

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA



[www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Marzo-Giugno 2018

2-3

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	GIOVANNI FERRI, Università LUMSA
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S.C.	FRANCO FIORELISI, Università degli Studi "Roma Tre"
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	LUCA FIORITO, Università degli Studi di Palermo
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi del Sannio	FABIO FORTUNA, Università Niccolò Cusano
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	GUR HUBERMAN, Columbia University
ENRICO MARIA CERVELLATI, Università di Bologna	AMIN N. KHALAF, Ernst & Young
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	NADIA LINCIANO, CONSOB
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	PINA MURÉ, Sapienza - Università di Roma
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
RITA D'ECCLESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi del Molise
GIOVANNI DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
CARMINE DI NOIA, CONSOB	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
LUCA ENRIQUES, University of Oxford	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

*Direttore Responsabile:* Giovanni Parrillo

*Comitato di Redazione:* Francesco Baldi, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito.

---

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA  
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

VICE PRESIDENTI

MARIO CATALDO - GIOVANNI PARRILLO

CONSIGLIO

TANCREDI BIANCHI, FABRIZIO D'ASCENZO, GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO,  
GIUSEPPE GUARINO, PAOLA LEONE, ANTONIO MARZANO, FRANCESCO MINOTTI,  
PINA MURÉ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO',  
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

# RIVISTA BANCARIA

# MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIV (NUOVA SERIE)

MARZO-GIUGNO 2018 N. 2-3

## SOMMARIO

### *Editoriale*

G. DI GIORGIO	Il rebus dell'inflazione.....	3
---------------	-------------------------------	---

### *Saggi*

C. GUERELLO	Un modello previsionale	
P. MURÈ	per le sanzioni	
N. ROVO	bancarie	
M. SPALLONE	in Italia.....	7
E. ALLODI	Un'analisi economica	
C. CACCIAMANI	per la gestione	
E. GUARDIGLI	dei <i>non-performing loans</i> .....	43

### *Contributi*

P. FANDELLA	Lo sviluppo dei Fondi in arte come opportunità di diversificazione del portafoglio di investimento .....	85
M. GIANNANTONIO	Nuova segnalazione delle esposizioni in sofferenza: implicazioni per il sistema bancario .....	117

### *Interventi*

L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). Un anno di attività ( <i>G. E. Barbuzzi</i> ) .....	143
MIFID II: la tutela dell'investitore si basa sul rapporto relazionale ed etico ( <i>J. Capobianco</i> ) .....	161

### *Rubriche*

Qualificazione professionale e profili operativi per il collegio sindacale in banca ( <i>F. Minnetti</i> ) .....	167
Il futuro del <i>private banking</i> in Italia ( <i>Intervista a Fabio Candeli</i> ) .....	185
I ritardi di pagamento della PA: analisi degli effetti del razionamento del credito alle aziende durante la crisi dei debiti sovrani 2011-2012 ( <i>Crif Credit Solutions</i> ) .....	191
Bankpedia: Microcredito all'impresa: profili normativi, operatori non bancari e vincoli all'accesso ( <i>D. D'Angelo</i> ).....	199

### *Recensioni*

W. N. Goetzmann, <i>Denaro: come la finanza ha reso possibile la civiltà</i> ( <i>L. Paliotta</i> ) .....	213
--	-----

## RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di aprile 2018 presso Press Up, Roma

**Note per i collaboratori:** *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione cartacea) sul sito della rivista: [www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)  
Gli articoli dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui criteri redazionali si rinvia al sito della Rivista.*

*La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.*

*La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.*

*Gli autori riceveranno in omaggio tre copie della Rivista*

*Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: [redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)*

### Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione della Rivista. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

---

### Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
[redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)

AMMINISTRAZIONE

EDITTRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.

presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa

Massimo, 29 - 00161 - Roma -

Fax +39 06 83700502

[amministrazione@editriceminervabancaria.it](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

# LO SVILUPPO DEI FONDI IN ARTE COME OPPORTUNITÀ DI DIVERSIFICAZIONE DEL PORTAFOGLIO DI INVESTIMENTO

PAOLA FANDELLA\*

## Sintesi

Il processo di asset allocation, nella gestione di portafogli, guarda da alcuni anni con particolare interesse al mercato dell'arte e ai suoi indicatori di rendimento. L'emergere e il rafforzarsi di un interesse finanziario verso l'investimento in arte deve tener conto e confrontarsi con variabili non fungibili e/o non standardizzabili non solo rispetto alle asset class tradizionali ma anche in considerazione del cosiddetto *unicum* che identifica e contraddistingue ogni singola opera d'arte. Lo strumento di omogeneizzazione e congiunzione di questi mercati apparentemente agli antipodi, sembra essere offerto dalla potenzialità di sviluppo di fondi di investimento in arte le cui quote sono rappresentative della gestione di un patrimonio artistico. L'analisi dei punti di forza e degli elementi di criticità delle realtà attualmente presenti a livello internazionale, e dei recenti interventi a livello legislativo nel mercato lussemburghese, consente di evidenziare come il fondo di investimento in arte possa effettivamente rispondere all'esigenza di cogliere le sollecitazioni positive del mercato dell'arte e nello stesso tempo rappresentare l'asset class finanziaria che riflette e valorizza queste opportunità di investimento.

---

\* Professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari. Università Cattolica del S.Cuore  
e-mail: paola.fandella@unicatt.it

***Art Funds: An opportunity for diversification in wealth investments – Abstract***

*The process of asset allocation, in the management of portfolios, since some years, is considering, with particular interest, the art market and its performance indicators. The emergence and the strengthening of a financial interest toward investment in art must take into account and be confronted with variables not interchangeable and/or not standardizable, not only with respect to the traditional asset class but also in consideration of the so-called unicum that identifies and distinguishes every single work of art. The instrument of homogenization and conjunction of these markets, apparently at the antipodes, seems to be offered by the potential development of investment funds in art whose quotas are representative of the management of an artistic wealth. The analysis of the strengths and of the critical elements of the realities currently present at international level and of the recent measures at the legislative level in the Luxembourg market allow to highlight how the investment fund in art can actually respond to the need to grasp the positive stress of the art market and at the same time represent the financial asset class which reflects and highlights these investment opportunities.*

**Parole chiave:** Fondi in arte, art market, diversificazione di portafoglio.

**Codici JEL:** G11, G23, G41.

**Keywords:** Art Fund, art market, portfolio diversification.

## 1. Premessa

Fra le differenti sollecitazioni che si profilano e sono proposte dagli stessi intermediari finanziari come opportunità di diversificazione negli investimenti, l'arte "conosce" da alcuni anni un rilievo particolare nella costruzione di portafogli.

L'emergere e il rafforzarsi di un interesse finanziario verso l'investimento in arte, indubbiamente, deve tenere conto e confrontarsi con variabili non fungibili e/o non standardizzabili non solo rispetto alle *asset class* tradizionali e ai relativi modelli valutativi di riferimento, ma anche in considerazione del cosiddetto *unicum* che identifica e contraddistingue ogni singola opera d'arte.

Ciò implica che il considerare il patrimonio artistico come opportunità di diversificazione di un portafoglio finanziario deve evidenziare e valutare se il mercato dell'arte possa essere considerato un mercato alternativo che offre varie opportunità di investimento

In altri termini per considerare un prodotto artistico non solo un "bene-rifugio" ma un asset di un portafoglio finanziario, occorre identificare una forma di investimento, uno strumento di investimento la cui natura sia tale da concentrare in una strutturastandardizzata la valutazione di un patrimonio non standardizzato.

La chiave, lo strumento di omogeneizzazione e congiunzione di questi mercati apparentemente agli antipodi, sembra essere offerta dalla potenzialità di sviluppo di fondi di investimento in arte le cui quote sono rappresentative della gestione di un patrimonio artistico.

Pertanto, l'obiettivo di questo lavoro, è quello di evidenziare come il fondo di investimento in arte possa effettivamente rispondere all'esigenza di cogliere le sollecitazioni positive del mercato dell'arte e nello stesso tempo rappresentare l'asset class finanziaria che riflette e valorizza queste opportunità di investimento.

## 2. Il mercato dell'arte e l'identificazione del prezzo come variabile di riconoscimento di un'opera d'arte

Esaminare le opportunità di costituzione e di sviluppo dei fondi di investimento in arte implica il riferimento al mondo delle opere d'arte, antepo-  
nendo la variabile valutativa rispetto a quella estetica. Questo, di fatto, si configura

come un passaggio “necessario” per poter considerare l’opera d’arte un “prodotto” finanziario e quindi scambiabile tra un numero non definibile a priori di soggetti interessati.

Se nella definizione di “prodotto” artistico, rientrano una pluralità di variabili, è pur vero che la determinazione del “prezzo” per un’opera d’arte ha sempre rappresentato oggettivamente un processo intrinseco per la riconoscibilità della stessa.

Per un artista, la vendita rappresenta il “riconoscimento” della propria creazione. Per chi acquista l’opera – sia esso un collezionista finale o un operatore del settore (quale gallerista o responsabile di casa d’aste) – è il prezzo (e il suo possibile incremento nel tempo) a rappresentare il parametro omogeneo che sostiene la validità dell’investimento, indipendentemente dal sentimento estetico soggettivo di chi la detiene.

Pertanto, la relazione “opera d’arte – prezzo – mercato” diventa non solo “sostenibile”, ma una delle due componenti del processo fisiologico per la continuità della figura stessa dell’artista. Se, infatti, è innegabile che un artista viva della e nella sua opera si pone per lo stesso processo creativo (artista e opera) una questione di “continuità”. Questo obiettivo si identifica nell’ottenimento della riconoscibilità “espositiva” in musei e gallerie pubbliche e/o private (come risultato di un processo statico) e nella presenza delle opere dell’artista in circuiti di negoziazione (a determinare un processo dinamico di valutazione).

Il grado di interrelazione tra queste due “prospettive” di valutazione apre possibili interpretazioni sull’incidenza che ciascuno dei due processi può avere rispetto all’altro. Se da un lato può sembrare spontaneo ritenere che la riconoscibilità “critica” e quindi espositiva sia un elemento primario anche per l’eventuale riscontro di mercato, è pur vero che l’apprezzabilità da parte di un numero elevato di soggetti disposti a investire su un determinato artista può rappresentare un fenomeno di valorizzazione tale da essere riconosciuto *ex-post* anche in ambito espositivo, come lo è stato, ad esempio, per il movimento della Brit Art (rappresentato *in primis* da Damien Hirst).

Se queste osservazioni consentono di associare il ruolo del mercato alla produzione artistica, è indubbio che occorra altresì evidenziare quali siano le caratteristiche con le quali un mercato dell’arte possa essere ritenuto come mercato di riferimento e/o di diversificazione nell’ottica di un portafoglio di investimento finanziario.

## 2.1 Un breve excursus sull'andamento del mercato dell'arte

Il mercato dell'arte è caratterizzato in primo luogo da una pluralità di “prodotti” in quanto ciascuna opera può essere considerata un *unicum* anche in rapporto alla mera produzione dello specifico artista tanto da farla “preferire” rispetto ad un'altra per soggetto, anno di riferimento, dimensione, ecc.<sup>1</sup>; ma anche per segmenti o tipologie di discipline “artistiche”. Le principali categorie (che già in un'ottica di investimento possono essere definite come *artistic asset class*) attualmente oggetto di specifici segmenti di negoziazione sono: arte visiva antica, arte visiva moderna (che può essere distinta a sua volta dalla cosiddetta sezione *masterpieces*), arte contemporanea (intesa come post-war), art pre-colombiana, fotografia, scultura.<sup>2</sup>

Questo implica che definire il trend per il mercato artistico impone di dover tener conto di una pluralità di fattori fra loro disomogenei in quanto si hanno prodotti unici per ciascuna delle asset class differenti.

Non è possibile, quindi, definire un trend “aggregato” per il mercato dell'arte nel suo insieme ma occorre, piuttosto, identificare, per ciascun periodo, quali fattori emergano all'attenzione come peculiari di un fenomeno di investimento.

## 2.2 Le performance più significative per l'evoluzione del mercato

Negli ultimi dieci anni la crisi economica e l'instabilità derivata dal fenomeno della globalizzazione, hanno contribuito ad un aumento dell'interesse verso i beni d'arte che tra le asset class hanno e rappresentano i cosiddetti *investment of passion* (Campbell, 2007). Come a dire che il “piacere estetico” è stato rivalutato quale interesse positivo rispetto all'incertezza di mercato e agli interessi finanziari negativi. Tuttavia è inevitabile sottolineare come il grado di interrelazione tra i due mercati sia elevato, anche semplicemente per la disponibilità di liquidità che il mercato finanziario può generare e quindi convogliare sul mercato dell'arte.

---

1 Altre variabili, inoltre, possono incidere nella valutazione e valorizzazione quali, ad esempio, i “precedenti” proprietari dell'opera (se, ad esempio, proveniente da collezioni prestigiose) e, non certo di secondaria importanza, lo stato di conservazione.

2 Ci sono, come noto, altri settori che rientrano nei circuiti genericamente definibili di collezionismo quali: libri antichi, stampe e incisioni, vini, fashion vintage, memorabilia, ecc. Si vedrà però che, almeno per il momento l'attenzione da parte del mercato degli investitori privati e degli Art Fund è focalizzata sui segmenti specificamente riferiti ad opere d'arte visiva.

Ad oggi, il comparto dell'arte contemporanea (intesa come *post war and contemporary art*) si configura come egemone e traino del mercato dell'arte a livello globale: questo particolare segmento risulta essere il più denso, in termini di volumi di vendita, oltre che il più redditizio, anche considerando gli artisti dei cosiddetti mercati emergenti (la Cina primo fra tutti). È anche necessariamente il più volatile, perché la mancanza di consolidamento storico lo rende maggiormente soggetto a movimenti oscillatori e speculativi.

I prezzi dell'arte contemporanea dal 2001 al 2007 hanno conosciuto una crescita del +152%. Il crollo finanziario del 2008 ha investito anche il mercato dell'arte: ciò nonostante, nello stesso giorno del crollo di *Lehman Brothers*, da Sotheby's *Beautiful inside my head forever* di Damien Hirst riesce a stabilire un nuovo record di 95,5 mln di sterline generate da un unico artista vivente e, ancora Sotheby's, sempre puntando su Hirst, riesce a chiudere le aste del secondo semestre con un fatturato di 3,3 mld di dollari (Artprice, 2008).<sup>3</sup> L'effetto negativo si fa sentire a "strascico" nel 2009 anno in cui è proprio questo comparto a registrare una battuta d'arresto con un 77% di aggiudicazioni in meno e un rallentamento nel cosiddetto segmento *haut de gamme* - ossia di opere cedute per oltre 1mln di dollari - in particolare, proprio per gli artisti considerati più speculativi (Damien Hirst ancora e Jeff Koons fra tutti) (Artprice, 2009).

Il mercato dell'arte però registra un'accelerazione superiore al mercato finanziario nell'uscire dalla crisi già a partire dalla seconda metà del 2009 con un trend continuato nel 2010 e 2011. Il risultato di questo recupero, al di là dell'apprezzamento delle opere che sono offerte, va riconosciuto all'azione congiunta di due fattori molto importanti. Il primo è riferito alla trasformazione tecnologica che proprio negli anni 2009/2010 ha permesso di creare un circuito, soprattutto informativo, globalmente integrato (Christie's, 2011) al punto che, ormai, praticamente tutte le case d'asta offrono la possibilità di partecipare direttamente online alle contrattazioni – alcune anche prevedendo la possibilità di seguire e, di conseguenza, partecipare in video alle chiamate – e di conoscere in tempo reale i prezzi di aggiudicazione.<sup>4</sup> La seconda è, invece, da attribuirsi all'ingresso della Cina come acquirente e produttore di arte al punto tale che proprio nel 2010 la Cina supera Stati Uniti e Regno Unito nelle aste (Artprice, 2010).

È il mercato del Sud est asiatico che spinge in alto sia le quotazioni sia le transazioni del mercato dell'arte, al contrario della crisi che incide ancora sul

3 Tuttavia l'inventuro di quell'anno raggiunge i livelli record del 43%, livelli anche dovuti alla fissazione, da parte di venditori e case d'asta, prezzi di riserva troppo alti.

4 Secondo Christie's le aste online tra il 2010 e il 2011 sono aumentate del 29%.

mercato azionario nel 2011 (Kräussl, Logher, 2008; Kräussl, 2014).<sup>5</sup>

Negli anni successivi gli indicatori principali evidenziano il consolidamento della *haut de gamme* sempre prevalentemente rappresentato dal segmento arte contemporanea (Artprice, 2012)<sup>6</sup> e la distribuzione quasi a macchia di leopardo di nuovi poli di riferimento: Brasile e Dubai nel 2012 e il mercato russo che si affaccia “prepotentemente” nel 2013 (Artassure, 2013).

Nel 2014 si assiste ad una forte ripresa del mercato occidentale, sempre per le opere di fascia alta (+26% rispetto al 2013) e a un relativo consolidamento del mercato asiatico. Il mercato di fascia alta, come intuibile, conferisce prestigio alle case d'aste che ne presentano le relative opere e parimenti produce un effetto di richiamo anche per le vendite di segmenti più bassi, al punto tale che il segmento di investimenti in arte che viene definito conveniente (*affordable* genericamente sotto i 5,000 dollari) mostra un vero e proprio exploit con un incremento del 33%. Se certamente, nell'evidenziare una relazione tra l'andamento delle diverse fasce di interesse, sono ravvisabili i principi della *sentiment analysis* applicabili al mercato della finanza (Bank, Brustbauer, 2014; Fandella, 2017)) e modulabili anche per il mercato dell'arte per cui la vendita eccezionale di un'opera di un artista può sviluppare l'interesse per la ricerca di opere minori (multipli compresi, come nel caso delle opere di Wharol), il consolidamento dell'effetto di “derivazione” deve essere attribuito anche alla facilità con la quale i medio-piccoli collezionisti-investitori possono ora accedere al mercato dell'arte attraverso lo sviluppo delle offerte on-line (Mc Andrew, 2015).

Nel 2015, ancora una volta e dopo il 2011, il mercato dell'arte si contrae a livello globale ma escludendo dall'impatto negativo il mercato occidentale (Artprice, 2016)<sup>7</sup> che oltre al crescente sviluppo dei sistemi on-line è ravvivato dalla creazione di nuove collezioni museali in tutto il mondo<sup>8</sup> soprattutto dedicate all'arte contemporanea, collezioni che rafforzano il ruolo di egemonia e traino del mercato complessivo e la relazione di integrazione tra processo di valorizzazione museale e valorizzazione di mercato.

Analogo fenomeno si verifica anche nell'anno successivo, nonostante l'incertezza sugli altri mercati economici: l'arte contemporanea durante il 2016 realizza il terzo miglior risultato dal 2001 (Artprice, 2017) e prosegue il trend

---

5 Questo trend in realtà era già iniziato nei singoli paesi emergenti, rispetto alla precedente crisi del 2008 (Artprice, 2009).

6 Nel decennio 2002 – 2012, i risultati evidenziano una crescita del +305% in termini di ricavi e del + 144% in termini di lotti venduti.

7 Gli Stati Uniti riacquistano il primato dopo cinque anni dominati dalla Cina.

8 In particolare, Usa, Europa. Medio e Estremo Oriente. Solo nel 2017 aprono la Fondazione Louis Vuitton, ad opera dell'architetto Frank Gehry e il National Museum of Qatar ideato da Jean Nouvel.

positivo anche nelle prime aste del 2017 a consolidare il comparto del contemporaneo moderno e l'interesse verso giovani artisti purché esposti in collezioni museali (Gerlis, 2017; Reyburn, 2017).

Questo ulteriore risultato consente di poter affermare non solo che l'investimento in arte è considerato un asset class a tutti gli effetti, ma anche che il segmento d'arte contemporanea nel suo complesso ha raggiunto un grado di maturità tale da poter evidenziare un trend stabilizzante con una progressione lineare del valore medio per opera, che determina un incremento medio annuale pari al + 4,9% (Artprice, 2016)<sup>9</sup>.

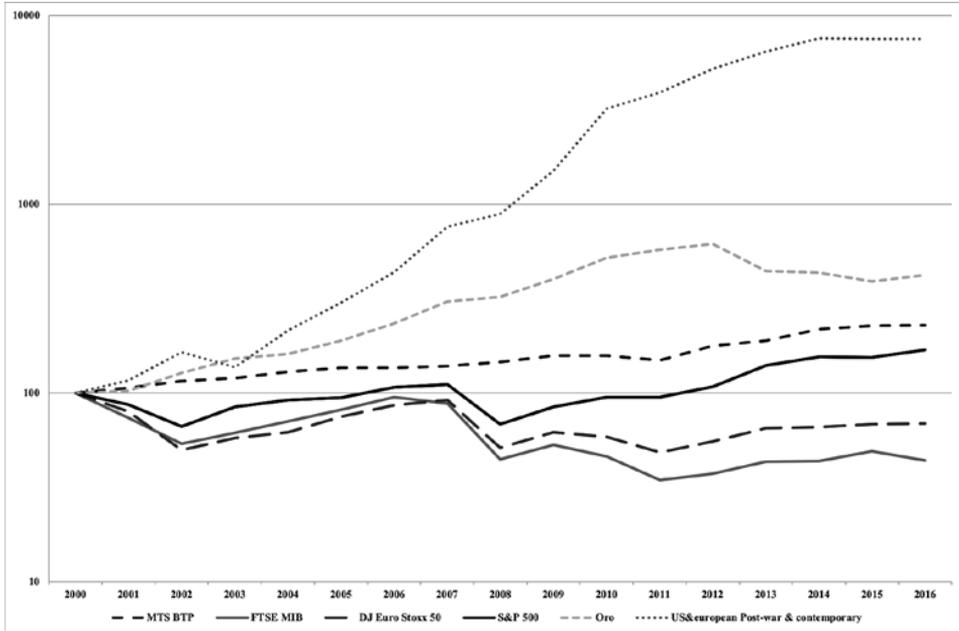
Pur considerando la difformità dei prodotti e dei relativi indicatori e la pluralità degli stessi prodotti artistici, nella tabella qui di seguito riportata (Figura 1) si propone un confronto con alcuni degli indicatori di mercato finanziario che possono essere considerati come benchmark di riferimento verso una propensione all'investimento artistico.

L'evidenza con la quale il mercato dell'arte contemporanea si contrappone al contesto finanziario, almeno per tutto l'arco temporale considerato, sembra non lasciare dubbi sulla opportunità di considerare l'investimento artistico come un prodotto che può essere inserito a tutti gli effetti nelle strategie di differenziazione dei portafogli.

---

9 Per le opere acquistate oltre la soglia dei 20.000 dollari, l'incremento medio del valore su base annuale, raggiunge il + 9%. La possibilità di individuare un trend medio di crescita dei prezzi è sicuramente da interpretarsi come un indicatore di consolidamento del mercato a livello aggregato (alta e media gamma), ma la distinzione dei due trend dimostra anche che oltre ai picchi (di Jean-michel Basquiat, Christopher Wool e Jeff Koons in particolare) il mercato si "consolida" alla base e cioè fondandosi su opere accessibili (meno di 5000\$) che rappresentano il 69% delle opere vendute.

**Figura 1** - Confronto tra indicatori finanziari e andamento del mercato dell'arte post-war e contemporanea nei mercati statunitensi e europei.



Fonte: nostra elaborazione dati Bloomberg per gli indicatori finanziari: dati rapporto *Art&Finance Report 2016* Deloitte&ArtTactic e dati aggregati Christie's e Sotheby's per il 2016

### 3. I requisiti strutturali del mercato dell'arte *versus* i requisiti del mercato finanziario

Partendo dal dato di fatto però che i “prodotti” rappresentativi del mercato dell'arte rispetto ai mercati finanziari, non sono confrontabili, per poter verificare le condizioni alle quali un'opera d'arte può essere acquistata, valutata e smobilizzata al fine di ottimizzare una determinata performance di investimento, occorre evidenziare in primo luogo quali sono i requisiti che caratterizzano il mercato dell'arte come mercato di investimento comparabile rispetto al mercato finanziario e, quindi, se vi siano i presupposti oggettivi perché un intermediario istituzionale, quale è la natura dell'Art fund, vi possa operare.

Le variabili che misurano l'efficienza in termini di potenzialità operativa di

un mercato finanziario, rappresentano altresì i requisiti oggettivi che caratterizzano la struttura di un mercato finanziario e definiscono (Fusconi, 1999):

- il livello di continuità e densità degli scambi;
- l'oggettività nella determinazione dei prezzi;
- la tipicità nella tipologia dei contratti;
- la disponibilità delle informazioni e la standardizzazione delle stesse;
- le condizioni di clearing e di settlement;
- la trasferibilità delle attività;
- i costi di transazione e le condizioni di fiscalità.

L'applicazione di questi requisiti a misurare il grado di efficienza operativa del mercato dell'arte implica in primo luogo il dover sottolineare che il mercato dell'arte non è regolamentato, ossia non prevede organismi e quindi processi di regolamentazione che definiscono circuiti omogenei di negoziazione, ma si è evoluto e si evolve sulla base di un processo di auto-strutturazione (o aggregazione) tra soggetti-intermediari che vi operano a diverso titolo.

Pertanto, quanto più è elevato il numero di soggetti disposti ad attivare processi omogenei (on-line) di offerta di opere (proposte dalle case d'asta) e di informazioni (fornite dalle banche dati specializzate) e quanto più elevato è il numero di offerte (numero di aste) con le quali viene sollecitata la domanda, la funzione di offerta diventa da discreta a continua e il mercato può essere considerato trasparente.

Questa evoluzione, grazie al processo tecnologico, ha caratterizzato il mercato dell'arte dal 2009/2010 e ne ha consentito l'elevata crescita come circuito omogeneo - in cui sono attive attualmente più di 350 case d'asta appartenenti a 23 paesi differenti - (Korteweg, Kräussl, Verijmeren, 2016; Deloitte, Art-Tactit, 2016)<sup>10</sup> e altresì "libero" nell'accesso per le diverse categorie di operatori.<sup>11</sup> Perciò è possibile ritenere che i requisiti inerenti al livello di continuità e densità degli scambi e all'oggettività nella determinazione dei prezzi possano essere garantiti in termini operativi dalla struttura che il mercato offre nel suo complesso aggregato.

Ci si deve, però, rifare sempre allo sviluppo della funzione di domanda per misurare il grado di effettiva densità degli scambi.<sup>12</sup> Un'ulteriore specifica

---

10 Oggi, è possibile partecipare per ogni asta "in sala", al telefono o *bi-live* on line senza alcun limite di operatività.

11 Collezionisti privati, operatori professionali, istituzioni museali, etc.

12 La percentuale di invenduto in un'asta rappresenta sempre un indicatore rilevante non solo della qualità delle opere proposte ma anche del sentiment degli investitori nell'investire nel mercato dell'arte.

valutazione deve essere fatta con riferimento al grado di liquidità degli investimenti. È chiaro che questa variabile non può essere considerata come indicatore di mercato in generale in quanto riferibile esclusivamente al singolo autore e addirittura alla singola opera (Mamarbachi, Day, Favato, 2008). Si è assistito, però, in questi anni a forme di implementazione del grado di liquidità “indotta” dagli stessi intermediari, attraverso l’assunzione da parte delle case d’asta della cosiddetta “garanzia del prezzo di riserva” per il venditore, ossia della garanzia del prezzo minimo a cui il venditore è disposto a vendere, con conseguente impegno da parte della casa d’aste stessa ad acquistare direttamente l’opera al prezzo di riserva pattuito, in caso di mancato interesse da parte del mercato (Reyburn, 2017).<sup>13</sup> L’assunzione di questa clausola nel mandato a vendere a favore del proprietario dell’opera, se da un lato viene utilizzata come un meccanismo per attrarre, e quindi indurre a vendere, i possessori dei cosiddetti *masterpieces* con un arricchimento del catalogo di offerta e del prestigio della casa d’aste stessa che lo presenta, implica però che l’intermediario sia tenuto a svolgere un ruolo di market maker finanziariamente in grado di gestire le conseguenze dell’eventuale attivazione della garanzia e cioè di trovarsi di fatto proprietario dell’opera pagata al prezzo di riserva, opera che non è stata oggetto di interesse da parte del mercato. La tipicità nella tipologia dei contratti è un requisito che si può considerare fisiologico a questo mercato in quanto per ciascuna opera in offerta è possibile solo inoltrare proposte di acquisto.

Un’analisi più ampia riguarda, invece, il requisito relativo alla disponibilità delle informazioni e alla standardizzazione delle stesse. Si potrebbe osservare in generale, che, al pari delle transazioni, le stesse informazioni sono disponibili online: senza alcun costo aggiuntivo per quanto riguarda le informazioni messe a disposizione da parte delle singole case d’asta (comprese quelle relative ai prezzi di inizio delle *bid* e di aggiudicazione), con costi differenziati in relazione ai diversi gradi di accesso informativo richiesto, per quando concerne i servizi offerti dalle rispettive banche dati specificamente dedicate al settore.<sup>14</sup>

L’aspetto più critico attiene alla natura delle informazioni. Per quelle relative al *trading*, alle aggiudicazioni avvenute – informazioni pubblicate dalle stesse case d’asta e/o rese disponibili ed elaborate in sintesi dalle società di banche dati – non si pone il problema dell’attendibilità in quanto derivate direttamente dal mercato e, quindi, disponibili per ogni relativa interpretazione, anche grazie alla elaborazione di specifici indici di performance (Cha-

13 Sotheby’s ha continuato in questa politica anche nelle prime aste del 2017.

14 Fra tutte, si ricorda Artprice, società fondata nel 1987 e quotata presso Euronext Paris; Artnet, fondata nel 1990 e quotata dal 2007 nel circuito Prime Standard del Frankfurt Stock Exchange; Arsvalue fondata nel 2000 e ArtTactic nel 2001.

nel, Gérard-Veret, Ginsburgh 1996; Mei, Moses, 2002; Ashenfeter, Graddy, 2003).<sup>15</sup> Diverso è l'approccio valutativo con il quale si deve affrontare il discorso per le informazioni che "accompagnano" una determinata opera sul mercato, in quanto non standardizzabili. Il processo di valutazione informativa diventa essenziale e peculiare per ciascuna opera e deve concernere tre aspetti fondamentali: autenticità, provenienza, stato di conservazione. Inoltre, non essendoci alcun vincolo di controllo o autocontrollo nel mercato delle offerte e dei partecipanti stessi al mercato, la decisione di acquisto non può essere demandata ad una mera presa d'atto delle informazioni fornite dal soggetto proponente, ma deve fondarsi su un riscontro oggettivo della documentazione nonché sulla visione diretta dell'opera da parte del potenziale acquirente, almeno ove possibile e non limitata dall'accesso esclusivo dell'offerta on-line.

È interessante notare che per far fronte in particolare al problema dell'autenticità delle opere e alla legittima provenienza, il mercato (Deloitte-Art-Tactit, 2016) sembra ancora una volta ricercare soluzioni "interne" basate sull'utilizzo di sistemi cosiddetti *blockchain*<sup>16</sup> e cioè sistemi che registrano, archiviano e certificano tutte le transazioni che avvengono nella rete, eliminando in definitiva la necessità dell'intervento di terze parti, con conseguente semplificazione, abbattimento di costi e diffusione in rete di informazioni sicure; o, in alternativa, riconoscere il ruolo di uno o più organismi esterni – non-profit – quali garanti del riscontro identificativo di ciascuna opera.<sup>17</sup>

Gli esiti dell'accertamento in merito alla provenienza<sup>18</sup> e allo stato di conservazione incidono direttamente sul requisito relativo al grado di trasferibilità delle opere. Questo particolare requisito separa in termini di differenziazione il mercato dell'arte dal mercato finanziario, in generale, gravando l'investimento artistico di costi di trasferimento e di relativo stoccaggio e conservazione.

In merito alle procedure di clearing e settlement, invece, il riscontro tra i due mercati evidenzia un elevato grado di omogeneità in quanto anche le transazioni in arte prevedono una sorta di cash settlement che precede e determina la consegna e il ritiro dell'opera. Più complessa, infine, è la valutazione

---

15 A titolo di completezza, le tipologie di indici relativi al mercato dell'arte, pur tenendo conto della difficile omogeneizzazione dei "prodotti" rappresentati riflettono i seguenti metodi di misurazione: 1. *del testimone privilegiato* (Sotheby's Art Index); 2. *delle vendite ripetute* (Mei, Moses, 2001); 3. *del dipinto medio* (Stein, 1977); 4. *del rapporto prezzo-stima* (proposto da Candela e Scoru, 1994) 5. *del prezzo endonico* (Anderson, 1974; Frey e Pommerehne, 1989; Chanel, Gérard-Varet e Ginsburgh, 1996).

16 Come quello fornito da Verisart. Cfr. Verisart.com

17 Si fa riferimento all'azione di identificazione e autenticazione delle opere, svolta da i2M Standards, un'istituzione non-profit il cui centro operativo è presso la State University di New York, Albany.

18 Non solo in termini di legittimità ma anche di libera trasferibilità in riferimento a vincoli di tutela patrimoniale che i vari paesi possono prevedere (tutela che vincola il mercato dei reperti archeologici e delle opere antiche).

dell'incidenza dei costi di transazione e delle condizioni di fiscalità in termini di comparazione con un investimento finanziario: l'incidenza in termini percentuali sfavorisce un asset di tipo artistico<sup>19</sup>. Tuttavia le condizioni e le incidenze delle imposizioni fiscali sono dichiarate pubblicamente nelle “condizioni di vendita” e, da questo punto di vista, quindi vengono rispettati i requisiti di oggettività per garantire l'efficacia della struttura operativa del mercato.

#### **4. I fondi d'arte come strumenti di canalizzazione del portafoglio di investimento verso i mercati d'arte**

In considerazione dello sviluppo complessivo del mercato dell'arte, la possibilità che si costituiscano e si apprezzino forme di investimento in arte per così dire “accentrato” e gestito attraverso figure di intermediazione “istituzionale”, diventa non solo reale, ma anche attraente per investitori non specificamente o singolarmente propensi a diversificare il proprio portafoglio interessandosi ad opere d'arte.

Le forme di gestione accentrata o cumulata di patrimoni che investono in opere d'arte possono individuare due tipologie di strumenti: il trust e il fondo.

Lo strumento del Trust risponde pienamente (Lupoi, 2016) al criterio di massima flessibilità discrezionale per la valorizzazione del patrimonio, ovviamente secondo il mandato del o dei disponente/i (*settlor*), non essendoci vincoli istituzionali *ex lege* che impongano criteri di diversificazione. Pur tuttavia rimane uno strumento finalizzato alla conservazione delle opere nel patrimonio stesso e, quindi, a effettuare investimenti atti ad implementare il patrimonio artistico secondo le volontà espresse dagli stessi soggetti disponenti. Ne sono esempio i principali musei internazionali europei e statunitensi sia pubblici sia privati<sup>20</sup> e dal 2012 la forte presenza sul mercato artistico del Chinese Art Investment Trust, che già nello stesso anno, raggiungono quota 969

---

19 Nel mercato italiano, le commissioni di aggiudicazioni partono da percentuali pari al 20 – 24% sul prezzo battuto (*under the hammer*) comprensivi di IVA (salvo casi, specificamente segnalati sul catalogo, per mandante soggetto a IVA e per beni in temporanea importazione, per cui sarà calcolata l'IVA anche sul prezzo di aggiudicazione). Il 9 aprile 2006 è entrato in vigore il Decreto Legislativo 13 febbraio 2006, n. 118, che in attuazione della Direttiva 2001/84/CE, ha introdotto nell'ordinamento giuridico italiano il diritto degli autori di opere d'arte e di manoscritti, e ai loro aventi causa, a un compenso sul prezzo di ogni vendita dell'originale successiva alla prima (c.d. “diritto di seguito”). Il diritto di seguito è determinato in percentuale decrescente sul prezzo di vendita (con una percentuale minima pari al 4% e un ammontare massimo pari a 12.500,00 euro), è a carico della parte venditrice e deve essere versato da parte della Casa d'Aste – in quanto mandataria - alla Società italiana degli autori ed editori (SIAE). Cfr. Le condizioni di vendita, pubblicate su ogni catalogo d'asta..

20 Prima fra tutti la National Gallery in Gran Bretagna.

milioni di dollari in gestione (Deloitte, ArtTactit, 2013)<sup>21</sup> e il cui obiettivo di investimento è quello di “recuperare” nel mondo oggetti/opere d’arte originali al fine di arricchire o, letteralmente, riempire le collezioni museali nazionali

Diverso, in quanto strumento orientato esclusivamente alla valorizzazione della performance del patrimonio gestito, è il ruolo associabile genericamente alla gestione di un fondo, e quindi anche quando il suo patrimonio risulta essere investito in opere d’arte. I fondi d’arte, infatti, vengono costituiti, e come tali devono essere intesi e valutati, come fondi a tutti gli effetti il cui patrimonio viene investito in “prodotti” artistici.

#### *4.1 Il mercato internazionale dei Fondi Arte: caratteristiche delle esperienze attuate*

Per consentire di evidenziare come una struttura di un fondo può essere applicata ad una tipologia di gestione di opere d’arte, è utile, in prima istanza, individuare quale sia l’attuale “presenza” dei fondi d’arte (in appendice, la Tabella 2 comprensiva di tutte le caratteristiche).

Il quadro prospettato dalla mappatura delle esperienze fino ad ora effettuate nel mercato internazionale, non consente certamente di identificare lo sviluppo di un ruolo crescente e/o definito di questa tipologia di “veicolo istituzionale”. Si potrebbe addirittura osservare che a un mercato stimolante da un punto di vista delle performance e altresì dinamico nell’autodefinirsi strutturalmente, incrementando proprio quegli aspetti di “debolezza” che possono inficiare la negoziabilità di un prodotto che, comunque, nasce e rimane un *unicum* nella sua autenticità, sia venuta meno la capacità di perfezionare il processo di “simbiosi” con il mercato finanziario proprio attraverso l’ideazione di strumenti di gestione accentrata nell’investimento in arte, quali gli art fund si definiscono. Oppure, parimenti, che al mercato finanziario sia mancata la propensione progettuale ad offrire una diversificazione all’investimento nell’ambito dei servizi di *wealth management* attraverso prodotti finanziari la cui valutazione si basa su un portafoglio di opere d’arte, pur essendo i primi fondi (The Art Fund I e II) emanazione diretta di una struttura finanziaria quale la ABN-Ambro.

---

21 Dati aggiornati al 2012. Deloitte ha stimato che su 83 trusts e fondi d’arte attivi, 53 avevano sede in Cina.

A sostegno di queste osservazioni, il quadro di sintesi delle informazioni che identificano i diversi fondi, sembra non lasciare possibilità di individuarne una tendenza evolutiva o quantomeno un'analisi di performance.

Dal punto di vista della tempistica di costituzione degli artfund si può notare che il processo tecnologico che ha caratterizzato a partire dal 2009/2010 il mercato delle aste, non ha invece prodotto la medesima azione di sviluppo nel settore dei fondi dedicati. È vero che nel 2010 si costituiscono “ben” 5 fondi, ma gli anni successivi non convalidano nessuna indicazione tendenziale se non, ancora, una massima frammentarietà del settore (2 fondi costituiti nel 2011, 3, nel 2012, 1 rispettivamente nel 2014 e nel 2016).

Anche la distribuzione geografica traccia una “mappa” dispersiva: 5 fondi presenti nel mercato britannico e sulla piazza lussemburghese, 3 statunitensi, altri strutturati anche in mercati off-shore (Gibilterra, Malta, Isole Cayman).

Da un punto di vista patrimoniale, le informazioni attualmente a disposizione,<sup>22</sup> evidenziano gestioni di nicchia come indicato dai dati del capitale investito nella Tabella 1 di seguito riportata, ad eccezione del fondo Sobranie photo effect Fund, e non consentono altresì di verificare il raggiungimento di effettivi risultati di performance in quanto i fondi non sono quotati e solo 5<sup>23</sup> di essi sono stati ad oggi chiusi.

**Tabella 1** - Fondi d'arte e relativo Capitale investito (Mln)

Fondo d'Arte	Capitale Investito
The Chinese Fine art Fund	\$ 10
Pinacotheca	€ 25
Art Funds 21	€ 0,331
The Middle Eastern Fine art Funds	\$ 25
Fondo Scudo Arte Moderna	€ 4,5
Fine Art Invest Fund	CHF 16
Sobranie photo Effect Fund	\$ 467
Tiroche Deleon Collection	\$ 22
Beremberg Art Capital Fund	€ 50
DayStar Art Fund	\$ 60
Modern Art Fund	\$ 19,9

*Fonte:* Nostra elaborazione in base ai dati autorizzativi delle Società di Gestione Fondi e relativi Fondi a livello internazionale.

22 Informazioni raccolte anche attraverso contatti diretti con i referenti delle singole gestioni.

23 PINACOTHECA, Artemundi Global Fund, BGA Private Equity Investment Fund, Twentieth Century Masters Collection e Modern Art Fund

Si può presumere, tuttavia, che i 3 fondi attivi sull'arte contemporanea abbiamo realizzato performance positive rispetto se non altro al *timing* di costituzione: l'arte contemporanea brasiliana nella quale ha investito il BGA Private equity Investment Fund, dal 2011 – anno di costituzione – al 2016 - anno di scioglimento del fondo – si è rivalutata del 31.2%; nell'intervallo temporale di attività del Twentieth Century Master Collection (2012 – 2015) i dati riportati nella tabella precedente, seppur aggregati tra aste americane e occidentali, dimostrano un incremento cumulato del 40.9% e, così anche il Modern Art Fund, dall'inizio dell'attività nel 2009 fino alla presunta data di smobilizzo (fissata indicativamente tra il 2016 e il 2017) può aver beneficiato dell'andamento positivo del comparto *post-war & contemporary* a tutti gli effetti, come si è visto, il più dinamico.

È possibile, invece, riscontrare omogeneità di tendenza nell'individuazione del portafoglio di gestione: i fondi dichiarano come segmento-obiettivo l'investimento in arte contemporanea. Fanno eccezione i casi individuabili nei The Fine Art Fund (I, II e III) e di Artemundi, i cui obiettivi di investimento “spaziano” nell'intero mercato artistico senza vincoli di selezione temporale, e nel caso dei The Fine Art anche di tipologie differenti di settori artistici; le strategie di investimento dichiarate implicano, per essere effettivamente attuate, necessariamente l'esistenza di un “patrimonio diversificato” prima di tutto in termini di competenze professionali, oltre che di mezzi finanziari.<sup>24</sup>

Se è possibile individuare un'ipotesi di performance positiva rappresentata dall'esistenza in ciascun patrimonio di gestione della strategia rivolta al contemporaneo, tale investimento risulta effettivamente essere la variabile – l'unica variabile – in linea con le tendenze del mercato e, soprattutto, come si è evidenziato in precedenza, con l'individuazione da parte del mercato stesso del comparto più dinamico per propensione degli investitori.

Questo consente di ritenere che il mercato dell'arte e degli Art Fund si configura, allo stato attuale, un mercato in cui la propensione del rischio è elevata nel senso della disponibilità a “scommettere” sulla realizzazione futura dell'artista (Zampetti, 2007).

---

24 Ideatore dei fondi Fine Art è Phillip Hoffman, già Direttore Finanziario e poi Vice Direttore di Christie's Europa.

#### *4.2 I fondi d'arte quali strumenti di investimento alternativo di mercato. Un'analisi degli effetti positivi e delle variabili di criticità*

Considerate le realtà che si sono dedicate fino ad ora a utilizzare questo veicolo, inteso quale strumento “ponte” tra mercato finanziario e mercato dell'arte, per sviluppare un modello di investimento sistematico verso la produzione artistica, è evidente che un tentativo di applicazione *tout court* non sembra essere idoneo ad essere recepito persino dai potenziali soggetti investitori e/o appassionati in arte.

Occorre, pertanto individuare quali siano le variabili peculiari e gli elementi di criticità che rispetto alla struttura “tradizionale” di un fondo finanziariamente attivo, debbano essere modulate per la fattispecie di riferimento.

##### *4.2.1 Tipologia di costituzione e determinazione del valore del patrimonio netto del fondo nelle diverse fasi di attività*

In primo luogo, e confermando in questo le esperienze che il mercato fino ad ora ha sviluppato, la struttura di un Art Fund non può che corrispondere a un investimento in forma chiusa per capitale e durata (*closed-end*). Questa forma consente in primis luogo al gestore di disporre di un patrimonio certo e determinato alla conclusione del periodo di raccolta e quindi idoneo a sostenere le scelte di investimento che corrispondono alle opere nelle quali si vuole investire. Secondariamente facilita la possibilità di perseguire un processo effettivo di valorizzazione delle opere in portafoglio, essendo soggetto a smobilizzi determinati solo da prese di benefici per una particolare attrattività da parte del mercato per una specifica opera e non da richieste di rimborso delle quote.

La “formula” chiusa con riferimento al binomio “capitale/orizzonte temporale di investimento”, implica però due possibili varianti rispetto ad un'applicazione fissa nella determinazione dei due valori.

In relazione alla tempistica per la costituzione del patrimonio iniziale, è possibile prevedere che ci siano sottoscrizioni di quote in tempi successivi: tale possibilità non sarebbe continua, ma realizzabile in periodi specificamente predefiniti, come risposta ad un apprezzamento del fondo da parte dei potenziali investitori.

La questione, inevitabile, sull'effettivo valore di realizzo all'atto dello scioglimento del fondo, rispetto a quote sottoscritte in tempi differenti, sarebbe risolta attraverso la valorizzazione temporale dell'investimento pro-quota non

tanto al momento di ingresso (in quanto le opere potrebbero non avere una valorizzazione nel continuo, come per uno strumento finanziario), ma piuttosto allo scioglimento del fondo, applicando quindi una sorta di NAV *ex post*.

Più complessa, invece, la determinazione della durata del fondo e del relativo periodo di smobilizzo del patrimonio. La variabile temporale rappresenta una variabile strategica nel processo di investimento in quanto presuppone la valutazione dell'orizzonte di valorizzazione delle opere, ossia dell'intervallo temporale ottimale perché le singole opere possedute possano incrementare il loro valore di mercato. L'esplicitazione dell'intervallo di gestione del patrimonio è anche una variabile fondamentale per la valutazione dell'interesse alla sottoscrizione della quota da parte del potenziale investitore.

Tuttavia, alla scadenza, il fondo che, ovviamente, prevede la vendita delle opere in (o ancora in) portafoglio, deve necessariamente considerare il cosiddetto *sentiment* del mercato sul/sugli artista/i, con il rischio di trovarsi, in un'ipotesi di smobilizzo per così dire "automatico", a realizzare dei risultati penalizzanti rispetto allo sforzo di investimento sostenuto negli anni di attività. Il problema è quindi quello di introdurre una variante di flessibilità temporale per la fase di smobilizzo al fine di consentire di ottimizzare il timing di realizzo. Questa variabile sarebbe fisiologica se applicata ad una realtà finanziaria; certamente è, invece, più complessa da considerare rispetto a un mercato che, come si è evidenziato in precedenza, costituisce le proprie caratteristiche in tema di continuità e liquidità per "aggregazione" di *n* soggetti offerenti (le case d'asta, per l'appunto).

L'introduzione di una variabile/clausola che preveda la possibilità di rinvio del periodo di risoluzione del fondo deve anche conciliarsi con le aspettative del *timing* dei sottoscrittori delle quote e quindi essere delimitata per parametri e intervalli di variazione comunque definiti perché possa essere "inclusa" nella determinazione del valore della quota, sia al momento della sottoscrizione sia anche prima dello scioglimento stesso del fondo qualora si intenda vendere le quote nel mercato secondario. Una prima ipotesi potrebbe essere quella di prevedere nel regolamento del fondo che la durata possa essere prorogata, stabilendo già *ex ante* l'intervallo "aggiuntivo"<sup>25</sup> fissato per la liquidazione definitiva ma lasciando all'organismo di gestione la determinazione ultima del *timing* in cui effettivamente liquidare le singole opere (cumulativamente o anche a tempi differenziati, sempre in relazione alla situazione del mercato).

Questo vorrebbe dire che il periodo di investimento, da considerare *ex*

---

25 Una clausola di deroga affine a quella prevista per i fondi immobiliari chiusi.

*ante*, per il potenziale investitore delle quote del fondo, dovrebbe essere l'intervallo comprensivo del *timing* finale "aggiuntivo" e che l'investitore possa conoscere solo *ex post* quale sia stato l'effettivo periodo temporale del proprio impiego finanziario.

Una seconda ipotesi di soluzione può prevedere la possibilità di introdurre *extra-timing* di liquidazione, prestabiliti a priori e per ciascuno dei quali l'effettiva liquidazione può essere scelta dall'investitore.

Più specificamente, il fondo può prevedere di prolungare la durata "concedendo" ad ogni quota una sorta di opzione *floor* con scadenze, per ciascuna opzione del "grappolo" a *timing* intermedi prestabiliti a priori. *Floor* che attiva la possibilità per il singolo investitore di decidere se uscire – richiedere la liquidazione – a un determinato *timing* o di mantenere l'investimento nel periodo prolungato.<sup>26</sup>

Questa alternativa elimina il rischio di indefinitezza nel *timing* effettivo e lascia all'investitore la scelta della effettiva scadenza di liquidazione.

Pone, però, una problematica da valutare secondo una duplice prospettiva: quale è il prezzo di esercizio fissato per ciascuna opzione *floor*? Come fa il fondo a predisporre la liquidità in caso di esercizio – e quindi di richiesta di smobilizzo – da parte dell'investitore?

Il *floor* scatta dal periodo di scadenza originario del fondo e prevede l'esercizio delle singole opzioni "del grappolo" per *timing* predefiniti. Se, ad esempio, il periodo massimo di flessibilità richiesto per la liquidazione fosse pari a quello di investimento iniziale (la durata di un fondo chiuso si stima in media di 10 anni), il *timing* delle opzioni potrebbe essere fissato alla fine di ciascun anno degli "aggiuntivi". Perciò, rispetto a una scadenza iniziale di 10 anni, con un *timing* di prolungamento pari a ulteriori 10 anni, ipotizzando che ciascuna opzione del *floor* abbia scadenza annuale, il singolo investitore potrà decidere se richiedere la liquidazione a 11 (10+1); 12; 13; ecc.

Il prezzo di esercizio relativo a ciascuna opzione può essere fissato in base al valore dell'andamento medio del segmento di riferimento (se il patrimonio del fondo è genericamente investito in uno o più segmenti) o dell'andamento medio delle opere del singolo artista trattate nel periodo di maturazione dell'opzione.<sup>27</sup>

---

26 In questo caso il periodo effettivo sarebbe determinato dal singolo investitore e non più aleatorio rispetto al periodo di prolungamento di fatto utilizzato dai gestori.

27 È preferibile ipotizzare una valutazione in base all'andamento medio anziché di tendenza (ipotizzando, ad esempio, una media calcolata sui prezzi di realizzo dell'ultimo anno, in una similitudine con il prezzo di riferimento borsistico) in quanto si intende che il prezzo di tendenza possa essere minore del medio: alternativamente, infatti, il fondo sarebbe stato direttamente liquidato.

Considerato che, comunque, alla scadenza naturale del fondo si è provveduto alla valutazione complessiva del patrimonio tenendo conto del valore del Net Asset Value del fondo, se per ogni scadenza delle opzioni il valore del patrimonio -secondo gli indicatori medi di riferimento che sono calcolati a conclusione di ciascuna asta e/o tornata d'aste - è superiore rispetto alla data del *timing* precedente all'investitore viene liquidata la quota secondo i valori di mercato, se inferiore, l'investitore può scegliere se proseguire nell'investimento o farsi comunque liquidare al valore corrente (o al NAV del patrimonio al tempo T della scadenza "iniziale" in quanto il *floor* può prevedere una sorta di clausola di *drop lock*).

Con questa strategia, in ogni caso si garantisce all'investitore la possibilità di essere liquidato, al massimo con un anno di differimento rispetto al *timing* originario della durata del fondo.<sup>28</sup>

Fissate le condizioni rispetto al *timing* e alle variabili che determinano il valore di liquidazione, occorre quindi porre l'attenzione sulle azioni che il fondo deve mettere in atto per garantire la liquidità in caso di esercizio dell'opzione da liquidarsi per scelta dell'investitore, rispetto a un valore corrente inferiore al valore di stima alla data di chiusura predeterminata del fondo (per facilità di comprensione, considerata data T). Se, infatti, la liquidazione avviene perché i valori di mercato sono superiori al valore registrato alla data T, il problema non si pone in quanto si presume che il fondo abbia di fatto attivato la liquidazione (il *timing* supplementare flessibile è stato previsto solo per ottimizzare la performance di liquidazione); se invece la liquidazione avviene su richiesta dell'investitore - prevista, come detto, quando a  $T+n$  la performance è minore del valore di stima a T - si suppone che il fondo non stia liquidando perché "aspetta" condizioni più favorevoli potendo sfruttare l'intervallo di flessibilità. Si pone allora il problema di come il fondo riesca a procurarsi la liquidità per lo smobilizzo richiesto.<sup>29</sup> Se non dispone di liquidità "propria", per uno smobilizzo parziale del patrimonio, si possono prevedere tre strategie alternative: l'offerta delle quote in prelazione agli altri investitori; l'accensione, in corrispondenza dei *timing* relativi alla struttura del *floor*, di un "corridoio" di

28 La modalità di liquidazione secondo uno schema di utilizzo e di esercizio dei *floor* può essere utilizzata anche con una sorta di automatismo nella liquidazione parziale delle quote complessive del fondo quando il patrimonio è investito in settori artistici differenziati. È ipotizzabile, infatti, che il gestore scelga di liquidare il patrimonio non in un'unica soluzione ma sfruttando gli andamenti dei singoli settori e provvedendo quindi ad una liquidazione parziale delle singole quote, in base al peso del valore dell'i settore/i smobilizzato/i. In questo caso, la natura del *floor* rimarrebbe comunque valida rispetto all'utilizzo di uno schema di rimborso parziale del capitale investito in quanto si premia la valorizzazione del segmento smobilizzato e quindi si suppone, che rispetto alla singola quota, il valore finale di liquidazione parziale sia superiore alla quota di investimento parziale iniziale.

29 Sia rispetto al valore corrente, sia al valore del patrimonio così come calcolato al tempo T e/o se sono state previste clausole di garanzia minimale (di *drop lock*),

vendita con prezzi di riserva garantiti presso le case d'asta o l'accensione di un prestito ottenuto conferendo le opere come garanzia presso istituti bancari.<sup>30</sup>

Il conferimento della suddetta garanzia potrebbe addirittura non portare al trasferimento fisico delle opere presso l'istituto bancario in quanto si suppone già conservate in un luogo adeguato a garanzia del patrimonio del fondo stesso. Combinando queste variabili si ritiene, quindi, superabile la problematica dell'ottimizzazione del timing di realizzo della performance del fondo congiuntamente alla previsione del timing effettivo di smobilizzo per l'investitore.

#### 4.2.2 Partecipazione al fondo per il potenziale investitore: le opportunità da valutare

La struttura del fondo così come delineata consente di definire quali siano le peculiarità per la partecipazione a questo tipo di investimento.

La presenza di Fondi in Arte "allarga" il mercato dei potenziali investitori in quanto se l'investitore "di riferimento", si suppone *in primis* sia appassionato di arte, ciò non esclude che chi acquista una o più quote di un fondo possa farlo semplicemente a titolo di investimento. La gestione di tipo professionale può indurre a sottoscrivere quote da parte di soggetti non necessariamente conoscitori d'arte, ma che guardano al mercato dell'arte da un punto di vista delle possibili *performance* di realizzo.

L'acquisizione di arte attraverso la gestione di un Art Fund, consente queste opportunità:

- Incremento della possibilità di entrare ad investire nella cosiddetta fascia *haut de gamme*, semplicemente perché la disponibilità di portafoglio del patrimonio del fondo è maggiore che per il singolo investitore e, quindi, di ottenere maggiori performance di realizzo, come l'analisi del *trend* dei vari segmenti ha confermato praticamente in maniera costante.<sup>31</sup>
- Diminuzione dei rischi di liquidità e aumento degli indicatori di garanzia per ciascuna opera e, di conseguenza, per ciascuna quota. Ciò in stretta connessione al punto precedente e cioè alla possibilità, attraverso una gestione accentrata, di selezionare opere di maggior pregio e con una più ampia capacità e possibilità di diversificazione e con possibili

30 Il fondo in arte può prevedere la possibilità di indebitarsi costituendo a garanzia le stesse opere e gli istituti creditizi si stanno sempre più attivando verso queste forme di servizi (denominati genericamente di *art management*) sia verso clienti privati sia, e a maggior ragione, verso la categoria di clientela istituzionale e, quindi, agli ArtFund.

31 Vedesi *ante* l'exkursus sull'andamento del mercato dell'arte presentato nel paragrafo 2

garanzie sul prezzo di riserva da parte delle casse d'asta. Se l'attivazione della garanzia del prezzo di riserva pone le case d'asta in una sorta di ruolo di *market maker* in quanto si potrebbero ritrovare l'opera nel loro patrimonio se la domanda del mercato non dovesse raggiungere quel prezzo. L'esistenza della garanzia consente specularmente di "perfezionare" da parte della gestione del fondo il binomio prezzo/timing di liquidazione, di cui si è trattato in precedenza, in quanto fissata la garanzia di riserva è noto esattamente anche il timing di liquidazione coincidente con il giorno dell'asta.<sup>32</sup>

- Aumento della capacità di selezione del "portafoglio" di investimento. La costituzione del fondo prevede – alla stregua di un fondo immobiliare – l'azione congiunta tra AIFM (Alternative Investment Fund Manager)<sup>33</sup> e Investment Advisor specializzati nei singoli settori prescelti per la strategia di investimento.<sup>34</sup> Al di là della fisiologica attribuzione dei rispettivi campi di attività, l'azione congiunta delle due "figure" consente di risolvere nel processo valutativo, di competenza primaria ovviamente degli specialisti del settore, la responsabilità legata alla *due diligence* in tema di tracciabilità della provenienza di ciascuna opera e dei relativi flussi finanziari. Un aspetto, forse, meno immediato, ma altrettanto fondamentale per la valutazione complessiva di ogni investimento artistico. La correttezza degli accertamenti rientra nella piena responsabilità dei gestori del fondo non solo nei confronti dei partecipanti, ma anche in ragione della azione di controllo che ogni attività legata a un fondo deve necessariamente rispettare.
- Ottimizzazione dei costi di negoziazione e di gestione delle opere. Come anticipato nelle osservazioni relative allo sviluppo del mercato dell'arte, in una logica di investimento, gli aspetti più puramente "estetici" devono confrontarsi con una serie di oneri che ne penalizzano l'effettiva valutazione. Si fa riferimento, in particolare, ai costi: di acquisizione (commissioni di acquisto e relativi oneri se l'opera viene battuta in asta), di trasporto, di assicurazione e di conservazione. Purprendendo atto che non è possibile eliminare ciascuna delle suddette voci, è vero che il potere negoziale di un fondo – compito anche questo dei respon-

32 Ovviamente, il giorno effettivo coinciderà con il *timing* di liquidazione previsto nei regolamenti delle rispettive case d'asta alle condizioni di consegna e regolamento.

33 Nel mercato italiano, il ruolo dell'AIFM - corrispondente a GEFIA (Gestore dei Fondi di Investimento Alternativi) - viene riconosciuto alle SGR.

34 Data la pluralità di rappresentazioni artistiche che possono caratterizzare anche un singolo settore, gli Investment Advisor possono anche avvalersi di consulenti specificamente dedicati, ad esempio, ad un particolare artista. E questo vale soprattutto in caso di verifica di attribuzioni e di stati di conservazione.

sabili della gestione – è in grado di ottenere condizioni maggiormente favorevoli rispetto al singolo investitore e di ottimizzare anche i costi di mantenimento dell'opera in portafoglio attraverso la negoziazione di “pacchetti” comprensivi di servizi di trasporto-assicurazione e conservazione delle opere.

- Mantenimento dell'anonimato. Nel mondo dell'arte, la riservatezza nelle acquisizioni costituisce un elemento importante per molti investitori che prediligono costituire le loro collezioni senza *allure* pubblica (salvo ovviamente i casi in cui le collezioni stesse poi divengano pubbliche attraverso fondazioni ad hoc). Il fatto che il proprietario dell'opera non sia conosciuto, sembra incrementare la soddisfazione per l'acquisizione stessa e questo *sentiment* risulta perfettamente soddisfatto attraverso non l'acquisizione diretta ma la partecipazione al fondo.
- Possibilità di disporre delle opere investite nel fondo. In relazione alla opportunità dell'anonimato, si potrebbe eccepire che, partecipando al fondo, l'investitore comunque non possiede l'opera e quindi la variabile “anonimato” non incide sulla valutazione alla partecipazione in un fondo in arte. Ciò detto, il fondo può mettere in atto strategie di coinvolgimento ulteriore dell'investitore ampliando le opportunità di partecipazione al fondo sia prevedendo la possibilità di ottenere in prestito le opere stesse sia prevedendo direttamente l'opportunità di riscattare le quote attraverso il riscatto diretto di una o più opere.<sup>35</sup>

Resta inteso, inoltre, che come nella logica di gestione di un patrimonio a disposizione di una fondazione, anche il fondo – nel periodo di mantenimento – ha tutto l'interesse a mettere in atto operazioni finalizzate a valorizzare le opere in portafoglio. Si configura, in questo senso, una specie di gestione attiva a favorire la valorizzazione. Si fa riferimento, per esempio, alla disponibilità a concedere le opere in prestito per esposizioni temporanee e alla concessione di diritti di immagine per pubblicazioni di catalogazione e scientifiche in generale: operazioni che contribuiscono ad accreditare ulteriormente e direttamente ogni opera ma anche, si ritiene, indirettamente il patrimonio complessivo da cui l'opera stessa proviene avvalorando la competenza dei soggetti che lo hanno costituito.<sup>36</sup> La “riconoscibilità” del fondo sul mercato

---

35 Anche se quest'ultimo caso si ritiene effettivamente applicabile in un'ipotesi di numero limitato di investitori partecipanti al fondo e dell'esistenza di accordi preventivi tra i medesimi perché la liquidazione del fondo avvenga per “spartizione” diretta delle opere e con indicazione specifica di ciascuna opera per il singolo investitore. In assenza di queste condizioni, infatti, la concessione dell'opportunità di riscatto attraverso il ritiro diretto di un'opera potrebbe depauperare il valore complessivo del fondo a discapito degli altri investitori.

36 In un certo senso si crea un effetto domino positivo: se un'opera viene richiesta per un'esposizione e l'opera

diviene così più evidente e in grado, quindi, di determinare le condizioni di contrattazione.

#### 4.2.3 *Un modello di struttura per configurare un processo di regolamentazione e controllo di un fondo d'arte quale veicolo di investimento finanziario*

Le peculiarità di investimento che rendono attrattiva la partecipazione a un fondo d'arte hanno evidenziato un modello di gestione accentrata in grado di superare i limiti o i vincoli di aleatorietà che possono ancora separare per alcune categorie di potenziali investitori, il mercato dell'arte dal mercato finanziario. Occorre, quindi, individuare quale tipologia di struttura possa essere ritenuta adeguata per garantire l'effettiva applicazione di un modello di investimento accentrato in arte e nello stesso tempo essere riconosciuta da un processo di controllo idoneo a regolamentarne il funzionamento, perché ogni quota per cui il fondo viene costituito e ripartito possa essere effettivamente considerata uno strumento finanziario.

La struttura ottimale deve, quindi, rispettare un equilibrio tra standardizzazione di processi che determinano la valutazione delle quote e flessibilità di scelte e di ripartizione che richiede un patrimonio investito in opere d'arte.

Nel panorama finanziario a livello internazionale, una prima soluzione che sembra rispondere efficacemente a questo obiettivo, può essere individuata nelle recenti riforme introdotte dalla disciplina legislativa del governo lussemburghese, particolarmente attivo a rafforzare il proprio mercato finanziario differenziando l'offerta di nuovi veicoli di investimento al fine di salvaguardarne la competitività, nel rispetto delle norme comunitarie.

Specificamente, con la legge del 23 luglio 2016<sup>37</sup>, si introduce una nuova tipologia di fondo alternativo definito *Reserved Alternative Investment Fund* (RAIF) (Elvinger-Hoss-Prussen, 2016), in risposta alla richiesta dei gestori di poter avere a disposizione veicoli più flessibili per diversificare gli investimenti (Deloitte, 2016). I punti di forza che la disciplina del RAIF è in grado di "offrire" per poter investire professionalmente nel mercato dell'arte sono:

- nessuna restrizione in merito alle *asset class* di investimento; flessibilità nell'applicazione delle regole di diversificazione del patrimonio (*risk*

---

appartiene a un determinato patrimonio, accrescerà l'interesse per sapere quali altre opere appartengono a quel patrimonio e, se si tratta di un patrimonio di un fondo, per conoscere chi ha effettuato le scelte di investimento. Il mondo dell'arte, non solo con riferimento al mercato, è sempre alla ricerca di "scoperte" e valorizzazioni.

37 Ad emendare la legge del 12 luglio 2013, che per prima introduce i fondi di investimento alternativi.

*spreading*) demandate alla responsabilità del management;<sup>38</sup>

- possibilità di costituire il capitale minimo richiesto per la costituzione<sup>39</sup> entro un anno, favorendone altresì l'immediata commercializzazione.

Il "limite" che, almeno allo stato attuale si evidenzia pur nella disciplina dei RAIF, è contenuto nella restrizione del vincolo di *reserved* ai cosiddetti "*well-informed investors*".

È pur vero però che la definizione di *well-informed* non rappresenta una categoria "chiusa" di potenziali investitori<sup>40</sup>. Oltre a comprendere gli investitori istituzionali e i soggetti-investitori professionali, come *well-informed* si "ammettono" i cosiddetti "*other investors*" e cioè investitori che:

- attestano con forma scritta del loro stato di investitori *well-informed*; e
- che sono disposti a un investimento minimo pari a 125.000 euro o che dispongono di una garanzia da parte di istituto bancario o di altra istituzione finanziaria o societaria, a certificare l'adeguatezza dei soggetti a comprendere ed accettare i rischi di un investimento in RAIF.<sup>41</sup>

In realtà, la regolamentazione legislativa in merito all'individuazione della categoria di soggetti di riferimento per la promozione degli investimenti tramite RAIF nel caso specifico dell'applicazione al mercato dell'arte, è da interpretarsi come un elemento fisiologico a favore dello sviluppo dei fondi d'arte. Si è osservato, infatti, che un fondo per operare in arte si deve configurare come una struttura "chiusa" (*closed end*) e pertanto idonea a una tipologia di investitori che accettano e scelgono un profilo di rischio di medio-lungo termine, anche solo considerando la performance temporale. Questo consente anche di auspicare il consolidarsi dello sviluppo di fondi che si interessano al mercato dell'arte, purché sostenuti da investitori consapevoli della valutazione e delle scelte di investimento che il fondo effettua e, quindi, in grado di avvalorarle.

Il rafforzamento delle posizioni dei fondi in arte, inoltre, può essere in grado di incrementare anche, come effetto derivato e collaterale, il grado di efficienza dello stesso mercato secondario dell'arte - esplicitamente in termini

---

38 In Cfr. Icam & Partners SA, [www.icam.lu](http://www.icam.lu). Il RAIF non è soggetto ad autorizzazione CSSF (Commissione de Surveillance du Secteur Financier), i controlli sono applicati "indirettamente" sull'AIFM Alternative Investment Fund Manager o, in italiano, GEFIA Gestore dei Fondi di Investimento Alternativi e cioè SGR), la banca depositaria e l'auditor.

39 Pari a 1.25 mln di euro.

40 In questo senso, ampliando, di fatto, le categorie previste dalla MIFID.

41 Cfr. Icam & Partners, *cit.*

di trasparenza delle negoziazioni, sicurezza e liquidabilità delle opere stesse - in quanto la struttura di regolamentazione che abilita la presenza di questi veicoli istituzionali di fatto induce gli stessi a ricercare l'applicazione di criteri operativi oggettivi e efficaci per effettuare i propri investimenti.

## 5. Considerazioni Conclusive

Le valutazioni che sono state presentate in questo lavoro hanno voluto sottolineare, fondamentalmente, che esistono elementi di convergenza sempre più spiccata tra mondo dell'arte e mercato finanziario al punto che entrambi i contesti possono essere ricompresi in un unico processo atto a definire le linee guida di un portafoglio di investimento diversificato.

Se il mercato delle compravendite artistiche mostra un allineamento crescente verso i requisiti informativi e strutturali che caratterizzano i mercati finanziari, l'approccio in termini di strumenti di investimento tramite fondi in arte che fino ad ora il mercato finanziario ha prodotto non consente però di valutare positivamente gli effetti di integrazione e di sviluppo. I Fondi in arte che sono attualmente presenti nel mercato sono stati caratterizzati, infatti, da un approccio privatistico ed esclusivo all'investimento e che ne ha determinato uno sviluppo del tutto marginale. Tuttavia, la disamina che si è proposta - in termini di definizione delle caratteristiche di un fondo in arte sia da un punto di vista della specifica modalità di costituzione sia in relazione alle dinamiche di valutazione del patrimonio e delle relative tempistiche di definizione del prezzo delle singole quote e delle modalità di negoziazione e di liquidazione delle stesse - ha evidenziato come effettivamente sia possibile strutturare uno strumento finanziario il cui valore sia rappresentativo della gestione di un patrimonio investito in arte.

Nell'esplicitare le potenzialità dell'utilizzo di un fondo di investimento per approcciare una strategia di negoziazione nel mercato dell'arte, inoltre, si è sottolineato come una forma accentrata di gestione possa ottimizzare, anche per l'investimento in un patrimonio in arte, quegli obiettivi di performance in termini di rischio/rendimento e liquidità che sono strategici per qualsiasi forma di investimento collettivo sottolineando, per la fattispecie degli *artfund*, la possibilità di posizionamento nella fascia di investimento definita di *haut de gamme* e contestualmente quindi di ridurre costi di negoziazione e di gestione degli investimenti stessi.

Infine, la definizione di principi regolamentativi esplicitati dalla recente

legge entrata in vigore nel mercato lussemburghese contribuisce a suggellare questo processo di congiunzione tra uno strumento di investimento finanziario e un'opera d'arte, lasciando a questo punto agli operatori e agli intermediari finanziari la piena autonomia nel cogliere e nell'individuare la capacità di sfruttare non solo le istanze di investimento verso il mercato dell'arte ma soprattutto le opportunità di ottimizzazione delle performance che anche una "passione" può suggellare.

## Appendice

**Tabella 2** - I fondi d'arte nel mercato internazionale

Nome Fondo	Fondato da	Nazione del Fondo	Anno di costituzione	Durata/ Scadenza	Capitale Investito	Quota Minima	Tipologia Opere
The Fine Art Fund I	The Fine Art Fund	GB (Londra)	2004				Mainly 'Wall Art' including: Old Masters, Impressionist, Modern, Contemporary, Iranian, Iraqi, Arabic, Calligraphy, Chinese contemporary, Chinese porcelain
The Fine Art Fund II	The Fine Art Fund	GB (Londra)	2006				Mainly 'Wall Art' including: Old Masters, Impressionist, Modern, Contemporary, Iranian, Iraqi, Arabic, Calligraphy, Chinese contemporary, Chinese porcelain
The Chinese Fine Art Fund	The Fine Art Fund	GB (Londra)	2006		\$10 mln		Chinese Art
American Masters Collection	The collectors Fund	USA (Kansas City)	2007				Contemporary 21st American Art
PINACOTHECA	Cassa di Risparmio di Ferrara (poi Sorgente sgr)	Italia (Ferrara)	2007	2008 ceduta, 2012 Chiuso	€ 25 mln (OBTV)		Artisti minori tra il 1200 e il 1800
Art Fonds 21	Art Fonds 21	Germania	2007		€ 239.000 (€331.000 nel 2008)		Contemporary Art
Art Partners I	Art Partners	Tel Aviv	2007				Mid-career contemporary artists
The Middle Eastern Fine Art Fund	The Fine Art Fund	Lussemburgo	2008		\$25 mln		Middle Eastern Art
Artemundi Global Fund	Artemundi	Cayman Islands	2010	2015		\$ 250k	15th Century to modern
The Fine Art Fund III	The Fine Art Fund	GB (Londra)	2010				Mainly 'Wall Art' including: Old Masters, Impressionist, Modern, Contemporary, Iranian, Iraqi, Arabic, Calligraphy, Chinese contemporary, Chinese porcelain

LO SVILUPPO DEI FONDI IN ARTE COME OPPORTUNITÀ  
DI DIVERSIFICAZIONE DEL PORTAFOGLIO DI INVESTIMENTO

Nome Fondo	Fondato da	Nazione del Fondo	Anno di costituzione	Durata/ Scadenza	Capitale Investito	Quota Minima	Tipologia Opere
Contemporary Art Fund	Petricca Merchant Bank	Lussemburgo	2010				
Fondo Scudo arte Moderna	Scudo sgr	Rep. di San Marino	2010		€ 4,5 mln		
Fine Art Invest Fund	PMG Fonds Management AG	Rep. di Malta	2010		CHF 16 mln		Post 1970 photography
Sobranie photo Effect Fund	Agana Fund	Russia	2011	15 anni	\$ 467 mln		
BGA Private Equity Investment Fund	Brazil Golden Art, Brazil Plural	Brasile	2011	gen-16			Contemporary Brazilian art
Tiroche DeLeon Collection	Art Vantage PCC Limited (da collezioni Serge Tiroche e Russ DeLeon che conferiscono la collezione)	Gibilterra	2012	10 anni	\$22 mln	\$ 500k	Contemporary Art (especially from developing markets)
Berenberg Art Capital fund	Düsseldorf-based Berenberg Private Bank, in partnership con London-based Fine Art Fund Group Ltd, Raymund Scheffler, Berenberg Art Advice managing partner and head of the bank's Düsseldorf branch	Germania	2012	7 anni con 3 possibilità di estendeste	€ 50 mln	€ 100k	Blue chip artist
Twentieth Century Masters Collection	The collectors Fund	USA (Kansas City)	2012	expected close early 2015			Contemporary 21st American Art

Nome Fondo	Fondato da	Nazione del Fondo	Anno di costituzione	Durata/ Scadenza	Capitale Investito	Quota Minima	Tipologia Opere
Contemporary Art Investment Fund Sicav Fis (CAIF)	Anthea Art Investments AG	Lussemburgo	2013				Post-War & Contemporary art: Paintings, sculptures, works on paper, installations, photographs and video produced from 1945 onwards.
Art Partners II	Art Partners	Tel Aviv	2013				Mid-career contemporary artists
Day Star Art Fund	Day Star Art Fund (SWISS)	Gibilterra	2014	2024	\$60 mln		19th Century – Contemporary
Contemporary Art Investment Opportunities Clp (CAIO)	Anthea Art Investments AG	Lussemburgo	2016				Post-War & Contemporary art: Paintings, sculptures, works on paper, installations, photographs and video produced from 1945 onwards.
Art Collection Fund		Lussemburgo					Modern and Contemporary Art and Tribal Art from Africa and Oceania
Muses Contemporary Art fund		USA (NYC)					Post-War and Contemporary art
Modern Art Fund	Castlestone Management in London	GB	2009	2016-2017	32 artworks valued at \$19.9 million		Post-war and contemporary art

*Fonte:* Nostra elaborazione in base ai dati autorizzativi delle Società di Gestione Fondi e relativi Fondi a livello internazionale.

## Bibliografia

- Andersen C., *Paintings as an Investment*, *Economy Inquiry*, vol.13, , pp. 13-26., 1974
- ArtAssure , *Art Market Analysis 2013*, [www.artassure.com](http://www.artassure.com)
- Arteconomy24, *Post War & Contemporary Art, Evening Sale* - Londra 7-8 Marzo 2017.
- Artprice, *Art Market Trends, 2008 - 2017*, [www.artprice.com](http://www.artprice.com)
- Ashenfeter O, Graddy K, *auctions and the Price of art*, *Journal of Economic Literature*, vol. 41, n. 3, pp. 763-787, Sep. 2003.
- Bank M, Brustbauer J, *Investor Sentiment in Financial Market*, working paper, University of Innsbruck, January 21, 2014.
- Cambell R.A.J., *Art as a Financial Investment*, working Paper, Erasmus University Rotterdam Maastricht University, 2007.
- Candela G, Scoru A.E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*, Bologna, CLUEB, 1994.
- Chanel O., Gérard-Veret A.L., Ginsburgh V., *The relevance of Hendonic Price Indices*, *Journal of Cultural Economics*, vol. 20, 1996.
- Christie's, 20th century at Christie's, in *News and Views*, [www.Christie's.com](http://www.Christie's.com)
- Deloitte, *Reserved Alternative Investment Funds (RAIF)*, *The missing Link*, July 2016, disponibile su [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)
- Deloitte - ArtTactit, *Art & Finance Report*, 2016.
- Elvinger-Hoss-Prussen, *Raif Law, Loi du 23 Juillet 2016* relative aux fonds d'investissement alternatives reserves, [www.elvingerhoss.lu](http://www.elvingerhoss.lu)
- Fandella P., *L'effetto di Twitter sulle azioni*, in *Bancaria*, anno 73, n. 5, pp. 83-87, Maggio 2017.
- Frey B., Pommerehne W., *Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte*, Bologna, il Mulino, 1991.
- Fusconi A., *I requisiti oggettivi di mercato*, in *Economia e struttura dei mercati finanziari*, pag. 30, Giappichelli editore, Torino, 1999.
- Gerlis M., *Calm after the storm*, FT Weekend, 11/12 March 2017.
- Korteweg A., Kräussl R., Verwijmeren P., *Does it Pay to Invest in Art? A Selection-correct Returns Perspective*, Current Draft, June 2016.
- Kräussl R., *Art as an Alternative Asset Class: Risk and Return Characteristics of the Middle Eastern Northern African Art Markets*, Working paper, Luxembourg School of Finance, June 2014.
- Kräussl R., Logher R., *Emerging Art Markets*, working paper, VU University Amsterdam, December 2008.

- Lupoi M, *Istituzioni del Diritto dei Trust negli ordinamenti di origine e in Italia*, Cedam, 2016.
- Mamarbachi R., Day M., Favato G., *Art as an alternative investment asset*, working paper, Henley Management College, 2008.
- Mc Andrew C., *Art Market Report*, TEFAF Maastricht, 2015.
- Mei J., Moses M., *Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces*, American Economic Review, vol. 92, n.5, pp.1656- 1668, 2002.
- Reyburn S., *In London, auctions rake it in*, the New York Time International Edition, March 11-12, 2017.
- Stein J.P., *The Monetary Appreciation of Paintings*, Journal of Political Economy, vol. 85, n. 5, pp. 1021-1035, 1977.
- Verisart.com
- Zampetti C., *“Arts Funds”. Benefici e difficoltà*, Analisi Giuridica dell’Economia, Fascicolo 1, Il Mulino, Rivisteweb, pp. 189-190, Giugno 2007.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento  
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca  
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA  
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

**amministrazione@editriceminervabancaria.it**

## **Condizioni di abbonamento per il 2018**

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria</b> bimestrale	<b>Economia Italiana</b> quadrimestrale	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria</b> + <b>Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia	<b>€ 100,00</b> causale: MBI18	<b>€ 50,00</b> causale: EII18	<b>€ 130,00</b> causale: MBEII18
Canone Annuo Estero	<b>€ 145,00</b> causale: MBE18	<b>€ 75,00</b> causale: EIE18	<b>€ 180,00</b> causale: MBEIE18
Abbonamento WEB	<b>€ 60,00</b> causale: MBW18	<b>€ 30,00</b> causale: EIW18	<b>€ 75,00</b> causale: MBEIW18

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00**

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00**

## **Pubblicità**

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria  
**COMITATO EDITORIALE STRATEGICO**

**PRESIDENTE**

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

**COMITATO**

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

