quali ricevono una commissione di gestione (di solito tra l'1,5 e il 3% del valore patrimoniale netto del portafoglio o del valore complessivo degli impegni di capitale assunti dagli investitori³⁹) e sono poi remunerate da una parte dei rendimenti generati dal fondo stesso. Il mercato dell'arte è notoriamente caratterizzato dalla scarsa trasparenza nelle transazioni, così come dalla mancanza di una stringente regolamentazione, e dominato dalla soggettività nella determinazione dei prezzi nonché dall'illiquidità dei beni scambiati. Tali

³⁹ Riccardo Deni: *Fondi d'arte: chi sono, cosa fanno*, ne Il Giornale dell'Arte, 24/09/2021

peculiarità sono considerate negative e svantaggiose per i fondi di investimento tradizionali; al contrario, sono ritenute concrete opportunità di arbitraggio e creazione di benefici per coloro che promuovono gli investimenti in fondi d'arte. D'altra parte, è anche vero che questo scenario aumenta considerevolmente sia il rischio di investimento in queste asset class, sia anche la possibilità di un'eventuale perdita del patrimonio investito.

Come è noto, gli investitori sono costantemente alla ricerca dell'”angolo” , ossia di una prospettiva alternativa e non convenzionale mediante cui riuscire ad ottenere strategicamente dei benefici concreti da una certa operazione. Trovare un angolo nel settore artistico può avere vari significati: investire in un artista emergente, scoprire nuovi talenti in paesi trascurati e dar loro opportunità di crescita, intuire le tendenze dei musei e delle biennali, focalizzarsi sull'arte digitale, capire ed anticipare la direzione verso cui il gusto collettivo si muove. Nell'arte, l' “angolo” è l'unico vero strumento di vantaggio, ed è per questo che i fondi di investimento si servono di consulenti professionisti che analizzino gli “angoli” su cui focalizzarsi nell'intento di prevedere il comportamento di mercato di artisti, gallerie ed aste.

3.8.1 Strategie di investimento dei fondi d'arte

A differenza dei fondi comuni di investimento e di altri strumenti regolamentati, i fondi d'arte non sono soggetti a vincoli contrattuali o normativi nella scelta delle strategie di investimento. Di conseguenza, possono applicare una moltitudine di approcci, ciascuno dei quali prevede un differente grado di rischio e rendimento. Le strategie adottate per

l'acquisto di opere d'arte presentano ognuna le proprie dinamiche e i propri obiettivi e possono essere combinate tra loro.

Tra le più comuni, si denotano⁴⁰:

- Strategia “*buy and hold*”, basata sull'acquisto, la gestione e la detenzione a lungo termine di opere d'arte, nell'ottica di una rivalutazione progressiva nel tempo. Si tratta di una strategia estremamente versatile e sottesa, nella maggior parte dei casi, ad altre strategie;
- Arbitraggio geografico, avente l'obiettivo di sfruttare le differenze di prezzo per opere di uno stesso artista nei vari mercati internazionali;
- Strategia “*artwork-driven*”, focalizzata su alcuni fattori specifici legati alla singola opera - tra cui la provenienza, lo stato di conservazione e la proprietà - che possono incidere sul prezzo di vendita;
- Strategia regionale, la quale incentra gli investimenti in opere provenienti da una determinata area geografica, che sia un paese o un continente;
- Strategia per periodo, che seleziona opere appartenenti ad uno stesso periodo storico o movimento artistico, ad esempio l'arte futurista, impressionista o rinascimentale;
- Strategia degli artisti emergenti, orientata all'investimento in artisti che non siano ancora affermati sul mercato ma che abbiano un alto potenziale di crescita;
- Strategia del valore intrinseco, che consiste nella selezione di opere di artisti percepiti come sottovalutati rispetto al loro valore reale o potenziale;
- Strategia “*distressed art*”, che mira ad acquistare opere a prezzi scontati da collezionisti in difficoltà finanziarie;

⁴⁰ https://www.artfundassociation.com/_what_are_art_funds/basic_af.html

- Strategia *per medium*, concentrata su opere d'arte realizzate con il medesimo mezzo artistico, spesso scelto sulla base del gusto o dell'esperienza del gestore del fondo

I gestori dei fondi adottano quasi sempre un approccio diversificato, combinando diverse strategie al fine di ottimizzare i risultati ottenuti e adattarsi più rapidamente alle dinamiche evoluzioni del mercato. Inoltre, l'efficacia di ciascuna strategia dipende fortemente sia dalle opportunità di mercato, sia anche dalla disponibilità economica del fondo. Proprio per questo, molti fondi mettono dei limiti alla raccolta di capitali affinché possa essere garantita l'efficienza operativa e la redditività delle decisioni strategiche effettuate.

3.8.2 La nascita dei fondi d'arte

Nonostante l'acquisto di opere d'arte con finalità di investimento esista da secoli, il primo fondo d'arte nacque a Parigi nel 1904. Si trattava di un'associazione di privati denominata *La Peau de l'Ours*, in senso letterale “La pelle d'orso”. L'intento di André Level, direttore dell'associazione, era quello di creare una collezione d'arte, usufruendo dei fondi messi a disposizione dagli associati, con l'obiettivo, allo scadere di un certo periodo di tempo, di rivenderla traendone un guadagno. L'iniziativa, ritenuta alquanto speculativa e rischiosa, fu gestita meticolosamente, sotto l'occhio attento del direttore e dei suoi soci i quali, nel corso di dieci anni, riunirono opere dei più importanti maestri dell'arte del XIX secolo, tra cui figuravano Vincent Van Gogh, Paul Gauguin, Henri Matisse, Camille Pissarro, Pablo Picasso. Nel 1914, le opere vennero rivendute all'Hotel Drouot di Parigi con un prezzo duplicato rispetto a quello del primo acquisto.

Per la prima volta si prese coscienza di come l'arte potesse ritenersi una realtà economica estremamente redditizia, se correttamente gestita.

Un altro esempio concreto di ciò che oggi viene definito un fondo d'arte è il British Rail Pension Fund (BRPF). Si tratta di un fondo pensionistico britannico che, nel 1974, decise di allocare parte del proprio capitale - circa 40 milioni di sterline - all'acquisto di circa 2.500 opere d'arte, in un arco temporale di sei anni. Si trattava di una scelta singolare e atipica, poiché in quegli anni il Regno Unito si trovava in una condizione di alta inflazione ed instabilità economica. In questo caso, però, la gestione del fondo non venne affidata ad un manager centrale bensì venne incaricata la casa d'aste Sotheby's per la scelta degli acquisti. L'iniziativa ebbe particolare successo, ottenendo un rendimento annuo pari al +13,1%, secondo le analisi di Alessia Zorloni⁴¹. L'entusiasmo dilagato spianò la strada ad ulteriori progetti per la creazione di fondi d'arte, i quali vennero promossi da importanti istituzioni finanziarie di Wall Street. Nonostante gli ottimi presupposti, gran parte di questi tentativi fallirono, ebbero esito negativo o comunque non raggiunsero i risultati attesi. Ciò a causa di scelte d'acquisto errate, di una scarsa conoscenza del mercato e di una gestione inefficiente dei costi operativi.

3.8.3 I principali fondi d'arte

Il fondo d'arte più famoso è probabilmente quello fondato nel 2000 da Philip Hoffman, deputy ceo e chief financial officer di Christie's. The Fine Art Group iniziò come fondo di investimento e fu finanziato dallo stesso Hoffman con il lancio di tre round in quindici anni, raggiungendo 1,3 miliardi di dollari in opere d'arte transate. Oggi, il

⁴¹ Alessia Zorloni: *L'economia dell'arte contemporanea*, FrancoAngeli, 2011

fondo si è evoluto in una piattaforma che offre servizi di investimenti a vari livelli: da quelli finanziari alla consulenza, l'archiviazione di collezioni e la relativa valutazione economica. Il pionieristico *art fund* ha reso concrete, per molti futuri operatori, le possibilità che l'arte offre, non solo in termini di redditi generati ma anche in ottica relazionale.

Sulla scia di The Art Fund, nel 2008 nacque l'Artemundi Global Fund (Agf), gestito e creato dal collezionista Javier Lumbreras. Il fondo, attivo dal 2010 al 2015 ha prodotto un ritorno netto annuo di circa il 17%, arrivando a gestire asset per un ammontare 200 milioni di dollari, con transazioni medie di acquisto di opere d'arte di circa un milione di dollari. Accanto a questo, Artemundi ha avuto il merito di produrre tantissimi contenuti di ricerca ed analisi di mercato che hanno costituito e costituiscono tuttora un repertorio di estrema importanza per coloro che si approcciano a questo tipo di mercato per la prima volta⁴².

Qualche anno dopo la chiusura dell'Artemundi è stato fondato il lussemburghese *In Art Fund*, con un obiettivo di raccolta tra i 50 e i 100 milioni di dollari ed un accesso minimo fissato a 125mila dollari. L'obiettivo di ritorno si aggirava intorno al 15% con commissioni annue del 2,5%.

Nonostante si siano sviluppati con dinamiche differenti e in periodi storici diversi, questi fondi d'arte sono accomunati dall'approccio strategico adottato di “*buy and hold*”: acquistano per gestire e rivendere mirando ad un profittevole ritorno economico.

⁴² Riccardo Deni: *I fondi d'arte: chi sono, cosa fanno* ne “Il giornale dell'arte”, 24 settembre 2021

Si potrebbe dire, dunque, che questi abbiano lo stesso meccanismo dei fondi di investimento tradizionali.

3.8.4 Nuove tendenze

Parallelamente ai tradizionali *art funds* sopracitati, negli ultimi anni si sono sviluppati nuovi servizi di *art advisory*⁴³ e nuove piattaforme che permettono di investire in arte. Tra queste, la più innovativa è sicuramente Masterworks. Fondata nel 2017 da Scott Lynn, è la più vasta piattaforma online che permette di acquistare non già opere d'arte bensì partiture di esse, come se fossero delle azioni e i dipinti le aziende quotate. Il meccanismo di funzionamento è pionieristico e permette di creare dei veri e propri portafogli di opere d'arte. I manager scelgono le opere su cui investire e le acquistano con i fondi degli utenti. È la fase che tradizionalmente definiremo di “buy”. Successivamente, tali opere vengono cartolarizzate e gli utenti possono investirci. Così facendo, ciascun individuo può potenzialmente essere titolare di una parte di opere multimilionarie che differentemente non avrebbe mai acquistato. Si assiste poi alla fase di “hold”, che dura dai tre ai dieci anni, in cui i beni artistici vengono gestiti e poi rivenduti. Dunque, lo schema tradizionale di “*buy and hold*” non cambia: a cambiare è il *modus operandi* di quest'ultimo, più dinamico e digitalizzato.

⁴³ L'*art advisory* è un servizio di consulenza specializzata nel mercato dell'arte rivolta ai collezionisti, agli investitori e alle aziende fornendo loro indicazioni per la gestione e la valorizzazione delle opere d'arte

4. Arte: un possibile bene rifugio

Questo capitolo è interamente dedicato allo sviluppo di un'analisi empirica volta ad esaminare il comportamento dell'arte come asset class in relazione ad altri strumenti di investimento. Il tema sarà affrontato seguendo un doppio livello di osservazione: da un lato, saranno analizzate graficamente le dinamiche del mercato dell'arte nella sua interezza ponendole a confronto con quelle dei mercati azionari globali e del mercato dell'oro; dall'altro, sarà esaminata la performance delle principali sottocategorie artistiche affinché possano essere rilevate eventuali differenze strutturali nella resilienza interna al comparto.

Dopo un breve inciso introduttivo concernente la definizione e la classificazione dei beni rifugio, la prima parte del capitolo sarà dedicata alla descrizione degli obiettivi di ricerca e delle ragioni che ne hanno orientato l'impostazione comparativa tra asset class. Seguirà poi un paragrafo riguardante la metodologia utilizzata per l'elaborazione e la lettura dei dati. Successivamente, saranno illustrati i risultati emersi dell'analisi grafica comparativa, accompagnati da una riflessione critica sul contesto economico e sulle logiche che dominano il mercato dell'arte.

4.1 Introduzione al concetto di bene rifugio

Nel lessico finanziario, i *beni rifugio* (o “*safe haven*”, in inglese) sono una categoria di beni dotati di un valore intrinseco “reale” che tendenzialmente si conserva nel tempo senza subire le conseguenze delle crisi finanziarie, della volatilità del mercato, degli incrementi dell'inflazione o dei periodi di elevata incertezza economica dovuti ad instabilità geopolitiche. Essi rispondono alla duplice esigenza di conservazione del

capitale e di crescita del valore in caso di rivendita. Per contro, nel breve termine o nei periodi di stabilità dei mercati tali investimenti non offrono rendimenti particolarmente elevati.

4.1.1 Il fenomeno *flight-to-quality*

L'interesse degli investitori verso i beni rifugio si acuisce nei momenti in cui si assiste ad un aumento dei rischi sistemici, ovvero quando la fiducia nei mercati azionari tradizionali viene meno a causa di shock traumatici o imprevisti e vi è la tendenza a liberarsi dagli investimenti ad alto rischio per acquistare beni più sicuri. Questo fenomeno è il cosiddetto *flight-to-quality*, letteralmente “fuga verso la qualità”, caratterizzato dalla crescente preferenza degli operatori per strumenti finanziari sicuri e da un contestuale calo della fiducia negli asset emessi da entità private. Generalmente, il *flight-to-quality* coincide con un aumento della domanda di attività garantite da enti pubblici e con una contestuale diminuzione dell'interesse per quelle sostenute da soggetti privati. In senso più ampio, il termine indica un'improvvisa inversione di tendenza nelle scelte di allocazione del portafoglio da parte degli investitori, che non appena si manifestino turbolenze economiche tendono ad orientare i loro acquisti verso asset percepiti come meno rischiosi.

Gli episodi di *flight-to-quality* sono innescati da eventi insoliti e inattesi⁴⁴. Ne sono un esempio gli attacchi terroristici alle torri gemelle l'11 settembre del 2001 e la crisi dei mutui subprime del 2008, i quali hanno colto alla sprovvista gli operatori dei mercati finanziari generando un crollo del mercato finanziario che si è tradotto in un calo generalizzato dei prezzi degli asset e della liquidità complessiva nei mercati finanziari.

⁴⁴ Caballero, Ricardo e Arvind Krishnamurthy (2008): "*Collective risk management in a Flight to quality episode*" in Journal of Finance 63

Il successivo deterioramento degli effetti iniziali ha incrementato ulteriormente l'avversione al rischio e all'incertezza degli investitori, i quali hanno avuto reazioni sempre più estreme ed irrazionali contribuendo ad alimentare la comparsa di fenomeni di *flight-to-quality*. Le massicce vendite di asset e i ritiri dai mercati finanziari sono stati particolarmente intensi ed hanno inciso negativamente sulla capacità dei soggetti più esposti al rischio di rifinanziare le proprie passività o accedere a nuove forme di credito. Strettamente correlato al fenomeno non appena descritto è il cosiddetto *flight-to-liquidity*, ossia la repentina riallocazione dei capitali verso asset caratterizzati da un'elevata liquidità. Tale comportamento si verifica in parallelo poiché, nella maggior parte dei casi, gli strumenti finanziari più rischiosi tendono ad essere quelli meno liquidi. Il confronto tra i Bonds statunitensi e le obbligazioni societarie è un esempio emblematico: i primi, oltre ad essere considerati meno rischiosi, sono caratterizzati da una maggiore facilità di scambio. Proprio per questo, la letteratura economica più recente ritiene opportuno esaminare i due fenomeni congiuntamente, evidenziando come entrambi contribuiscano alla riduzione della liquidità complessiva dei mercati e ad amplificare le tensioni finanziarie nei momenti di crisi.

4.1.2 Le principali categorie di beni rifugio

I beni rifugio, affinché possano essere considerati tali, devono presentare determinate caratteristiche, tra cui: stabilità del valore nel tempo, bassa correlazione o correlazione negativa con i mercati tradizionali e, in linea teorica, alta liquidità. Tra i più tradizionali, troviamo:

- L'oro, considerato una riserva di valore per eccellenza per le sue caratteristiche fisiche (scarsità e non dipendenza da entità emittenti) e qualità storiche (si tratta di un bene universalmente accettato)
- I titoli di Stato di Paesi solidi, ad esempio i Treasury Bonds USA e i Bunds tedeschi. Si tratta di strumenti di debito emessi, rispettivamente, dal governo statunitense e dal governo tedesco e ritenuti particolarmente sicuri poiché i paesi emittenti hanno una notevole solidità economica ed un basso rischio di *default*.
- Le valute. Analogamente a quanto evidenziato per i titoli di Stato, le valute che hanno come sottostante un Paese o un'area economica stabile sono notevolmente meno esposte alla svalutazione e, dunque, sono considerabili come un ipotetico rifugio. Rientrano tra le cosiddette valute forti ("*hard currencies*") il dollaro USA, lo yen ed il franco svizzero.
- I beni immobili. Essi offrono una certa stabilità anche in contesti di incertezza e possono generare rendite attraverso i canoni di locazione. Tuttavia, il loro prestigio è strettamente connesso alla collocazione in aree geografiche strategiche o ad elevata domanda, le quali tendono a mantenere o ad accrescerne il valore nel medio-lungo termine. Inoltre, il settore immobiliare presenta delle criticità relative alla scarsa liquidità, gli elevati costi di transazione e le dinamiche dei mercati locali. Per questa ragione, seppur rappresenti una valida e solida opzione di investimento, è necessaria un'attenta valutazione nel contesto della diversificazione complessiva degli asset.

Negli ultimi anni il concetto di bene rifugio si è ampliato a categorie di investimento alternative, come le opere d'arte e i beni da collezione, seppur essi si movimentino con logiche diverse rispetto ai beni sopracitati. Infatti, la loro classificazione effettiva

dipende dall'analisi empirica delle performance e della volatilità osservata nei momenti in cui si registri un maggiore stress sistemico.

4.2 Il ruolo dell'arte come investimento alternativo

L'ipotesi che l'arte possa essere considerata un bene rifugio affonda le sue radici nella natura tangibile, non replicabile e culturalmente significativa dell'opera artistica. Come è stato analizzato nei precedenti capitoli, il valore dell'arte non è determinato esclusivamente dalle dinamiche di mercato, ma anche da elementi soggettivi quali il prestigio dell'artista, la rarità dell'opera, la sua provenienza e i riconoscimenti della critica. Tali fattori differenziano i beni artistici dagli strumenti finanziari tradizionali e li rendono meno sensibili ai pericoli dell'inflazione salvaguardando il reale potere d'acquisto del denaro investito⁴⁵. Nei numerosi studi effettuati sull'argomento, si è notato che l'arte difficilmente garantisce rendimenti pari a quelli dei titoli azionari. D'altra parte, come scrive Alessia Zorloni, è anche vero che l'arte, come l'oro, è un investimento improduttivo utilizzato per attività speculative.

Date le sue peculiari caratteristiche e, come sarà constatato nei paragrafi successivi, la sua scarsa correlazione con il mercato azionario, l'arte sembrerebbe rientrare a pieno titolo nella cerchia dei cosiddetti *beni rifugio*. Gli stessi prezzi di aggiudicazione delle aste per alcune delle più importanti opere d'arte moderna e contemporanea (tra cui la già citata *Balloon Dog* di Jeff Koons) hanno consacrato l'arte come un *asset class*.

⁴⁵ “Se l'opera d'arte diventa oggetto del desiderio del portfolio manager”, 21 gennaio 2012, <https://st.ilsole24ore.com/art/arteconomy/2012-01-21/se-opera-diventa-oggetto-desiderio-portfolio-manager-074552.shtml?uuid=AagHVlgE>

Come scrive Alberto Fiz “*chi investe in arte scommette sul futuro: gioca una carta difficile ma ha sempre la segreta speranza di fare grandi scoperte*”⁴⁶.

Tuttavia, vi sono elementi che mettono in discussione questa classificazione e i rischi finanziari, come la variazione dei prezzi, non sono trascurabili. In primo luogo, la bassa liquidità del mercato dell’arte, unita alla lentezza delle transazioni e alla scarsa trasparenza, può rappresentare un ostacolo alla sua funzione di rifugio immediato in tempi di crisi. Inoltre, l’assenza di un mercato regolamentato e l’alta incidenza di costi di transazione (commissioni, tasse, spese di conservazione) riducono l’efficienza di questo asset rispetto a beni rifugio tradizionali come l’oro o i titoli obbligazionari.

Rivolgendo lo sguardo agli studi teorici, è evidente come gli stessi economisti siano in disaccordo l’uno con l’altro. Mei & Moses (2002), ad esempio, hanno evidenziato la bassa correlazione dell’arte con i mercati borsistici, suggerendo un ruolo di *diversificazione* piuttosto che di *protezione*. Altri autori, invece, come Dimson, Rousseau e Spaeniers (2015), sottolineano che la performance dell’arte come investimento rifugio può essere strettamente dipendente dalla tipologia di opera, dal segmento di mercato e dalla fase storica considerata.

Dunque, sebbene l’arte presenti alcune qualità che la rendono un potenziale acquisto sicuro, l’assenza di uniformità nei dati, l’eterogeneità del mercato e la bassa liquidità impongono una valutazione empirica mirata che verifichi se tale funzione sia effettivamente riscontrabile nei momenti di crisi.

⁴⁶ Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea*. op. cit. p. 114.

4.3 Obiettivi e metodologia di analisi

4.3.1 Obiettivi della ricerca

Il presente lavoro si propone di indagare se l'arte, considerata come asset class, possa essere effettivamente classificata come un bene rifugio. A tal scopo, verrà condotta un'analisi comparativa tra l'andamento del prezzo dell'oro - storicamente considerato come il bene rifugio per eccellenza -, l'S&P500 - *benchmark* del mercato azionario statunitense -, l'MSCI World Index - indicatore della performance aggregata dei mercati sviluppati a livello globale - e l'Artprice Global Index, uno degli indici più autorevoli e rappresentativi del mercato dell'arte a livello internazionale.

L'obiettivo è esaminare il grado di correlazione tra queste asset class entro un arco temporale definito, rivolgendo particolare attenzione al loro comportamento durante i periodi di turbolenza ed instabilità economico-finanziaria. Attraverso questo confronto, sarà possibile valutare se i mercati dell'oro, dell'arte e dei titoli azionari tendano a reagire in modo sincrono o divergente agli shock di mercato, al fine di approfondire il potenziale ruolo dell'arte all'interno di una strategia di diversificazione del portafoglio in relazione all'oro e agli strumenti finanziari tradizionali.

In una seconda fase dell'elaborato, la ricerca si focalizzerà su un'analisi più granulare, volta ad osservare l'andamento delle principali sottocategorie artistiche: pittura, scultura, stampa, fotografia e disegno. Mediante la costruzione di grafici e l'elaborazione dei dati storici, saranno identificati i segmenti di mercato che hanno attratto maggiori volumi di investimento, analizzando i contesti storici in cui ciò è avvenuto e le modalità con cui tali categorie hanno reagito agli eventi esogeni. L'intento è comprendere se esistano differenze strutturali nella resilienza delle diverse forme

artistiche e quali fattori – estetici, culturali, economici o speculativi – possano aver influito sulle dinamiche di domanda.

4.3.2 Metodologia

La metodologia utilizzata per l'analisi comparativa proposta è di tipo quantitativo, fondata sull'elaborazione di serie storiche trimestrali relative al periodo 1998 - 2025 (primo trimestre). Il set di dati raccolti è stato interamente uniformato in dollari statunitensi (USD) e normalizzato in base 100 al fine di garantire la comparabilità tra indici di natura diversa, nel caso specifico la quotazione dell'oro⁴⁷, il rendimento dell'S&P500⁴⁸, dell'MSCI World⁴⁹ e dell'Art Global Index⁵⁰. Particolare attenzione è stata rivolta alle reazioni dei mercati in corrispondenza di shock sistemici ed eventi di crisi che hanno caratterizzato il periodo considerato: tra questi si annoverano la crisi delle dot-com (2000), gli attentati dell'11 settembre 2001, il fallimento di Lehman Brothers e la crisi finanziaria globale del 2008, la pandemia da Covid-19 (2020), il conflitto Russia-Ucraina (2022). Tali eventi, eterogenei per natura - finanziaria, sanitaria, geopolitica - consentono di esaminare il comportamento dell'arte in risposta alla volatilità dei mercati tradizionali.

⁴⁷ Dati rielaborati personalmente a partire dalle serie storiche disponibili al seguente link: https://www.macrotrends.net/1333/historical-gold-prices-100-year-chart#google_vignette

⁴⁸ Dati rielaborati personalmente a partire dalle serie storiche disponibili al seguente link: <https://finance.yahoo.com/>

⁴⁹ Dati rielaborati personalmente a partire dalle serie storiche disponibili al seguente link: <https://finance.yahoo.com/>

⁵⁰ Dati rielaborati personalmente a partire dalle serie storiche disponibili su: <https://it.artprice.com/>

La seconda parte dell'analisi ha previsto una segmentazione del mercato dell'arte in 5 sottocategorie principali: pittura, scultura, stampa, fotografia e disegno. Per ciascuna di esse è stato ricostruito l'andamento storico sulla base dei prezzi medi e dei volumi di vendita, che sono stati aggregati per rendere comparabili le performance nel tempo con l'obiettivo ultimo di identificare i segmenti più resilienti e quelli invece più esposti alla volatilità.

In un secondo momento, sono state costruite delle rappresentazioni grafiche a supporto dell'elaborazione dei valori raccolti, al fine di rendere immediatamente comprensibili le tendenze dei mercati nel lungo periodo, le discontinuità e le eventuali correlazioni tra gli *asset* e le sottocategorie artistiche.

4.3.3 Accenni descrittivi degli indici considerati

1) Gold Price (USD)

L'oro è un metallo prezioso storicamente considerato come uno degli strumenti di conservazione del valore più stabile e redditizio nelle fasi di turbolenza economica. La sua rilevanza risiede soprattutto nella funzione anticiclica che tende ad assumere nei portafogli di investimento grazie alla sua natura tangibile e alla sua scarsità. Per rappresentarne l'andamento nel periodo, è stato utilizzato il prezzo reale del bene per oncia corretto per l'inflazione, in modo tale da permettere un confronto maggiormente accurato con gli altri indici. Il data set è stato estratto da un grafico interattivo -

disponibile sul sito internet “*Macrotrends*⁵¹” - riportante lo storico trimestrale dei prezzi dal 1915 ad oggi.

2) Standard & Poor’s 500

Globalmente noto nella sua forma abbreviata di S&P500, è uno degli indici più importanti e rappresentativi del mercato borsistico statunitense. È stato creato dalla società di rating Standard & Poor’s nel 1957 ed include l’andamento di un paniere azionario composto dalle 500 maggiori società statunitensi (con una capitalizzazione di mercato superiore a 6,1 miliardi di dollari) quotate nelle borse valori degli Stati Uniti - NASDAQ, New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) - , selezionate da un apposito comitato seguendo il criterio della capitalizzazione flottante, ovvero in base al valore di Borsa. I 500 titoli considerati sono rappresentativi dell’80% circa della capitalizzazione di mercato azionario statunitense. Tra le altre, ne fanno parte aziende tech quali Microsoft, Nvidia ed Apple, così come la multinazionale di commercio elettronico Amazon, la casa automobilistica Tesla e la catena di negozi al dettaglio Walmart. La sua introduzione ha marcato una svolta nell’analisi finanziaria e, ad oggi, è considerato un *benchmark* di riferimento per la valutazione delle performance dei fondi di investimento e delle strategie di portafoglio.

3) MSCI World

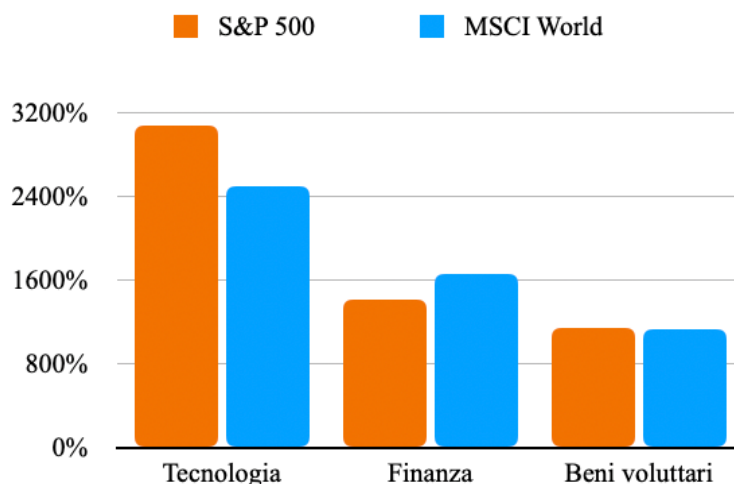
Si tratta di un indice di mercato azionario globale sviluppato da Morgan Stanley Capital International (oggi MSCI) nel 1969 per permettere agli investitori globali di disporre di un riferimento che sintetizzasse l’andamento “ponderato” delle principali Borse di tutto

⁵¹ Gold Price - 100 Year Historical Chart. Grafico disponibile al seguente link: https://www.macrotrends.net/1333/historical-gold-prices-100-year-chart#google_vignette

il mondo. Esso include migliaia di titoli di società di grande e media capitalizzazione provenienti da 23 paesi sviluppati - tra cui Italia, Spagna, Francia, Regno Unito, Germania, Australia, Giappone e Stati Uniti - ed è utilizzato come indice di riferimento (benchmark) per i fondi e i portafogli d'investimento azionari di tipo "world".

Nonostante sia un indice globale ed abbia una vasta diversificazione geografica, oltre il 60% dell'indice è rappresentato da titoli statunitensi, motivo per cui è ritenuto un indicatore estremamente rilevante per l'analisi dell'azionario USA nel contesto internazionale. Tuttavia, guardando alla composizione settoriale dell'indice, si nota come l'MSCI World sia meno esposto alla tecnologia rispetto all'S&P 500, che riflette invece una forte presenza di big tech americane. Inoltre, il peso delle prime 10 aziende incide per il 25,4% sull'indice globale, contro il 36,2% dell'indice statunitense⁵².

Figura 4.1: *Suddivisione settoriale dell'S&P 500 e dell'MSCI World*



Fonte: Lorenzo Demaria: "Meglio l'indice S&P 500 o World?", 02/05/2025

⁵² Lorenzo Demaria: "Meglio l'indice S&P 500 o World?", 02/05/2025 in [JustETF.com](https://www.justetf.com)

4) Artprice Global Index

L'Artprice Global Index è l'indice d'arte più autorevole per la misurazione dell'andamento del mercato a livello internazionale. Elaborato dalla società francese Artprice, specializzata in banche dati e prezzi artistici, l'indice è costruito attraverso un sistema di prezzi medi ponderati e, ove possibile, mediante l'approccio delle vendite ripetute (*repeat-sales*). Esso considera le performance di migliaia di artisti e si basa sui risultati d'asta di più di 6300 case d'asta internazionali, garantendo così una copertura ad ampio raggio del mercato secondario. Si tratta di uno strumento di fondamentale importanza poiché consente di monitorare le tendenze del mercato artistico e di identificarne cicli di crescita o di contrazione.

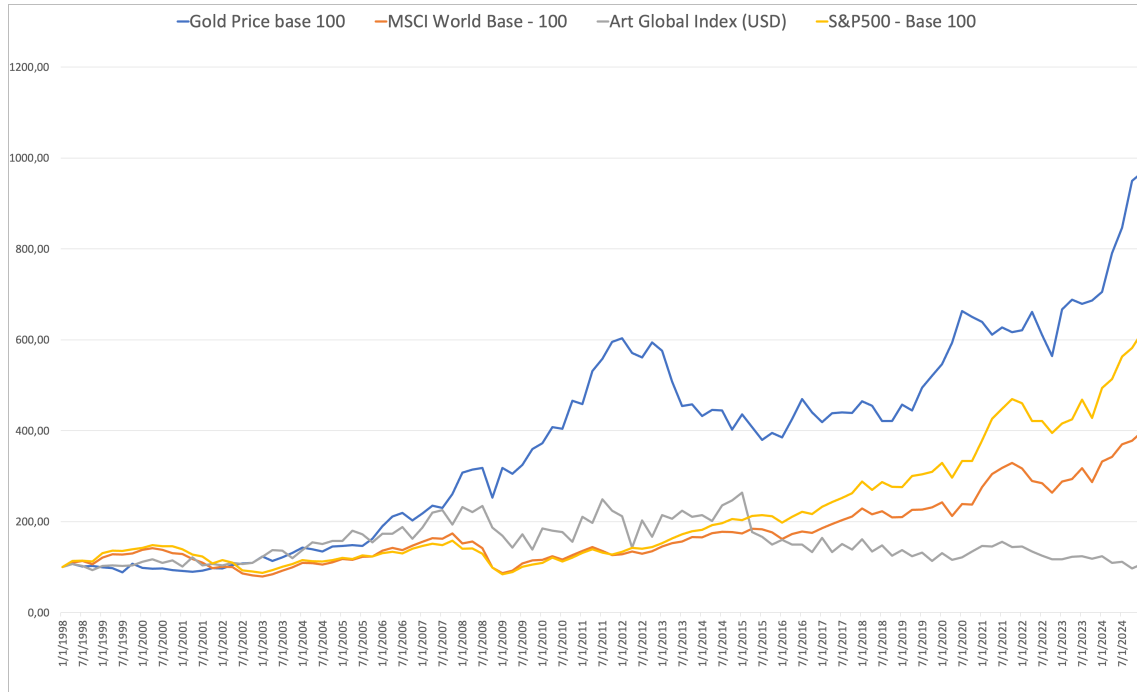
5) Artprice Painting Index, Sculpture Index, Photography Index, Drawing Index

Questi indici, elaborati anch'essi da Artprice, sono stati costruiti con lo stesso metodo che è stato utilizzato per l'Art Global Index. Essi permettono di analizzare nel dettaglio le performance delle diverse sottocategorie artistiche entro l'arco di tempo che inizia nel primo trimestre del 1998 e termina nel primo trimestre del 2025.

4.4 Analisi grafica comparativa: Artprice Global Index in relazione al prezzo dell'oro e agli indici finanziari

Il grafico presenta l'andamento comparato di quattro diverse tipologie di asset: due indici azionari - S&P500 e MSCI World -, un indice d'arte - Art Global Index - ed il prezzo dell'oro - Gold Price (USD) - nel periodo compreso tra il 1998 ed il primo trimestre del 2025.

Figura 4.2: *Analisi comparativa dell'andamento di: Gold Price (USD), MSCI World, S&P 500, Art Global Index*



Fonte: elaborazione propria

Da una prima analisi delle performance storiche, appare chiara la solidità degli asset finanziari nel generare valore nel lungo periodo, così come l'incremento della performance dell'oro nei momenti di maggiore incertezza, a conferma di come questo bene costituisca una sicurezza per gli investitori avversi al rischio. D'altra parte, il mercato dell'arte mostra una dinamica molto più contenuta e meno stabile: si alternano picchi di crescita a fasi di contrazione.

L'indice S&P500, rappresentativo del mercato azionario statunitense, ha mostrato una crescita progressiva, con significative accelerazioni soprattutto dopo il 2012, anno a partire dal quale l'indice ha costantemente sovraperformato l'MSCI World. Ciò mette in luce la forza trainante del mercato statunitense nel periodo di ripresa, posizionando

l'S&P 500 a quota 600 nel 2024: un rendimento cumulato superiore del 50% rispetto all'MSCI World. La sovraperformance dell'S&P 500 è dovuta principalmente alla crescita del settore tecnologico, all'innovazione delle aziende statunitensi e alla capacità del mercato americano di attrarre investimenti globali⁵³. Per le stesse ragioni, in alcuni periodi storici, come tra il 2006 ed il 2008, l'indice globale ha ottenuto risultati migliori dovuti al temporaneo rallentamento del settore tecnologico statunitense dopo il crollo della bolla delle dot-com.

L'oro evidenzia i rendimenti cumulati più significativi nell'intero orizzonte temporale ed ha visto il suo valore quintuplicarsi nel corso degli ultimi 10 anni. Dopo un primo periodo di stagnazione, il prezzo dell'oro ha conosciuto una fase espansiva a partire dal 2005, con un'impennata nel periodo successivo al crollo dei mercati finanziari del 2008 che ha raggiunto il culmine tra il 2011 ed il 2012. Si è poi registrato un periodo di depressione prolungatosi fino al 2019, per poi assistere ad una rapida risalita in concomitanza con la crisi pandemica del Covid-19. Nel 2025, il valore indicizzato dell'oro si attesta intorno a 1000, risultando così l'asset più performante nel lungo periodo tra quelli analizzati, con un rendimento assoluto di circa +890% rispetto al punto di partenza ed un rendimento relativo della stessa entità rispetto al mercato dell'arte, che risulta essere il meno performante.

⁵³ ⁵³ Lorenzo Demaria: "Meglio l'indice S&P 500 o World?", 02/05/2025 in [JustETF.com](https://www.justetf.com)

Figura 4.3: *Matrice di correlazione tra gli asset*

	Gold Price	Art Global	MSCI World	S&P500
Gold Price	1			
Art Global	0,118726	1		
MSCI World	0,821677	-0,18441	1	
S&P500	0,809177	-0,27546	0,990363216	1

Fonte: elaborazione propria

La matrice di correlazione tra gli asset presi in riferimento offre spunti rilevanti per la comprensione dei movimenti dei mercati all'interno del periodo esaminato.

Come atteso, la correlazione tra l'S&P 500 e l'MSCI World è estremamente elevata ($\rho = 0,990$) e conferma un andamento fortemente sincrono tra i due indici borsistici.

Peculiare e particolarmente interessante è invece la correlazione fortemente positiva tra il prezzo dell'oro e i mercati azionari ($\rho = 0,82$ con MSCI World e $\rho = 0,81$ con S&P 500). Tale risultato si discosta dalla tradizionale concezione dell'oro come bene rifugio decorrelato - o addirittura inversamente correlato - rispetto ai mercati finanziari e suggerisce una visione del bene come asset influenzato da dinamiche macroeconomiche comuni quali, ad esempio, l'inflazione e i tassi di interesse. Tuttavia, è necessario sottolineare che la correlazione, pur elevata, non implica una relazione causale. Infatti, tale legame potrebbe essere contingente a specifiche fasi di mercato e non per forza replicabile in altri orizzonti temporali. In alcuni momenti, ad esempio durante la crisi del 2001 o del 2008, l'oro ha mostrato tendenze diametralmente opposte a quelle dei mercati azionari. Pertanto, la relazione positiva è da interpretarsi come un'anomalia ciclica piuttosto che come una regolarità strutturale.

L'indice globale del mercato dell'arte mostra correlazioni negative con entrambi gli indici azionari ($\rho = -0,18$ con l'MSCI World e $\rho = -0,27$ con l'S&P 500), validando il suo carattere decorrelato e parzialmente anticiclico in relazione ai mercati finanziari tradizionali. In aggiunta, la bassa correlazione che si denota in relazione all'oro ($\rho = 0,12$) suggerisce come i due asset si muovano in modo sostanzialmente indipendente. Quest'ultimo dato rafforza la tesi secondo cui l'arte possa costituire uno strumento di diversificazione in ottica di investimento, soprattutto in contesti di instabilità o di volatilità dei mercati finanziari.

4.5 Risposta degli asset agli shock sistemici (1998-2025)

Lo studio degli asset considerati permette di osservare il modo in cui ciascuno di essi ha reagito di fronte ad importanti shock finanziari e geopolitici verificatisi nel corso degli ultimi decenni, che costituiscono significativi “*stress test*” per la resilienza o la vulnerabilità degli investimenti.

4.5.1 Bolla delle dot-com

La crisi delle dot-com, esplosa tra il 2000 e il 2001, è stata la conseguenza una delle più emblematiche bolle speculative della storia economica recente - la cosiddetta “bolla delle dot-com”, per l'appunto -, originata dall'euforia irrazionale attorno alle nuove aziende tecnologiche nate con l'avvento di Internet. Gli investitori, attratti dalle aspettative di crescita esponenziale dei mercati, destinarono ingenti flussi di capitale verso start-up prive di fondamenta economiche solide e acquistarono un cospicuo numero di azioni di aziende tecnologiche, portando così ad un aumento vertiginoso dei

prezzi che, tuttavia, non era giustificato da una crescita reale dei profitti delle aziende bensì da una speculazione fondata sulla previsione di futuri guadagni. Questo periodo, che durò approssimativamente dal 1997 al 2000, culminò con crollo verticale dell'indice NASDAQ, evento che provocò ingenti perdite per fondi ed investitori e che segnò l'inizio della crisi.

Analizzando il grafico appare evidente come l'S&P 500 e l'MSCI World, coerentemente con l'andamento generale del mercato azionario, abbiano registrato un'impennata in concomitanza con il generarsi della bolla speculativa a cavallo tra il 1999 e l'inizio del 2000, per poi subire un progressivo decremento protrattosi fino al quarto trimestre del 2001.

L'oro e l'arte, invece, hanno avuto un comportamento opposto, mantenendo un rendimento piuttosto stabile fino al 2001 per poi sovraperformare gli indici finanziari parallelamente al loro crollo. In alcuni momenti, l'indice d'arte ha superato anche la quotazione dell'oro, affermandosi come bene rifugio e dimostrando poca sensibilità ai movimenti di breve periodo e scarsa correlazione con il mercato borsistico.

4.5.2 Attentati terroristici dell'11 settembre 2001

L'11 settembre 2001 è una data che ha segnato profondamente la storia degli Stati Uniti, così come quella globale. È un giorno che sarà per sempre associato ai crolli. Sono crollate le Torri gemelle, è crollato il mito della pace americana dopo la fine della Guerra fredda, e sono crollate anche le economie. Le borse furono le prime ad essere colpite, anche materialmente: il World Trade Center, infatti, si trovava a poca distanza da Wall Street e ospitava buona parte del sistema informativo della borsa di New York, che a seguito dell'evento rimase chiusa per ben quattro giorni: la chiusura più lunga dai tempi

della Grande Depressione. Nei primi 7 giorni dalla riapertura Wall Street perse più del 10%, l'equivalente di circa 1400 miliardi di dollari, e l'S&P500 crollò dell'11,6%.

La crisi finanziaria innescata che ne conseguì fu improvvisa e traumatica, caratterizzata dal diffondersi del panico generale tra gli azionisti e gli investitori. Tra il terzo e il quarto trimestre del 2001, l'S&P500 registrò un calo del -12,5%, passando da un valore di 123,56 ad un valore di 108,11. Di entità simile fu il crollo dell'MSCI World, che nello stesso periodo vide un decremento del -10,9% passando da un valore di 109,67 ad un valore di 97,71. Contrariamente a quanto accadde nel mercato azionario, nel mercato dell'oro fu registrata una lieve crescita delle performance, che aumentarono del +5,8% passando da un valore di 92,52 ad un valore di 97,89. Lo stesso dicasi per l'Art Global Index, che nello stesso trimestre guadagnò 2,8 punti percentuali. Il mercato dell'arte mostrò un andamento piuttosto piatto anche nei periodi a seguire, confermando la scarsa reattività dei beni artistici nel breve periodo.

Nonostante tutto, la reazione del mercato fu tempestiva e la ripresa relativamente rapida, cosicché nel giro di poco tempo, entrambi gli indici azionari tornarono ai valori antecedenti al crollo del mercato.

4.5.3 Crisi dei mutui subprime e fallimento di Lehman Brothers

La crisi finanziaria dei mutui *subprime* ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006. Tuttavia, i presupposti della crisi risalgono al 2003, anno in cui iniziò ad aumentare significativamente l'erogazione di mutui ad alto rischio a soggetti con poca affidabilità creditizia. I fattori che hanno contribuito alla crescita dei mutui *subprime* sono da ricondursi, tra gli altri, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense, vittima di una vera e propria bolla speculativa iniziata nel 2000 e favorita dalla politica monetaria

accomodante della Federal Reserve (FED) in risposta alla crisi delle dot-com e all'attacco delle Torri Gemelle. Dopo la ripresa dell'economia statunitense, all'inizio del 2004 la FED innalzò nuovamente i tassi di interesse e, di conseguenza, i mutui divennero sempre più costosi e le insolvenze aumentarono. Tutto ciò provocò una diffusa sfiducia nei mercati finanziari, e la domanda di beni immobili si affievolì fino a generare lo scoppio della bolla immobiliare, generando la crisi finanziaria più grave dall'inizio del millennio. Il 15 settembre del 2008, Lehman Brothers, una delle banche di investimento più importanti al mondo, dichiarò bancarotta con oltre 600 miliardi di dollari di debiti. Il crollo del colosso finanziario culminò in una situazione di panico globale innescando una profonda recessione economica.

Come si può constatare dal grafico, tale crisi sistemica ha avuto un impatto notevole sulle performance dell'S&P500 e dell'MSCI World, che nel primo trimestre del 2009 hanno toccato i valori di 84,25 (minimo storico nel periodo analizzato) e 86,90, con un decremento rispettivo del -40,09% e del -43,13% *year-on-year*. Parallelamente, si denota un'impennata dell'oro, il quale nello stesso trimestre ha registrato un valore di 318, con un aumento del +3,36% *year-on-year* e del +25,85% sul trimestre precedente. Quanto al mercato dell'arte, sebbene si sia assistito ad un calo nella performance *year-on-year*, il decremento percentuale è comunque meno consistente di quello dei mercati azionari, assestandosi ad un -27%. Dunque, i beni artistici hanno dimostrato una minore vulnerabilità rispetto agli indici azionari, ma restano comunque decisamente meno redditizi dell'oro, unico asset ad aver invertito la tendenza confermando il suo ruolo di bene rifugio.

La crisi del 2008 ha avuto una dinamica profondamente diversa da quella successiva al crollo delle Torri gemelle, sia per la sua origine che per il suo impatto sui mercati finanziari. Il 2001 è stato caratterizzato da uno shock esogeno di natura geopolitica, che ha colpito emotivamente gli investitori provocando un temporaneo crollo borsistico ed un parallelo incremento della domanda di beni rifugio come l'oro. Per contro, la crisi del 2008 affonda le sue radici all'interno del sistema finanziario stesso, rivelandone le fragilità strutturali legate ad un'eccessiva deregolamentazione e all'elevata esposizione al rischio degli intermediari. Per questo, gli effetti sono stati molto più consistenti ed hanno provocato una vera e propria recessione globale, con ripercussioni prolungate anche sui mercati alternativi.

4.5.4 Pandemia Covid-19

La pandemia di Covid-19, ufficialmente proclamata dall'Organizzazione mondiale della sanità il 30 gennaio 2020, ha impattato drasticamente sui mercati globali, innescando una grave crisi economica. Il clima di incertezza e di timore ha provocato una contrazione significativa dei consumi, contribuendo ad un incremento della volatilità e dell'instabilità dei mercati finanziari.

Durante il primo mese della crisi del coronavirus, l'oro ha registrato performance superiori rispetto a quelle dei mercati azionari: nel primo trimestre del 2020 si è assistito ad un aumento delle quotazioni dell'8,59%, susseguito da un ulteriore incremento dell'11,70% nel periodo successivo. Il bene rifugio ha notevolmente beneficiato del clima di incertezza, raggiungendo i propri massimi storici nel terzo trimestre del 2020, con un valore di 663,21.

Nel mercato azionario, sebbene i primi momenti siano stati caratterizzati da un decremento percentuale dei valori, si è poi assistito ad una rapida ripresa. Tra il gennaio e l'aprile del 2020, l'S&P500 è sceso del 9,71% per una combinazione di fattori: la paura generalizzata degli investitori legata all'incertezza e le preoccupazioni per la tenuta del sistema sanitario e produttivo. Tuttavia, l'indice ha poi intrapreso una fase di rapido rimbalzo recuperando le perdite entro la fine dell'anno, che si è concluso positivamente con un +1,39%. A guidare la risalita sono state soprattutto le aziende del settore tecnologico, che hanno tratto vantaggio dell'accelerazione della digitalizzazione durante il periodo del *lockdown*.

L'MSCI World ha seguito una traiettoria simile a quella dell'S&P500, ma con alcune specificità legate alla sua composizione geografica e settoriale. All'inizio del 2020 l'indice si trovava ad un valore di 242,69, il più alto mai registrato dal 1998. Ciò rifletteva il contesto globale di crescita moderata che, tuttavia, si è interrotta con l'arrivo del Covid-19 e l'intensificarsi delle misure restrittive adottate dall'Europa, l'Asia ed il Nord America per contrastare l'emergenza sanitaria. Tra il primo ed il secondo trimestre del 2020 si è riscontrato un crollo del 12,36%, poco più alto di quello subito dall'S&P 500. Il decremento percentuale è chiaramente dovuto alla profonda incertezza sull'impatto economico del virus, che ha causato una drastica riduzione della domanda dei consumatori e blocchi delle produzioni dovuti all'interruzione delle catene di approvvigionamento. Dalla seconda metà del 2020, l'indice ha avuto una fase di ripresa, trainata soprattutto dai titoli statunitensi e, in particolare, dal comparto tecnologico. Nel giro di pochi mesi, le misure attuate dalle principali banche centrali, come la FED e la BCE, hanno ripristinato la fiducia nei mercati, tanto che nel corso del 2021 l'MSCI

World ha raggiunto nuovi massimi storici: alla fine dell'anno, l'indice aveva un valore di 328,92 punti.

Dinamiche simili si sono osservate anche nell'andamento dell'Art Global Index, che dopo un inizio del 2020 piuttosto critico ha avuto una fase di rilancio nel 2021 seppur non abbia conseguito risultati eclatanti.

Dunque, lo shock pandemico ha colpito duramente l'economia globale, ma la reazione degli asset è stata differenziata: gli indici finanziari hanno dimostrato una vigorosa ripartenza nel giro di pochi mesi dopo una caduta iniziale; l'oro raggiunto valori molto alti, confermandosi il bene rifugio per eccellenza; l'arte, invece, si è mantenuta su livelli stagnanti, complici anche la chiusura delle fiere d'arte e l'annullamento delle aste fisiche.

4.5.5 Conflitti Russia-Ucraina e crisi energetica

Lo scontro tra Russia e Ucraina, di carattere politico e diplomatico, ha avuto inizio con l'invasione russa nel febbraio 2022 ed ha avuto effetti sull'andamento dei mercati azionari, di diversa entità a seconda dei paesi considerati. Gli indici europei sono stati tra i più colpiti, ciò a causa della dipendenza energetica dal gas russo che ha messo in crisi alcuni dei settori produttivi più importanti, come quello automobilistico.

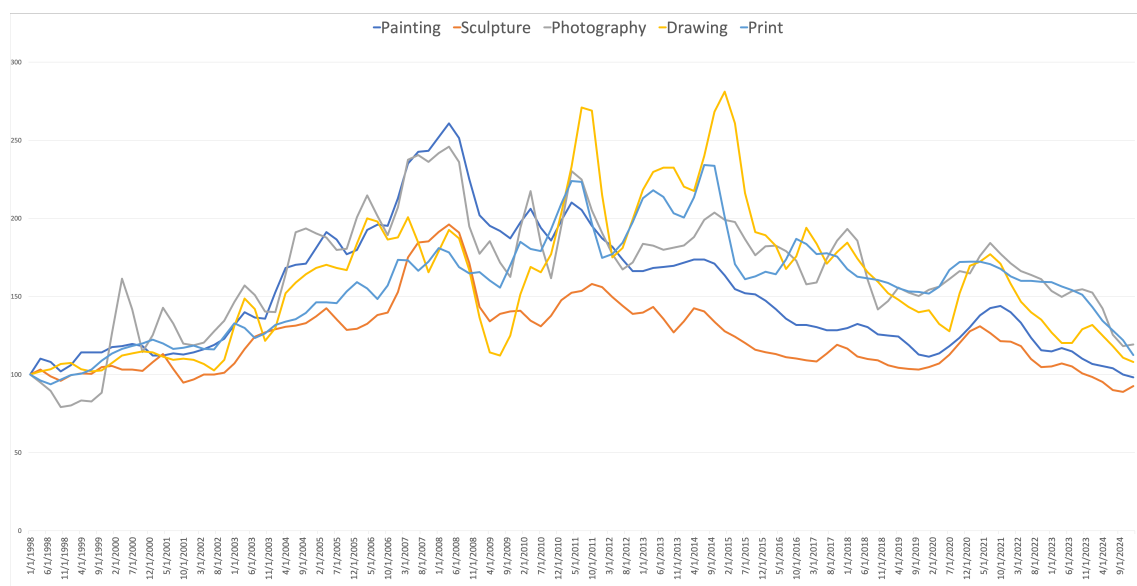
Dal grafico preso in analisi, possiamo notare una flessione degli indici finanziari e dell'Art Global Index tra il primo ed il secondo trimestre del 2022, così come un incremento del 6,5% nella quotazione dell'oro. Ancora una volta, il prezioso metallo conferma il suo ruolo di copertura nel fronteggiare i rischi geopolitici. L'arte, invece,

continua a mostrare performance deludenti, incapace di trarre vantaggio dalle dinamiche inflattive.

4.6 Il mercato dell'arte: analisi *per medium*

Il grafico mostra l'evoluzione di cinque segmenti del mercato dell'arte tramite i relativi indici di riferimento: pittura, scultura, fotografia, disegno e stampa. Il periodo preso in esame è lo stesso considerato nell'analisi precedente - dal 1998 al 2025 -, così come la valuta di riferimento, ossia il dollaro statunitense. Il prospetto soprastante consente di osservare le dinamiche evolutive, le diverse performance e il grado di resilienza di ciascuna sottocategoria all'interno del mercato artistico globale.

Figura 4.3: *Analisi comparativa delle sottocategorie artistiche: Painting, Sculpture, Photography, Drawing, Print*



Fonte: elaborazione propria

4.6.1 Rendimento e resilienza delle singole categorie

In un'analisi di superficie risulta evidente l'elevata instabilità e la marcata volatilità degli indici analizzati: nessun comparto artistico presenta un andamento lineare o costante nel tempo. Le curve mostrano una forte irregolarità caratterizzata da frequenti oscillazioni che alternano fasi di crescita repentina a bruschi crolli anche nel breve periodo. Tale comportamento riflette la natura ciclica e fortemente speculativa del mercato dell'arte, influenzato da numerosi fattori esogeni e difficilmente prevedibili come le mode, gli shock macroeconomici e le variabili dinamiche di domanda e offerta. L'assenza di una traiettoria stabile comune a tutte le categorie sottolinea come il settore sia soggetto a continue configurazioni, rendendo cruciale un'informazione continua ed una valutazione scrupolosa sia del *timing* che della tipologia di investimento in cui si incorre.

Tra quelli considerati, la pittura (*painting*) si afferma come il comparto più stabile e resiliente, con una crescita progressiva del +160% dal periodo iniziale al picco del 2008, seguita da una contrazione di circa -30% nel 2009 e da una successiva fase di recupero nel biennio 2010-2011. Si assiste ad una ripresa significativa anche dopo l'emergenza sanitaria del 2020 - con un picco nel terzo trimestre del 2021 - a cui si sussegue una graduale discesa. Nonostante tutto, l'asset si conferma essere il meno volatile tra tutti, presentando una domanda ben consolidata anche in contesti critici.

La scultura (*sculpture*) mostra invece un andamento più piatto ed una minore capacità di recupero dopo le crisi, con una volatilità contenuta ma una crescita limitata, probabilmente dovuta a dei costi logistici maggiormente elevati e ad un mercato tendenzialmente meno liquido e dinamico. Dal 1998 al 2008, si denota una crescita del

+96%, seguita anch'essa da un decremento del -30% nel 2009 e da una risalita nel 2011. Successivamente, la discesa è stata progressiva e più marcata, con una temporanea e contenuta ripresa nel 2021. Dunque, l'asset subisce cali più profondi e dimostra una minore capacità di recupero rispetto alla pittura.

Anche il comparto della fotografia (*photography*) segue la stessa dinamica, caratterizzata dal raggiungimento del proprio culmine storico nel 2008 - con un incremento percentuale del 146% dall'inizio del periodo -, poi un crollo del -30% l'anno seguente e una ripresa nel 2010-2011. Si tratta di una categoria molto volatile ed imprevedibile, come è notabile dai picchi improvvisi registrati fino al 2018, probabilmente riconducibili a record d'asta di singole opere o mode temporanee. Tuttavia, la fotografia perde rapidamente vigore dopo il 2019, con un lieve incremento nel 2021, sulla scia degli altri segmenti artistici.

D'altra parte, il disegno (*drawing*) è la sottocategoria che più si distingue dalle altre, ottenendo performance più contenute nel 2008 - seppur con un incremento del +90% sull'anno di partenza - ma decisamente superiori nel terzo trimestre del 2011, scostandosi di ben 47 punti dalla fotografia, asset con il risultato migliore tra gli altri quattro considerati. Lo stesso accade a gennaio del 2015: il disegno esplode e raggiunge un valore di 281, di 80 punti superiore alla stampa. Quindi, l'asset presenta diversi picchi intermedi - 2011, 2015, 2018 -, suggerendo la presenza di una base collezionistica fedele e una crescente rivalutazione critica.

Infine la stampa (*print*), pur riportando un trend positivo fino al 2008, denota una perdita di interesse nel periodo, contraddistinto da un andamento discendente con

modesti rimbalzi, facendo percepire la minore esclusività dei beni data dalla più elevata riproducibilità tecnica.

Il secondo trimestre del 2008 è stato l'anno in cui si sono registrati i massimi storici per ben 3 categorie su 5: pittura, scultura e fotografia, con valori pari rispettivamente a 261, 196 e 246. Il disegno e la stampa, invece, hanno raggiunto i propri livelli record tra il 2014 ed il 2015, rispettivamente equivalenti a 281 e 234.

Nel complesso, le dinamiche di mercato osservate rivelano come la scelta della categoria di beni artistici sia fondamentale e debba essere meticolosa poiché in grado di influenzare significativamente il profilo di rischio-rendimento dell'investimento artistico.

4.7 Considerazioni comparative conclusive

L'analisi comparativa delle performance dei diversi asset nel corso del tempo permette di comprenderne le dinamiche di rischio e rendimento con il fine ultimo di orientare le scelte di investimento. Nel caso specifico, il confronto tra il comportamento dell'arte - considerato un bene di investimento alternativo -, degli indici azionari e dell'oro - ritenuto il bene rifugio per antonomasia - evidenzia le differenze sostanziali in termini di volatilità, resilienza e potenziale di crescita riscontrabili nei diversi mercati: quello artistico, quello borsistico e quello dei metalli preziosi. Le osservazioni che seguono sintetizzano tali peculiarità a fronte dell'analisi grafica precedentemente esposta, da cui emerge una chiara distinzione tra le risposte degli asset nell'orizzonte temporale che va dal primo trimestre del 1998 al primo trimestre del 2025:

- L'oro conferma il proprio ruolo di riserva di valore, registrando performance positive anche nei periodi di incertezza economica, inflazione o instabilità geopolitica. Si evidenziano picchi di crescita sia dopo la crisi del 2008 (+13% nel 2009, +25% nel 2010, +29,9% nel 2011), sia nel post-Covid, arrivando ad un +34,6% nel 2024, anno in cui ha registrato il massimo storico più alto tra tutti gli asset considerati.
- Gli indici azionari risultano fortemente sensibili agli eventi sistemici ma tendono a recuperare rapidamente valore grazie alla loro natura fortemente dinamica. Dall'analisi grafica è osservabile l'esposizione al rischio di crollo durante le crisi economiche, come evidenziato dal minimo storico più basso raggiunto dall'MSCI World, riflesso della volatilità dell'indice rispetto ad asset come l'oro o l'arte.
- Il mercato dell'arte ha un andamento piuttosto stabile anche nei periodi più critici. Ciononostante, non offre la stessa capacità difensiva dell'oro né la stessa velocità di recupero degli indici azionari: è un asset meno reattivo che genera rendimenti inferiori nel lungo periodo. In questo arco di tempo, l'Art Global Index si caratterizza per avere il minimo storico più alto ed il massimo storico più basso rispetto agli altri asset, ciò significa che il valore più basso raggiunto è superiore ai valori minimi raggiunti dagli altri asset. Quindi, l'arte offre una maggiore protezione dal rischio di ribasso o una minore volatilità negativa. Il valore massimo che si è raggiunto, invece, è inferiore ai massimi ottenuti da altri asset, il che vuol dire che non si sono sperimentati picchi di rendimento così alti

come altri asset più volatili o speculativi. In sintesi, l'arte non raggiunge mai rendimenti eccezionali ma non subisce neppure profondi crolli.

Esaminando l'escursione tra minimo e massimo storico dei vari asset, si denota come l'oro abbia mostrato la variazione più ampia - 879 punti -, seguito dall'S&P 500 - 532 punti -, dall'MSCI World - 320,5 punti - e infine dall'Art Global Index - 171 punti -, confermando la mafiose stabilità relativa dell'arte. Inoltre, tre asset su quattro - oro, MSCI World, S&P 500 - hanno raggiunto la loro migliore performance nel primo trimestre del 2025.

Tra il 1998 e il 2025 si sono susseguite varie crisi di diversa natura: geopolitica, finanziaria, sanitaria. L'anno più critico per i mercati finanziari è stato senza dubbio il 2008, in concomitanza con il fallimento di Lehman Brothers, con perdite superiori al 29% che hanno gravato anche sul mercato dei metalli preziosi e dei beni artistici. Tuttavia, a partire dal 2009 i mercati azionari sono tornati a crescere fino all'avvento della pandemia, per poi recuperare di nuovo tra il 2024 e l'inizio del 2025. Per l'arte, invece, l'*annus terribilis* è stato il 2015, con un calo del 43% in seguito al successo del 2014, fase più positiva tra quelle analizzate. Negli anni a seguire, non si riscontrano performance particolarmente soddisfacenti.

Figura 4.4: *Sintesi comparativa*

Asset	Reazione crisi	Capacità di recupero	Performance lungo periodo	Ruolo in portafoglio
Oro	Positiva	Alta (difensiva)	Molto elevata	Bene rifugio, copertura
S&P500	Negativa iniziale	Molto alta (dinamica)	Elevata	Crescita e rendimento
MSCI World	Negativa	Media	Discreta	Crescita e rendimento
Arte	Piatta/debole	Bassa	Limitata	Asset alternativo

Fonte: elaborazione propria

L'analisi storica dei rendimenti storici dell'Art Global Index, confrontata con l'andamento di asset finanziari tradizionali e beni rifugio consolidati come l'oro, mette in luce la natura peculiare dell'arte come *asset class*. Il mercato dell'arte è sottoposto a dinamiche differenti rispetto agli altri mercati, distinguendosi in ultima istanza per la sua volatilità contenuta. Tale affermazione è supportata dalla presenza di un minimo storico elevato e da un massimo storico inferiore rispetto ai benchmark azionari dell'MSCI World o dell'S&P 500.

Questo andamento denota una minore esposizione al rischio di *downside* ed una maggiore capacità di preservazione del capitale nei momenti di stress sistemico, caratteristiche che potrebbero attribuire all'arte un ruolo di stabilizzatrice nell'ipotesi di costruzione di un portafoglio multi-asset.

D'altra parte, la stabilità riscontrata si associa ad una limitata reattività nei cicli espansivi, con performance generalmente modeste negli scenari di ripresa post-crisi, a differenza di quanto si verifica per asset più liquidi e sensibili alle politiche

macroeconomiche - come l'oro o gli indici azionari - che invece tendono a raggiungere valori molto alti.

In aggiunta, la bassa correlazione dell'arte con i principali indici azionari suggerisce una logica di funzionamento indipendente, sovente direzionato da dinamiche culturali, fattori esogeni e trend socio-demografici anziché da fondamentali economici.

Alla luce di tali evidenze, i beni artistici si configurano come asset difensivi atipici: beni rifugio in finalizzati alla preservazione del valore nel lungo periodo contraddistinti da una liquidità ridotta, opacità di mercato e un orizzonte di investimento prevalentemente strategico. Tale natura potrebbe rendere l'arte particolarmente efficace nell'ambito di strategie di diversificazione del portafoglio, contribuendo significativamente alla stabilità nei periodi di elevata volatilità finanziaria.

Bibliografia

Aloisi Tania, 2013, *Il rapporto tra il sistema di azienda ed il sistema dell'arte contemporanea. Lo studio di un caso*, Università di Pisa, Dipartimento di Economia e Management, https://etd.adm.unipi.it/theses/browse/by_year/2013.html

Ashenfelter O. e Graddy K., 09/2023, *Auctions and the Price of Art*, in *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, Tennessee

Area Studi Mediobanca, 10/03/2025, *Tra i dubbi dei wealth manager, ecco quanto rende l'arte in portafoglio rispetto a bond e azioni: lo studio*, Mediobanca, <https://www.areastudimediobanca.com/en/product/28050>

Banca Ifis, AA. VV., 2024, *Economia della bellezza*, https://www.bancaifis.it/app/uploads/2024/10/Economia-della-Bellezza-2024_studio_def.pdf

Baudrillard J., 2007, *Il sistema degli oggetti*, Bompiani, Milano

Besana A., 2002, *Economia della cultura*, Led Edizioni, Milano

Caballero, Ricardo e Arvind Krishnamurthy, 2008, *Collective risk management in a Flight to quality episode*, in *Journal of Finance* 6

Candela G., Benini M., 1997, *Produzione e circolazione dell'informazione nel mondo dell'arte*, CLUEB, Bologna

De Maria Lorenzo, 03/05/2025, *Meglio l'indice S&P 500 o World?*, in *JustETF*, <https://www.justetf.com/it/academy/us-vs-world.html>

Deni Riccardo, 2021, *Fondi d'arte: chi sono, cosa fanno*, in *Il Giornale dell'Arte*

Durisotto Cecilia, 2016, *Investire in arte: gli indici di Mercato*, in *Collezione da Tiffany*, <https://collezioneditiffany.com/indici-di-mercato-2016/>

Fornoni Fabio, 2018, *Il trasferimento di opere d'arte (cessione, donazione e successione): profili comparatistici*, Fondazione Ukmar, <https://www.fondazione-uckmar.it/wp-content/uploads/2018/10/relazione-di-Fabio-Fornoni.pdf>

Fiz Alberto, 2002, *Investire in Arte Contemporanea*, FrancoAngeli, Milano

Frey Bruno S. e Pommerehne Werner W., 1991, *Muse e mercati, Indagine sull'economia dell'arte*, trad. L. Benati, ed. Il Mulino, Bologna

Lisbonne K. e Zürcher B., 2009, *Prefazione*, in *Arte contemporanea: costo o investimento?*, Johan&Levi, Milano

McAndrew Clare, 2010, *Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, New York

Poli Francesco 2011, *Il sistema dell'arte contemporanea: produzione artistica, mercato, musei*, Laterza, Roma-Bari

Pomiam K., 1990, *Collectors and curiosities: Paris and Venice 1500-1800*, Polity Press, Cambridge, p. 24

Tito E., Giusti G., *Sono tassabili le plusvalenze da cessione occasionale di opere d'arte?*, in *Corriere Tributario*, 47-48/2016, p. 3666

Thompson Donald, 2009, *Lo squalo da 12 milioni di dollari*, Mondadori, Milano

Zorloni Alessia, 2016, *L'economia dell'arte contemporanea*, FrancoAngeli, Milano

Zorloni Alessia, 2013, *L'arte della finanza. Il settore delle arti visive come opportunità di investimento*, in "Banca Impresa Società" / a. XXXII, n.1

Sitografia

<https://www.aeaweb.org/>

<https://www.artbasel.com/>

<https://artseconomics.com/>

<https://www.artfundassociation.com/>

<https://www.artnet.com/>

<https://it.artprice.com/>

<https://www.artribune.com/>

<https://artslife.com/>

<https://www.artsy.net/>

<http://www.borsaitaliana.it/>

<https://collezioneditiffany.com/>

<https://www.deloitte.com/>

<https://it.euronews.com/>

<https://euroborsa.it/>

<https://it.finance.yahoo.com/>

<https://www.ilgiornaledellarte.com/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://it.investing.com/>

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

<https://www.jpmorgan.com/>

<http://www.milanofinanza.it/>

<http://www.rivistadellaregolazioneideimercati.it/>

<https://it.wikipedia.org/>