

L'INVESTIMENTO FINANZIARIO NEL MERCATO DELL'ARTE

di Claudio Zara

STRUTTURA

1. Caratteristiche del mercato e dell'investimento in arte
2. L'investimento in arte secondo una logica di asset allocation
3. La titolarizzazione dell'arte
4. L'attività di art banking

1. LA VALUTAZIONE DI UN'OPERA D'ARTE

Elemento chiave:
la **VALUTAZIONE**

Prima di intraprendere qualsiasi ragionamento relativo all'arte come investimento, è fondamentale la **valutazione** dell'opera d'arte, ossia la determinazione del valore commerciale di un'opera/collezione ai prezzi correnti di mercato.

Cosa determina il
valore commerciale
di un'opera d'arte

I fattori che contribuiscono a determinare il valore commerciale di un'opera sono: sia oggettivi

sia indotti:

- L'attribuzione
- Il soggetto
- La tecnica
- La misura
- Il supporto
- Lo stato di conservazione
- L'anno di esecuzione
- La rarità
- La provenienza
- La circolazione

Mode e contesto culturale
Ruolo del museo
Ruolo della galleria
Ruolo della casa d'asta
Ruolo del critico
Ruolo del curatore
Ruolo del collezionista
Acquisizioni pubbliche
Media

1. IL MERCATO DELL'ARTE

- Il mercato è ormai su scala mondiale (total market).
- Il mercato è caratterizzato da forti asimmetrie informative ed elevati costi di transazione.
- Il mercato è fortemente influenzato dai fattori indotti.
- Il mercato è caratterizzato da prezzi fortemente opachi, anche quelli che si determinano nelle aste internazionali.

1. L'INVESTIMENTO IN ARTE

A) Caratteristiche reali

- Le opere d'arte sono idiosincratiche (uniche e unitarie);
- Il bene artistico non è fungibile;
- Il mercato delle opere d'arte non ha una precisa collocazione geografica ed è aperto per brevi periodi;
- Le opere d'arte sono caratterizzate da un'indivisibilità di valore superiore a quella di azioni, obbligazioni e titoli di stato che ne riducono la liquidità potenziale;
- Centrale per la motivazione all'investimento in arte è la soddisfazione estetica nel consumo (**dividendo estetico**).

1. L'INVESTIMENTO IN ARTE

B) Caratteristiche finanziarie

- L'arte visiva non dà luogo a rendite; la sua redditività è legata ai soli prezzi di acquisto e vendita;



Ciò aumenta la rischiosità dell'investimento

L'unica eccezione è rappresentata dalla rendite da affitti, ma esse si differenziano da quelle cedolari perché:

- non c'è certezza contrattuale;
 - non c'è regolarità;
 - non ci sono rendimenti di riferimento.
- Il tasso di rendimento è generalmente inferiore a quello di azioni e obbligazioni;
 - Elevati costi di transazione e di gestione.

Allora, perché investire in arte?

2. LA TEORIA DI PORTAFOGLIO(*)

Considerando un portafoglio composto da due attività mobiliari A e B , il rischio del portafoglio, misurato dalla deviazione standard, è così definito:

$$\sigma_p = \sqrt{x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \sigma_A \sigma_B \rho_{A,B}}$$

Il rischio del portafoglio è dunque influenzato:

- dai pesi delle due attività x_A, x_B
- dai rischi specifici delle due attività (σ_A, σ_B)
- dalla correlazione tra tali rischi $\rho_{A,B}$

Quando $\rho_{A,B}$:

- = +1 : i due rendimenti variano sempre nella stessa direzione:
($\sigma_P = x_A \sigma_A + x_B \sigma_B$);
- = -1 : i due rendimenti variano sempre in direzione opposta, e
- = 0 : i due rendimenti non sono correlati:
($\sigma_P < x_A \sigma_A + x_B \sigma_B$).

Diversificare significa costruire un portafoglio composto da strumenti finanziari aventi diverso rischio e rendimento.

(*) cfr. par. 4.4 Il Sistema finanziario.

2. LA TEORIA DI PORTAFOGLIO



Risulta sempre conveniente diversificare il portafoglio di attività finanziare per ridurre il rischio a parità di rendimento: maggiore è il numero dei titoli presi in considerazione e dei differenti schemi di ripartizione, maggiore è la riduzione della variabilità σ per un dato livello di rendimento.



In linea di principio, l'investimento in arte può portare un contributo positivo in termini di diversificazione di portafoglio, e quindi di riduzione del suo rischio complessivo.



Problema: misurare il rendimento e il rischio associato all'investimento in arte.

2. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Questo modello afferma l'esistenza di una relazione lineare tra **rendimento** richiesto per investire in una attività rischiosa e livello di **rischio** sopportato:

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \times (\sigma_{i,M} / \sigma^2_M)$$

$E(r_m) - r_f$ rappresenta il premio per il rischio di mercato, dove:

$E(r_i)$ = rendimento atteso dell'attività rischiosa i

r_f = rendimento atteso dell'attività *risk-free*

$E(r_m)$ = rendimento atteso del portafoglio di mercato

$\beta_i = \sigma_{i,M} / \sigma^2_M$ rappresenta la misura del rischio sistematico o di mercato, cioè la sensibilità del rendimento di un singolo titolo alle variazioni dei rendimenti di mercato, dove:

$\sigma_{i,M}$ = correlazione tra $E(r_i)$ e $E(r_m)$

σ^2_M = varianza del rendimento atteso del portafoglio di mercato

Problemi: definire che cosa può rappresentare il mercato dell'arte
misurare il suo rendimento e il suo rischio

2. PROBLEMATICHE NELLA COSTRUZIONE DI UN INDICE DI MERCATO DEGLI INVESTIMENTI IN ARTE

A) PROBLEMI RELATIVI ALLA SCELTA DELLA BANCA DATI

1. Quali mercati considerare in riferimento al tipo di opere

➡ è necessaria un'analisi di correlazione per verificare se il tasso di rendimento di uno specifico segmento possa essere assunto come proxy dell'intero mercato.

2. Quali mercati considerare in riferimento alle classi di prezzo

➡ L'indice di prezzo delle opere di minore investimento presenta una dinamica più accentuata di quello delle opere di maggior valore.

3. Quali mercati considerare da un punto di vista geografico

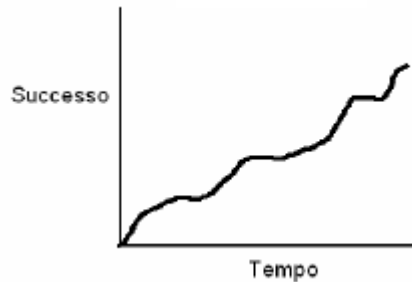
➡ Gli investitori in arte operano prevalentemente su mercati internazionali o nazionali che garantiscono una buona liquidità.

4. Quali fasi del ciclo di vita dell'artista considerare

➡ Scegliere opere di artisti giunti in un momento stabile e rappresentativo del loro percorso.

2. PROBLEMATICHE (segue)

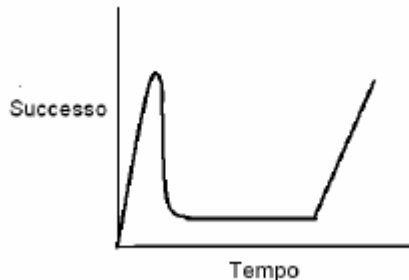
Modelli di “ciclo di vita” dell’artista



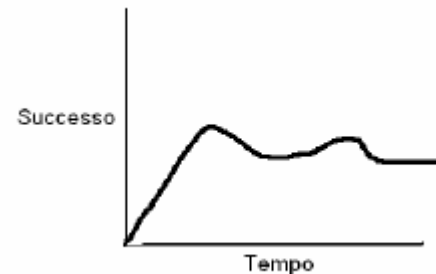
Modello di ascesa regolare e costante



Modello della meteora :
successo immediato ma effimero e temporaneo



Modello “della fenice” :
vi è una seconda acme in età più avanzata



Modello “sempreverde” :
il successo raggiunto si mantiene costante

2. PROBLEMATICHE (segue)

B) L'OPERA D'ARTE NON E' UN BENE FUNGIBILE

Il bene artistico non può essere sostituito da altri beni dello stesso genere perché contiene un “dividendo estetico” unico.

C) ESCLUSIONE DELLE TRANSAZIONI PRIVATE DALLE RILEVAZIONI STATISTICHE

Gli esiti d'asta sono l'unica informazione di prezzo pubblica e disponibile, mentre sono escluse dalle rilevazioni le transazioni che vedono coinvolti galleristi, mercanti e collezionisti; esiste però una correlazione positiva tra il mercato d'asta e il mercato delle vendite in galleria.

D) COSTI DI TRANSAZIONE

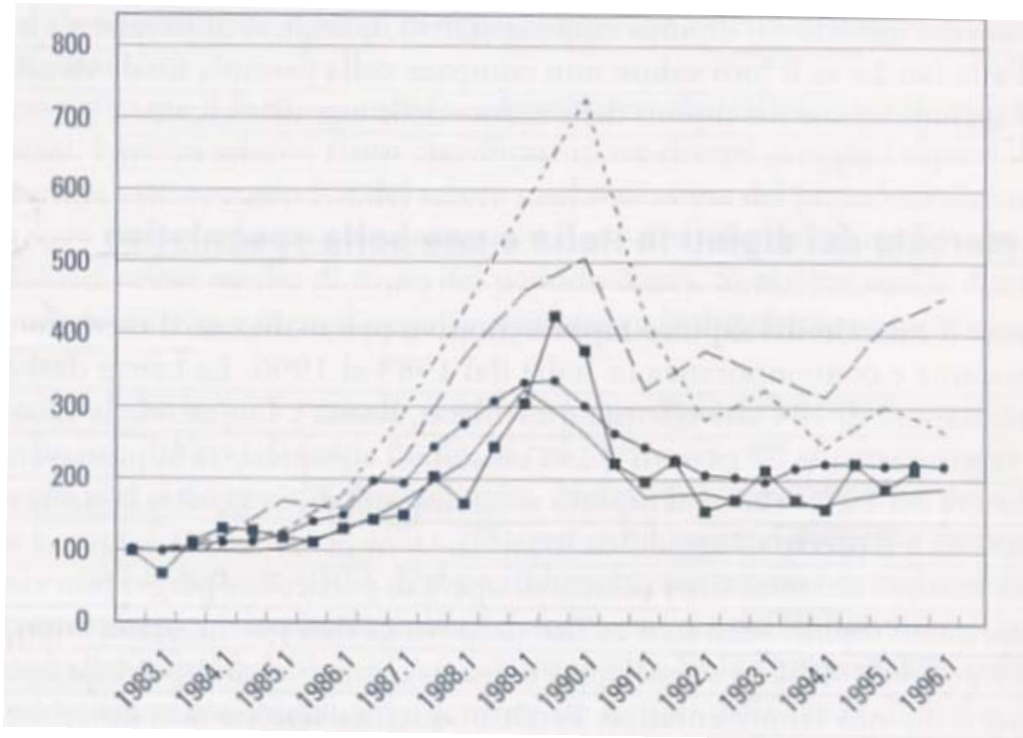
I prezzi delle opere considerate nella costruzione dell'indice sono necessariamente al netto di costi di transazione, cioè della quota di commissioni che spetta agli intermediari.

2. I PRINCIPALI INDICI DI RENDIMENTO

- **Indice di Goetzmann** (Metodo della doppia vendita)
- **Indice di Pesando** (Metodo della doppia vendita)
- **Indice di Mej Moses** (Metodo della doppia vendita)
- ***Art Market Index* di Candela-Scorcu** (Metodo del dipinto medio rappresentativo)
- ***Sotheby'art index*** (Metodo dei testimoni privilegiati)
- ***Sun index* di Beltratti** (Metodo della regressione edonica)

NOTA: l'approfondimento metodologico relativo alla costruzione dei cinque indici è riportato in Appendice.

2. CONFRONTO TRA INDICI



- Metodo dei testimoni privilegiati
- _____ Regressione edonica
- Metodo del dipinto rappresentativo
- — Metodo della doppia vendita
- Metodo della doppia vendita

I vari indici presentano un andamento simile



Si può ipotizzare che:

- vi sia una sostanziale robustezza dei diversi metodi utilizzati;
- vi sia un forte legame tra i diversi mercati considerati dagli autori.

2. PROBLEMATICHE NELLA MISURAZIONE DEL RENDIMENTO

A) ORIZZONTE TEMPORALE

1. Durata temporale della serie

2. Periodicità di rilevazione dei singoli dati

B) UTILIZZO DELLA TIPOLOGIA DELLA MEDIA NEL CALCOLO DEL RENDIMENTO

1. Ricorso alla media geometrica

C) TITOLI A TRATTAZIONE ASINCRONA

1. Repeated Sales Regression

2. L'ANALISI DI GOETZMANN (1993)

1900-1986			Correlazioni			
Rendimenti	Media	Deviazione standard	INF	BofE	CON	LSE
Inflazione	0,042	0,088	1			
Bank of England	0,047	0,036	0,58	1		
Consol Bond	0,048	0,106	0,32	0,67	1	
London Stock Ex.	0,049	0,219	-0,09	0,14	0,39	1
Arte	0,175	0,528	0,18	0,52	0,54	0,78



L'investimento in arte, ignorando il dividendo estetico, è conveniente per un investitore avverso al rischio perché è potenzialmente meno correlato con il tasso della BofE e delle obbligazioni rispetto al mercato azionario.

2. L'ANALISI DI PESANDO (1993)

				Correlazioni			
Portafoglio	Media	Deviazione standard	Picasso	Stocks	Bonds	T-Bills	Inflazione
Aggregato	1,51	19,94	0,91	0,30	-0,10	-0,21	0,03
Picasso	2,10	23,38		0,34	-0,17	-0,27	0,08
Stocks	8,14	22,47			0,46	0,27	-0,31
U.S. gov. bonds	2,54	21,83				0,73	-0,56
180 T-bills	2,23	3,43					-0,73



Data la bassa correlazione tra il rendimento delle opere d'arte e i buoni del tesoro, l'investimento in arte può essere incluso solo in portafogli a basso rischio.

2. CONCLUSIONI DELLE ANALISI CONSIDERATE

- L'acquisto di opere d'arte può essere considerato una forma di investimento finalizzata prevalentemente a soddisfare due esigenze:
 1. il piacere estetico derivante dal possesso di un'opera infungibile e unica;
 2. la diversificazione del portafoglio d'investimenti.

- L'investimento in arte è potenzialmente conveniente per un investitore avverso al rischio, che abbia allocato la porzione maggiore del proprio portafoglio in titoli di stato o obbligazioni caratterizzate da un buon grado di solvibilità. Al contrario esso non appare conveniente per un investitore il cui portafoglio sia costituito prevalentemente da azioni, e quindi titoli a alto rischio, a causa della più robusta correlazione tra le due famiglie di investimenti.

SORGE PERO' UN APPARENTE PARADOSSO..

L'investimento in opere artistiche presenta un elevato grado di volatilità, in quanto il rendimento complessivo dipende dal prezzo di mercato al momento in cui l'investitore vende, prezzo che può essere soggetto a imprevedibili fluttuazioni.

Nonostante questa forte rischiosità gli autori rilevano che la principale funzione dell'investimento in arte è quella di diversificare un portafoglio a basso profilo di rischio.

Giustificazione al paradosso:

Tutti gli autori considerati analizzano anche dati composte da opere di artisti famosi, già affermati sul mercato internazionale. La volatilità dell'investimento è dunque compensata nel medio periodo, dalla sostanziale stabilità di prezzo delle opere di un artista celebre.

3. TITOLARIZZAZIONE DELL'INVESTIMENTO IN ARTE

Come trasformare un bene infungibile e indivisibile in uno strumento di investimento allocabile in un portafoglio?

- a) Sottoscrizione/acquisto di quote di fondi chiusi che investono in opere artistiche (es. Art Investment Fund in Australia, Finacor Art – BNP, Chase Art Fund, Fine Art Fund);
- b) Fondi pensione e altri investitori istituzionali che destinano una quota del loro capitale gestito in investimenti diretti in opere artistiche (es. British Railways Pension Fund);
- c) Sottoscrizione/acquisto di titoli emessi da società quotate che investono in arte (es. Artemis) o da istituzioni museali (*devono però avere una chiara strategia di creazione del valore*).

3. ESIGENZE SODDISFATTE DALL'INVESTIMENTO IN ARTE

1. La diversificazione del portafoglio d'investimenti:

1. Nonostante alcune eccezionali vendite che hanno consentito a fortunati collezionisti di ottenere elevati rendimenti, nella prassi il principale beneficio di questa forma d'investimento è **quello di contribuire a ridurre la volatilità, piuttosto che incrementare il rendimento**.
2. Le grandi cifre sono rare e poco prevedibili, così che risulta poco probabile l'ipotesi di ottenere elevati guadagni. Per questo motivo nell'asset allocation l'investimento in arte deve avere comunque **un peso contenuto**.
3. Vi è comunque un grosso ostacolo allo sviluppo dell'arte come asset class alternativa che è dato dal **basso livello di titolarizzazione della stessa**, che riduce sia la diversificazione sia l'accesso all'arte da parte delle gestioni in monte.

2. (Se investimento diretto) Il piacere estetico derivante dal possesso di un'opera infungibile e unica.

4. L'ATTIVITÀ DI ART ADVISORY NEL PRIVATE BANKING

- In Italia ci sono attualmente 13 soggetti, di cui 12 banche e una SIM, che operano nel segmento di attività dell'Art Banking/Advisory, che a sua volta rientra nella più ampia attività di Wealth Management (gestione e consulenza ai grandi patrimoni).
- Tali soggetti si possono classificare in tre gruppi omogenei:
 - **Leader in efficacia** (6), che hanno una buona ampiezza di gamma e capacità operativa e spesso sono anche quelli con maggiore anzianità di svolgimento di questa attività
 - **Leader in efficienza** (2), che sebbene abbiano una struttura e gamma ridotte riescono ad ottenere dei buoni risultati verso la clientela
 - **Follower** (2), per i quali l'attività di art banking sembra essere una leva di marketing piuttosto che un servizio dai contenuti effettivi
- L'offerta commerciale poggia sui seguenti assunti:
 - **Freddi sull'arte come asset class alternativa**
 - Limite all'attività dato dalla difficoltà a trovare personale adeguato
 - Elevata attenzione alle conseguenze negative date dall'effetto reputazionale
 - Art banking inteso come leva di marketing senza un pricing esplicito

4. L'ATTIVITÀ DI ART ADVISORY: IL MODELLO UPB

- L'Art Advisory in UPB intende rispondere (o sollecitare) a bisogni che il cliente può trovarsi ad affrontare nella gestione del proprio patrimonio artistico, si tratti di:
 - Passaggio generazionale
 - Assistenza legale / fiscale
 - Pianificazione di successione
 - Divisioni patrimoniali
 - Istituzione di una fondazione
 - Stipula di una assicurazione
 - Aspetti logistici vari come restauro, trasporti, custodia
- Il **target** del cliente e' ovviamente WM con patrimoni complessi e/o prospects con interesse in ambito artistico che possano essere sollecitati/avvicinati tramite l'offerta di servizi / assistenza nel campo del collezionismo.

4. UPB: I SERVIZI DI ART ADVISORY

Macro aree di attività

Dettaglio delle attività

Consulenza sulla vendita

Valutazione di un'opera (o di una collezione) al fine di collocarla sul mercato con modalità, tempi e luoghi più opportuni alla realizzazione del miglior prezzo

Consulenza sugli acquisti

Assistenza al collezionismo nell'intento di soddisfare le esigenze del cliente guidandolo in scelte economicamente congrue

Consulenza Legale

Assistenza nella divisione di un patrimonio artistico finalizzato ad una donazione, successione, divisione ereditaria, costituzione di una fondazione ecc. Assistenza amministrativo/giuridica legata alle normative vigenti riguardanti i Beni Culturali, compravendite internazionali, circolazione opere d'arte ecc.

Consulenza tecnico-logistica

Assistenza per la tutela, conservazione, custodia e valorizzazione di un patrimonio artistico.

Consulenza assicurativa

Realizzazione inventari con determinazione del valore su base di "stima accettata"; analisi del rischio "ubicativo"; analisi delle garanzie di polizza

4. UPB: L'APPROCCIO INTEGRATO

- Il modello di “visione globale” tipico dei servizi di Wealth Advisory è il medesimo che si è adottato nella formulazione di servizi di Art Advisory ed esso intende rispondere, anche in un settore così specifico come quello del collezionismo e dell'arte, a quelle che sono oggi riconosciute come le esigenze primarie della clientela.
- 1. **L'interlocutore unico:** confrontarsi, se possibile, con un unico interlocutore privilegiato in grado di gestire e rispondere alle più diverse necessità
- 2. **La riduzione del rischio:** azioni tese a ridurre il rischio di un investimento sbagliato in caso di acquisto (controllo autenticità, confronto con i valori correnti di mercato per tipologia di opera/oggetto in esame ecc.)
- 3. **La valorizzazione dell'investimento:** azioni tese alla tutela, consolidamento e incremento del valore commerciale rappresentato da un'opera/collezione (restauro, assicurazione, custodia adeguata)
- Così concepito il servizio di Art Advisory si configura anche come un prezioso strumento di sviluppo e consolidamento della relazione con il cliente e questo anche attraverso l'utilizzo di un vero e proprio sistema integrato che dialoga con il progetto Arte Contemporanea di Gruppo e un progetto formativo della Rete UPB

4. UPB: ARTE COME INVESTIMENTO ?

UPB

non promuove investimenti in arte

ma se il cliente, mosso da sua personale passione e interesse, desidera diversificare parte del suo patrimonio con l'acquisto di opere/oggetti d'arte noi siamo comunque strutturati per assisterlo, seguirlo, tutelarlo affinché le sue scelte risultino congrue sotto il profilo economico