Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale

in Economia e Gestione delle Arti e delle Attività Culturali

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Indici dei prezzi del mercato dell'arte e valutazione della performance dell'investimento in arte

Relatore
Ch. Prof.ssa Stefania Funari

Correlatore
Ch. Prof. Pieremilio Ferrarese

Laureando
Marella Salvato
Matricola 834735

Anno Accademico
2011 / 2012

A mia madre,

la mia anima,

la mia vita.

Un sentito grazie alla mia relatrice Stefania Funari,
per l'attenzione e le numerose ore dedicate alla lettura
della mia tesi, e per avermi spronata a dare
il meglio di me stessa.

INDICE

Introduzione **pag. 5**

Capitolo 1 Il Mercato dell'arte **pag. 10**

1.1 Gli agenti che partecipano al mercato dell'arte pag. 14

1.2 Il lato della domanda pag. 18

1.3 Il lato dell'offerta pag. 21

1.4 Il mercato primario e il mercato secondario pag. 22

1.5 Le determinanti dei prezzi delle opere d'arte pag. 27

Capitolo 2 Metodi di costruzione degli indici di prezzo **pag. 33**

2.1 Il metodo dei testimoni privilegiati pag. 33

2.2 Il metodo della doppia vendita pag. 35

2.3 Il metodo della regressione edonica pag. 38

2.4 Il metodo del dipinto medio e del dipinto rappresentativo pag. 43

2.5 Alcune applicazioni delle metodologie pag. 43

2.5.1 Frey e Pommerehne: la creazione di un indice di artisticità pag. 43

2.5.2 Il prezzo edonico e l'arte etnica pag. 48

2.5.3 Il metodo del dipinto rappresentativo come base per la costruzione di un indice del prezzo dei dipinti pag. 53

Appendice: I numeri indici **pag. 57**

Capitolo 3 Gli Indici del mercato dell'arte **pag. 63**

3.1 Alcune caratteristiche degli indici pag.66

3.2 Gli Art Price Databases pag. 69

3.2.1 Artnet pag. 71
3.2.2 Artprice pag. 72
3.2.3 Art Sales Index pag. 74
3.2.4 Art Market Research (AMR) pag. 74
3.2.5 Artfact pag. 75
3.3 Rush a Nomisma: una rassegna della letteratura sui principali indici del mercato dell'arte pag. 76
3.3.1 Il Mei Moses Art Index pag. 86
3.3.2 Il Nomisma World Art Market pag. 90
3.3.3 Gli MPS Art Indices pag. 93
3.3.4 L'Art Market Index (AMI) pag. 94
3.3.5 L'Equivalent Sales Index pag. 99
3.3.6 L'Artnet Art Index pag. 100

Appendice: Tabella riassuntiva sui principali studi mirati alla costruzione degli indici per il mercato dell'arte pag. 105

Capitolo 4 Analisi della performance dell'investimento nel mercato dell'arte pag. 106

4.1 L'analisi del rendimento nel mercato dell'arte: alcuni studi pag. 108
4.1.1 *Painting as an investment*: l'analisi di Anderson pag. 109
4.1.2 *The monetary appreciation of paintings*: la valutazione di Stein pag. 114
4.1.3 Baumol e prezzi innaturali dell'arte pag. 115
4.1.4 *Revisiting Baumol*: lo studio di Buelens e Ginsburgh pag. 117
4.1.5 *Accounting for taste*, il contributo di Goetzmann pag. 120
4.1.6 *Art as an investment*: l'analisi di Pesando pag. 124
4.1.7 Le quotazioni degli ottocento pittori più famosi del

mondo secondo Frey e Pommerehne pag. 129
4.1.7.1 Il rendimento nel periodo 1635-1949 pag. 133
4.1.7.2 Il rendimento nel periodo 1950-1987 pag. 134
4.1.7.3 Le differenze tra i due periodi pag. 135
4.2 L'interesse economico verso le opere d'arte pag. 137
4.2.1 I nuovi collezionisti e la nascita delle *corporate collections* pag. 142
4.2.2 Il lato della domanda mirato all'investimento pag. 146
4.2.3 Come si valuta l'investimento in arte? pag. 148
4.3 I fondi di investimento in arte pag. 150
4.4 Arte come bene rifugio o come asset class? pag. 153
4.5 Il fattore rischio pag. 155
4.5.1 Il coefficiente beta pag. 158
4.5.2 Correlazione e diversificazione pag. 162
4.5.3 La valutazione della performance pag. 171

Appendice: Tabella riassuntiva riguardante i tassi di rendimento delle opere d'arte pag. 174

Capitolo 5 Il trend del mercato pag. 177
5.1 L'anno 2008 pag. 180
5.2 L'anno 2009 pag. 187
5.3 L'anno 2010 pag. 193
5.4 L'anno 2011 pag. 200
5.5 L'andamento del mercato secondo Nomisma pag. 206
5.5.1 Il Nomisma World Art Price pag. 208
5.5.2 Il Nomisma Italian Modern e il Nomisma Italian Contemporary pag. 210
5.5.3 L'andamento del mercato dal 2006 al 2010 pag. 212
5.5.4 Il rendimento dell'arte nel mercato italiano secondo Nomisma pag. 214
5.6 L'andamento del mercato secondo MPS: l'MPS Global

Painting Art Index pag. 217
5.6.1 Il trend della pittura negli USA e nel Regno Unito pag. 220
5.6.2 Il trend della pittura in Europa e in Asia pag. 222
5.6.3 Il segmento Old Master e 19° secolo pag. 225
5.6.4 I segmenti Pre War e Post War pag. 226
5.6.5 L'MPS Art Market Value Index pag. 229
5.7 Il trend del mercato secondo Mei e Moses pag. 229

Capitolo 6 Chi consiglia la pennellata giusta? La figura dell'Art Advisor pag. 237
6.1 Il mondo dell'Art Banking pag. 239
6.2 La figura dell'Art Advisor pag. 245

Conclusioni pag. 257

Bibliografia pag. 260

Sitografia pag. 267

INTRODUZIONE

Le quotazioni record delle opere d'arte suscitano sempre un gran clamore nel pubblico; una vendita importante, come può essere stata poche settimane fa quella de "*l'Urlo*" di Edvard Munch ha riempito le notizie di telegiornali, della stampa specializzata, di siti internet. L'arte ormai non è più un bene d'élite come poteva esserlo fino al secolo scorso: ora tutti se ne interessano, tutti ne parlano.

Ma da cosa sono dettati questi prezzi tanto elevati? Seguono una determinata logica o semplicemente fluttuano al variare del tempo?

Cercare di capire i meccanismi che regolano il mercato dell'arte non è cosa semplice. Per prima cosa, questo segmento è caratterizzato da poca informazione, poiché la maggior parte delle transizioni avvengono tra privati o tra istituzioni e privati, e raramente vengono diffuse notizie a riguardo. Gli unici dati reperibili sono quelli provenienti dalle case d'asta: esse pubblicano i dati di tutte le vendite che vengono effettuate. Ma le vendite di questo settore, seppur rilevanti, sono solo una parte di quelle che avvengono nella totalità del mercato dell'arte.

All'incirca dagli anni Sessanta del secolo scorso diversi studiosi, principalmente economisti, hanno iniziato ad interessarsi con sempre maggior fervore a questo ambito di studi. Oltre a una fiorente letteratura sull'Economia dell'arte, tutt'ora in continuo sviluppo, gli studiosi hanno iniziato a focalizzarsi sulla possibilità di costruire degli indici dei prezzi per questo segmento del mercato, proprio come avviene per il mercato finanziario. La necessità di monitorare l'andamento dei prezzi delle opere d'arte e la volontà di comprenderne realmente gli andamenti e la portata, è scaturita in realtà da un articolo pubblicato da William Baumol nel 1986 sull' *American Economic Review*. In questo articolo Baumol affermava come i prezzi delle opere d'arte non fossero paragonabili a quelli di altri segmenti del mercato, e che le oscillazioni dei prezzi non potevano essere misurate: i prezzi dell'arte sono, quindi, innaturali. Da qui è scaturito un interesse ancora maggiore degli economisti per il mercato dell'arte. Sono stati costruiti numerosi indici dei prezzi, spesso diversi nella metodologia utilizzata o nel settore e/o periodo di analisi. I primi indici costruiti sono ad opera, rispettivamente, di Rush e Stein, nel

1966 e nel 1977. Questi due studi, precedenti all'articolo di Baumol, presentano i primi due indici dei prezzi per il mercato dell'arte, costruiti tramite l'analisi delle vendite all'asta degli artisti presenti nel catalogo stilato da Gerard Reitlinger. Questi primi indici furono costruiti senza l'utilizzo del metodo della regressione, sempre presente, invece, nelle analisi successive.
Al giorno d'oggi si trovano numerosi indici dei prezzi per questo segmento del mercato, e altrettanto numerosi database che raccolgono le informazioni provenienti dalle vendite all'asta e le mettono a disposizione (spesso a pagamento) degli utenti.
Numerose banche, di pari passo, con l'istituzione al loro interno del servizio private, e successivamente di art banking, hanno dato un ulteriore slancio a queste ricerche. Monte dei Paschi di Siena, all'interno dell'area Research, ha raccolto un team di esperti che si occupano giornalmente del monitoraggio del mercato dell'arte: l'ottica è quella di offrire un servizio in più ai loro clienti private, facendoli sentire più sicuri dei loro investimenti alternativi. Anche Unicredit ha presentato pochi anni fa l'*Equivalent Sales Index*, uno strumento per il monitoraggio continuo del mercato dell'arte nato dalla collaborazione con Arsvalue. L'introduzione di tali studi all'interno del settore bancario deriva proprio dalla volontà di assicurare la maggior trasparenza possibile ai clienti.
Investire in arte è, infatti, diventata una cosa sempre più comune e sempre più all'attenzione di tutti.

L'obiettivo della tesi è quello di analizzare e confrontare i principali indici dei prezzi del mercato.
Il capitolo primo si focalizza su un'analisi di quelle che sono le peculiarità del mercato dell'arte. Questo segmento infatti non può essere suddiviso solo in primario e secondario, è una realtà molto più complessa che difficilmente riesce ad essere etichettata sotto qualche forma. Inoltre, vengono elencati tutti quegli elementi che risultano determinanti della valutazione del prezzo di un'opera d'arte. È cosa comune sentir dire "perché una cosa che potrei fare anche io costa milioni di euro?" Ci sono tutta una serie di elementi che concorrono alla formazione del prezzo finale di tali beni.

Il capitolo secondo passa in rassegna i principali metodi utilizzati per la costruzione degli indici di mercato. Si vedrà come i metodi maggiormente utilizzati sono stati quello della regressione edonica e quello della regressione delle vendite ripetute. Sono in realtà due metodologie molto diverse tra loro: se la prima si basa sull'analisi delle doppie vendite verificatesi nelle case d'asta, la seconda cerca di attribuire un valore ad ogni caratteristica di cui è composta l'opera. Accanto a questi due metodi, si trova il metodo del testimone privilegiato, tramite cui è stato costruito il Sotheby's Art Index; il metodo del dipinto medio e quello del dipinto rappresentativo, quest'ultimo alla base della costruzione dell'indice AMI ad opera di Candela e Scorcu. Dopo l'esposizione delle singole metodologie, si illustrano alcune interessanti applicazioni al mercato dell'arte, come la creazione di un "indice di artisticità" da parte di Frey e Pommerehne o uno studio sull'arte etnica ad opera di Figini.

Dopo una breve rassegna dei maggiori database a disposizione, il terzo capitolo passa in rassegna quelli che, a mio parere, sono i più importanti indici; cioè il Mei e Moses All Art Index, elaborato da due docenti statunitensi e concentrato principalmente sull'analisi del mercato americano, gli indici sviluppati dall'istituto Nomisma, da qualche anno presente nell'analisi del mercato dell'arte, gli indici proposti dal gruppo Monte Paschi, l'Equivalent Sales Index nato dalla collaborazione tra Unicredit e Arsvalue e l'Artnet Art Index, la cui peculiarità è quella di unire i tratti fondamentali che sono alla base della metodologia della *repeat sales regression* e della regressione edonica. Infine, si analizza l'indice AMI elaborato da Candela e Scorcu. Quest' ultimo è, a mio parere, di fondamentale importanza soprattutto perché si concentrano sull'analisi del mercato italiano, che, per il volume di fatturato, viene considerato in modo marginale.

Il capitolo quarto analizza gli studi che, in base ai risultati ottenuti dagli indici di mercato, cercano di valutare se l'arte possa essere un reale investimento alternativo. I risultati ottenuti dai vari autori sono in realtà molto diversi, e questa diversità dipende dalla metodologia utilizzata e dal periodo preso in esame. In seguito vengono analizzati altri fattori che riguardano l'investimento in arte: oltre al rischio ad esso connesso che può comportare la detenzione di tali beni in un

portafoglio, si vedrà come la ricchezza della popolazione, e soprattutto di quella classe abbiente indicata dall'acronimo HNWI (High Net Worth Individuals) giochi un ruolo di fondamentale importanza sull'andamento delle quotazioni del mercato dell'arte.

Il capitolo quinto passa in rassegna il mercato dell'arte nel suo complesso; l'analisi si concentra soprattutto negli ultimi quattro anni, a partire dal 2008: questa scelta deriva dalla volontà di approfondire il periodo seguente allo scoppio della bolla speculativa avvenuta, appunto, nel 2008. Si vedrà, quindi, come il mercato si stia lentamente riprendendo, anche in opposizione a quanto avviene in certi settori finanziari. Nell'analizzare l'andamento del mercato vengono analizzati anche gli andamenti di singoli indici, come quelli elaborati da Nomisma o da Mps.

Il sesto capitolo, infine, si occupa di esporre, seppur brevemente, il mondo dell'art banking. Per realizzare tale capitolo è stata effettuata un'intervista al professor Giancarlo Graziani, importante art advisor nel nostro paese. La figura dell'art advisor è una figura nata di recente, e si prefigge lo scopo di aiutare e guidare i clienti *private* nelle loro scelte di investimento in arte. Questo prova come, insieme alla nascita dei fondi di investimento in arte, l'arte abbia perso la sua aura di semplice oggetto da collezione, portatore del bello, ma abbia assunto le vesti di un *asset class* a tutti gli effetti.

Il materiale utilizzato deriva da diverse fonti. Per la parte "storica" e più prettamente scientifica riguardante la costruzione degli indici dei prezzi e le loro prime applicazioni, la bibliografia è decisamente vasta. Per la parte riguardante l'analisi di mercato sono stati reperiti testi di fondamentale importanza, come *Fine Art and High Finance* della dottoressa Claire McAndrew e *Handbook on the Economics of Art and Culture* a cura di Ginsburgh e Trhosby. Per la parte che riguardadell'art advisor e l'art banking, in realtà, sono risultati di fondamentale importanza articoli reperiti dalle più importanti testate italiane, oltre che internazionali. La bibliografia italiana ancora non offre una letteratura molto vasta, sicuramente non alla pari di altri paesi, forse perché, come mi disse il professor Graziani "*in Italia siamo sempre molto arretrati perché abbiamo una visione, soprattutto per quanto riguarda il mercato dell'arte, un po' di presunzione: chi può insegnare a un italiano, alla Repubblica Italiana, a*

conoscere l'arte?”

CAPITOLO 1
IL MERCATO DELL'ARTE

Il mercato dell'arte, negli anni recenti, è stato caratterizzato da profondi mutamenti di carattere strutturale; tra questi, ricordiamo un'accentuata globalizzazione, un aumento notevole delle risorse finanziarie affluite sul mercato, una fluttuazione dei prezzi senza precedenti, l'affacciarsi di imprese e investitori istituzionali motivati principalmente da intenti speculativi[1]. In questa situazione sono nati una serie di quesiti che non hanno ancora trovato risposte univoche: cosa determina l'andamento dei prezzi delle opere d'arte? È possibile prevedere l'andamento futuro del mercato? Esiste una relazione tra i rendimenti del mercato artistico e quelli di altri segmenti?

Si stima che il mercato dell'arte internazionale abbia registrato un fatturato superiore ai 60 miliardi di dollari nel 2008, uno dei più alti record mai raggiunti. Anche solo per l'estensione, quindi, è facile comprendere perché abbia suscitato l'interesse della comunità dei maggiori investitori: il commercio dell'arte è un grande business dalle dimensioni globali, in cui le vendite prendono piede letteralmente in tutto il mondo. Seppur geograficamente concentrato, in termini di valore, nei centri di New York e Londra, ogni paese ha un proprio mercato dell'arte[2].

Allo scopo di capire come questo unico mercato globale funzioni, è importante cercare di stabilire come venga considerata l'arte. Nonostante il suo giro d'affari e le dimensioni internazionali, il mercato dell'arte, fino a poco tempo fa, tendeva ad essere il centro di un gruppo d'élite, di ricchi collezionisti e di esperti d'arte, con conoscenze e pratiche commerciali gelosamente custodite. Negli ultimi anni, tuttavia, l'arte ha suscitato anche l'interesse delle principali comunità finanziarie,

[1] Beltratti A. e Siniscalco D., Collezionisti, Investitori, Speculatori: la determinazione dei prezzi sul mercato dell'arte. *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 1-2, pp. 51-69, 1991. p. 59.

[2] McAndrew C., *Fine Art and High Finance.* New York, Bloomberg Press, 2010. p. 1.

come una nuova possibile forma di investimento: il mondo dell'arte e della finanza sono da sempre collegati attraverso la storia del mercato artistico. Negli anni recenti il mercato moderno ha iniziato ad evolversi in un terreno commerciale e finanziario di livello internazionale, nel quale i beni specializzati vengono scambiati da un grande gruppo di investitori, sia privati che istituzionali, interessati principalmente ai benefici finanziari (oltre che alla loro bellezza estetica o all'importanza storica).

Nella ricca società occidentale degli anni ottanta è esploso il bisogno di arte, dando luogo a manifestazioni di ogni genere; ed è proprio in questo periodo che il mercato artistico ha raggiunto il suo massimo sviluppo. L'economista Alberto Fiz sottolinea come il periodo di massima espansione sia stato nel biennio 1988-1990: i giapponesi dominavano l'arte impressionista e moderna, acquistando per cifre esorbitanti opere di Monet, Renoir, Van Gogh e Picasso; gli americani, invece, si concentravano sulle nuove correnti rappresentate da artisti del calibro di De Kooning, Pollock, Warhol, Lichtenstein[3]. Si raggiunsero cifre impensabili fino a pochi anni prima. Negli Stati Uniti, in Germania, in Giappone, in Francia e nel resto d' Europa sono nati di conseguenza nuovi musei, e numerose *corporations* hanno impostato la propria politica di immagine come sponsor dell'arte contemporanea; anche l'editoria d'arte ha registrato un incremento senza precedenti[4].

Per alcuni l'arte ha iniziato ad assumere le vesti di un oggetto di culto[5], e il desiderio di poterne godere e anche di poterla possedere è cresciuto notevolmente. Già a partire dagli anni Sessanta, nel periodo della rinascita economica e culturale del dopoguerra, si è andato formando un complesso sistema di rapporti che hanno sancito il legame tra la produzione e la promozione delle opere d'arte e il mercato, con rapporti sempre più energici tra artisti, curatori, collezionisti e galleristi.

---

[3] Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea*. Milano, Franco Angeli Editore, 1995. p.7.

[4] Vettese A., *Investire in Arte*, Milano, Il Sole 24 ore, 1991. p.7.

[5] A questo proposito risulta importante citare quanto scrive Herchenröeder nel testo *Il Mercato dell'arte* (Milano, Bompiani, 1980. p.4). Nel luglio del 1977 intervistò Peter Wilson, per molti anni direttore generale di Sotheby; secondo Wilson l'arte stava diventando la nuova religione delle masse, a cui si aggrappava l'uomo contemporaneo dopo il fallimento dei suoi idoli. L'arte stava diventando un surrogato della religione, l'opera iniziava ad assumere un valore sacrale; ma la devozione che le veniva tributata non derivava dal suo significato estetico o storico, ma dalla valutazione di mercato.

Negli ultimi dieci anni, nonostante i riflessi della crisi economica, il mondo dell'arte, e in particolar modo quello dell'arte contemporanea, ha cominciato ad evolversi in maniera frenetica: è diventato più vivace, più di tendenza, più costoso. Si configura come un'aggregazione di sottoculture eterogenee, ma accomunate da un forte interesse per la produzione artistica[6]: si tratta di una realtà dalle dimensioni mondiali, nonostante si manifesti maggiormente in alcune capitali dell'arte.

Il mercato non è da intendersi come una singola entità omogenea, ma piuttosto come un conglomerato di mercati diversi, ognuno dei quali sviluppa il proprio ritmo.

Per "mercato dell'arte" si intende l'aggregazione di diversi movimenti indipendenti e di sottomercati unici, che sono definiti dagli artisti e spesso vengono interpretati in modi diversi. Ogni segmento del mercato ha i propri artisti, esperti, critici, collezionisti, acquirenti, alcune volte anche proprie case d'asta, e si muovono in modo indipendente nella propria traiettoria dei prezzi (con i rischi inerenti). Questo è fondamentale per capire gli investimenti nel mercato dell'arte. L'arte può essere un buon investimento poiché commercia su più di un centinaio di sottomercati, molti dei quali hanno diversi ritorni e diversi rischi. Una valutazione di quanto il mercato artistico aggregato sia costoso in termini di prezzo, guadagno o rischio può essere usato solamente come una guida generale per un marchio ampio, e non viene spesso usato per prendere decisioni specifiche per gli investimenti.

Herchenröeder sottolinea come sia finito il mercato dell'arte inteso come "*chiusa e sicura unità in cui confluiscono sani propositi collezionistici da una parte e interessi di vendita dall'altra*": il mercato dell'arte si è frazionato in una gamma di singoli mercati separatamente informati da propri modelli di gusto, da andamenti e esigenze specifici che non si lasciano più inquadrare in un unico schema di mercato super-nazionale[7]. Chi decida di dedicarsi al collezionismo deve prendere coscienza della paradossale unione di esigenze estetiche ed economiche che caratterizzano questo ambito: fin dai tempi del mercato d'oro (così definito

[6] Thornton S., *Il giro del mondo dell'arte in sette giorni.* Milano, Giacomo Feltrinelli Editore, 2009. p. 7.
[7] Herchenröeder C., *Il Mercato dell'arte*. op. cit. p. 2.

l'avvento del collezionismo miliardario americano negli anni 1880-1940[8]) il problema che affligge maggiormente il mercato dell'arte va identificato nell'esaltazione pubblicitaria delle massime quotazioni che vengono raggiunte. Se questo mercato è nato per mano dei grandi collezionisti, scrive sempre Herchenröeder, oramai si è trasformato in una pura e semplice faccenda economica.

Questa tendenza all'aumento dei prezzi delle opere d'arte può dipendere da numerosi fattori. Al crescere del reddito e alla diffusione della ricchezza sono cresciuti l'interesse e, di conseguenza, la domanda di tali beni da parte di un numero crescente di consumatori; poiché la domanda si rivolge a particolari autori e addirittura ad opere specifiche, la cui offerta è ovviamente data, essa si è riflessa in una accentuata dinamica delle quotazioni[9]. L'arte ha iniziato ad assumere le vesti di un investimento profittevole e alternativo, anche grazie a legislazioni fiscali particolarmente favorevoli in molti paesi. Negli anni recenti si è vista crescere una nuova categoria di compratori, i quali acquistano l'opera d'arte principalmente per investimento o speculazione, con l'intento di realizzare un guadagno. Questi investitori hanno quindi contribuito ad aumentare notevolmente la domanda; il mercato dell'arte è uscito dagli anni Ottanta completamente trasformato: al fianco dei collezionisti e dei grandi musei, da sempre presenti sul mercato, investitori, speculatori, mercanti e case d'asta hanno dato origine a un grande show sulle piazze di tutto il mondo, alimentando il mercato con i grandi profitti finanziari accumulati nel decennio passato[10]. Ma di questo si parlerà più specificatamente nel capitolo 5.

Il mercato dell'arte contemporanea continua ad essere guidato dalle aspirazioni creative e commerciali di una moltitudine di persone, che permettono che il riconoscimento e la vendita di opere d'arte abbia luogo; è una vetrina per l'arte più avventurosa e stimolante appena uscita dagli atelier[11]. Ma, come si è visto, è anche una vasta economia globale, riunita intorno ai centri principali di New York e

[8] Herchenröeder C., *Il Mercato dell'arte*. op. cit. p. 1.
[9] Frey B., Pommerehne W., *Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte*. Bologna, Il Mulino, 1991. p. 5.
[10] *Ibidem*, pp. 5-6.
[11] Buck L., Greer J., *Come comprare l'arte contemporanea. Il manuale dei collezionisti*. Torino, Allemandi, 2008. p. 101.

Londra e ai centri satellite in Europa, in America e, sempre più, in Asia.

1.1 Gli agenti che partecipano al mercato dell'arte

Il mercato dell'arte è costituito da un numero di diversi agenti, tutti con diverse ma ugualmente importanti funzioni, la cui interazione porta al commercio globale dell'arte.

Gli *artisti* rappresentano il fulcro di questo mercato, una risorsa basilare per la sua sopravvivenza[12]. Per garantire questa sopravvivenza, il mercato "provvede" agli artisti, garantendo loro una fonte di entrate, un canale per sviluppare il loro lavoro artistico e la loro carriera professionale, una strada per promuovere se stessi e le loro opere. Alcuni artisti scelgono, soprattutto nelle prime fasi della loro carriera, di vendere i propri lavori direttamente ai collezionisti interessati, o al pubblico più in generale; ma sono i commercianti a giocare un ruolo fondamentale nelle loro carriere, essendo interessati non solo alla vendita delle loro opere, ma anche a sviluppare le loro carriere e ad incrementarne la notorietà. Spesso lavorano vicino agli artisti, amministrando in modo professionale la loro presenza nel mercato. E saranno loro ad avere la responsabilità di stabilire il livello dei prezzi iniziale dei lavori: una volta stabilito il prezzo di base per ogni artista, ne faranno aumentare l'offerta per ampliare lo spettro di mercato.

La vendita dell'arte internazionale si divide tra due importanti attori: i galleristi, appunto, e le case d'asta. I *galleristi* hanno spesso negozi propri, specializzati in settori specifici, in cui mostrano un alto livello di esperienza e conoscenza. Per garantirsi la sopravvivenza, si assicurano dei margini considerevoli sulle vendite delle opere, che spesso si aggirano intorno a un 50%: sono loro infatti che esercitano l'ultimo controllo sul prezzo finale e su tutti i dettagli riguardanti la vendita, mantenendo un certo grado di riservatezza sulle transazioni finanziarie (è proprio a causa di questa riservatezza che il mercato risulta difficile da misurare: si vedrà nel capitolo 3 come proprio per questo elemento gli indici di misurazione dei prezzi, che prendono in esame solo le vendite avvenute all'asta, risultino

[12] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 6.

sempre in un certo modo parziali). Oltre al controllo dei prezzi, essi possono esercitare un certo controllo sull'immissione di nuove opere sul mercato, influenzando in questo modo il lato della domanda. Per un'analisi più dettagliata della figura del gallerista, si rimanda al paragrafo 1.4.

Sebbene i galleristi siano geograficamente distinti tra loro, c'è un elemento che li ha resi più uniti sul panorama internazionale: il forte aumento delle *fiere* d'arte. Le fiere sono diventate un forte mezzo di sussistenza per i galleristi, dando loro accesso a clienti nuovi e di livello internazionale.

Le fiere di arte contemporanea, affidate alle gallerie private, costituiscono il risvolto commerciale delle opere d'arte; rappresentano un esplicito trionfo della dimensione commerciale dell'arte, contrariamente a quanto accade nelle grandi manifestazioni espositive dove predomina la dimensione culturale. Proporre le opere d'arte in grandi padiglioni piuttosto anonimi ma funzionali, con all'interno non solo centinaia di espositori ma anche bar e ristoranti, è diventato il sistema più dinamico e moderno di vendere dipinti e sculture[13]. Le opere d'arte vengono esposte come nelle fiere di qualsiasi altro genere: in un clima caotico si stendono centinaia di stand tutti attaccati tra loro. Gli amatori d'arte e i collezionisti vengono presi dal particolare clima di euforia che si crea in queste situazioni: vengono coinvolti nel gioco frenetico dei confronti dei prezzi, della ricerca delle novità, della valutazione delle tendenze emergenti e dei trend di mercato[14]. Permettono in poco tempo di apprendere informazioni sui prezzi e sulle opere proveniente da gallerie di tutta Europa. Le fiere ormai sono diventate degli appuntamenti a cui non si può mancare: i mercanti intessono nuove relazioni e fortificano quelle passate; critici e giornalisti cercano di interpretare al meglio le novità offerte sul mercato.

A partire dagli anni Ottanta le fiere hanno incominciato a giocare un ruolo molto importante nel mercato primario, oltre che in quello secondario: attirando nuove fasce di compratori, hanno contribuito ad accelerare la crescita dei prezzi, ma anche a incrinare l'immagine di alcuni artisti, che si vedevano rappresentati contemporaneamente da diversi galleristi[15].

---

[13] Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea,* op. cit. p. 62.
[14] Poli F., *Il Sistema dell'arte contemporanea,* Roma-Bari, Editori Laterza, 2010. p. 76.
[15] *Ibidem,*op. cit. p.79.

Solitamente il volume di affari dei galleristi pareggia quello delle case d'asta, sia per qualità che per velocità di tempi di vendita e pagamento; a questi eventi partecipano, come detto sopra, tutti i galleristi più importanti, perché le fiere più importanti attirano anche i collezionisti più importanti[16].

La fiera è il luogo dove le tendenze più in voga vengono espresse nel modo più efficace.

I collezionisti scelgono di partecipare alle fiere perché i prezzi sono più convenienti; alle fiere è più facile paragonare le cifre. Alberto Fiz sottolinea un aspetto molto importante: la galleria, per chi non frequenta abitualmente i luoghi dell'arte, viene considerata una sorta di tempio invalicabile. Chi frequenta le fiere supera questo problema, e ha la possibilità di entrare e uscire dagli stand con la massima libertà, di chiedere i prezzi o le informazioni senza dover dare spiegazioni[17].

Le fiere rappresentano un cambiamento culturale nel modo in cui si acquista l'arte: sostituiscono le tranquille conversazioni in una galleria con modalità simili a quelle di un centro commerciale, in cui arte, moda ed eventi mondani si concentrano in un unico luogo; le fiere portano gli acquirenti a comportamenti compulsivi, poiché magari acquistano un opera di un artista e magari durante tutto il resto dell'anno non vanno neanche a visitare la galleria presso cui hanno acquistato[18].

Le fiere hanno quindi dimostrato come l'arte sia un prodotto commerciale come tanti altri, e possa essere esposta in spazi non culturali.

Diversamente dal mercato dei galleristi, il mercato delle *aste* è fortemente concentrato. Le *majors*, Christie's e Sotheby's, detengono circa un terzo del fatturato del mercato globale dell'arte (e la metà circa per quanto riguarda quello dell'arte figurativa). In ordine di importanza, la terza casa d'asta è la Phillips de Pury & Luxemburg, con sede principale a New York. Ne seguono altre in tutto il mondo[19]. In Italia la più importante è, anzi era, la milanese Finarte, fondata nel

---

[16] Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari,* Milano, Mondadori, 2009. p. 242.
[17] Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea,* op. cit. p. 62.
[18] Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari,* op.cit. p. 243.
[19] A Parigi le aste più importanti si tengono all'Hotel Drouot, gestite dai *commissaires priseurs*, di cui il più importante è Binoche. In realtà l'Hotel Drout non è una società di aste, ma una palazzina di proprietà della municipalità di Parigi che viene affittata per tenervi aste di ogni genere. Cfr, Vettese A., *Investire in Arte,* op. cit. p. 112.

1959[20]; a livello minore, troviamo Farsetti di Prato e Sant'Agostino a Torino.

Diversamente dai galleristi, le case d'asta coprono un ampio spettro di discipline, e dispongono di esperti in diversi ambiti che sono altamente specializzati e qualificati in certi generi o settori del mercato dell'arte. Le case d'asta hanno infatti un ruolo fondamentale nella valutazione, promozione e vendita dei lavori degli artisti. Gli esperti delle case d'asta determinano le stime che vengono poi inserite nel catalogo; di solito sono presenti un valore minimo e uno massimo. Il fatto che sia la casa d'asta a dettare le cifre può essere un problema per compratori inesperti o poco informati. Una regola empirica dice che la stima minima rappresenta il 60-70% del prezzo record ottenuto da un'opera simile dello stesso artista, mentre quella massima l'80%; gli esperti d'arte sostengono che le stime sono fatte analizzando congiuntamente le cifre raggiunte da altre opere della stesso artista recentemente vendute all'asta e il trend del mercato[21].

Nel mercato dell'arte le case d'asta esercitano anche un importante ruolo di informazione e di intermediazione; sono un ulteriore strumento utile alla determinazione del prezzo (essendo luogo di incontro tra domanda e offerta). L'asta è un meccanismo di allocazione delle risorse caratterizzato da un insieme di regole che presiedono allo scambio tra agenti economici; assume una struttura particolare sul mercato, poiché è solo una delle due parti (tipicamente la domanda) che svolge un ruolo attivo. La parte che resta inattiva stabilisce il volume di offerta e utilizza l'asta per determinare la migliore allocazione possibile[22].

L'attività delle aste viene seguita con grandissima attenzione da galleristi e collezionisti; ma bisogna essere cauti nel prendere le indicazioni delle aste come dei dati obiettivi. È scorretto pensare che la vendita all'asta, innescando meccanismi di concorrenza tra i compratori, finisca per assegnare il giusto valore agli oggetti[23].

Non di rado accade che le opere vendute all'asta riflettano delle cifre di molto superiori a quelle richieste da un gallerista.

[20] Il 9 marzo 2012 sulle maggiori testate italiani è apparsa la notizia del fallimento della casa d'asta. La seconda sezione civile del tribunale di Milano ha dichiarato il fallimento di Finarte. La società si trovava il liquidazione coatta dal luglio 2011, ed era stata ammessa al concordato preventivo nei mesi scorsi. Nel silenzio (quasi) assoluto la maggior casa d'asta italiana ha dovuto cessare la propria attività, per un debito di oltre 11 milioni di euro. Fonte: www.repubblica.it.

[21] Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari,* op. cit. p. 190.

[22] Parisio L., *Meccanismi d'asta.* Roma, Carocci Editore, 1999. p. 15.

[23] Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari,* op. cit. p. 170.

Anche i *collezionisti* rivestono un importante ruolo nel mercato dell'arte; al giorno d'oggi, i più grandi collezionisti possono essere paragonati ai più grandi mecenati nella storia antica[24]. Tendono ad essere degli individui fortemente globali, molti dei quali hanno costruito la loro fortuna finanziaria da settori molto distanti da quello dell'arte. Essendo elemento portante del lato della domanda del mercato dell'arte, se ne parlerà più ampiamente nel paragrafo 1.3.

Il *governo* è un altro attore chiave nel mercato dell'arte: lo stato svolge infatti un ruolo critico come supporto, *promoter* e come ricercatore di fondi per supportare in modo diretto o indiretto le carriere degli artisti. Lo stato può anche influenzare in modo indiretto il mercato dell'arte, attraverso risorse, misure fiscali e leggi, ma allo stesso tempo è anche ne è anche un diretto consumatore e un "investitore", con gallerie nazionali e musei.

Ma la funzione più importante di questo agente resta quella di sostegno a questo segmento. Numerosi studi hanno cercato di analizzare l'importanza e il ruolo che giocano effettivamente in questo settore[25].

1.2 Il lato della domanda

"Per sua natura la domanda di quadri è fortemente variabile. È stato, infatti, osservato a proposito del bisogno estetico che il quadro cerca in qualche modo di soddisfare, come la sua intensità, durata, preferibilità, sia in dipendenza diretta della complessa personalità del soggetto economico. Più di altri, esso è influenzato da fattori psichici e intellettuali. La domanda promossa da questo bisogno è dunque variabilissima"[26].

Uno degli aspetti più evidenti del lato della domanda del mercato è sicuramente la sua espansione quantitativa: il crescere della stampa specializzata e del web hanno infatti contribuito a suscitare un bisogno indotto di questi beni, di pari passo con il miglioramento progressivo delle condizioni economiche di alcune classi di potenziali acquirenti. In fatto di consumo occorre comunque insistere sulla

[24] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 7.
[25] Si veda ad esempio Grampp W. D., *Pricing the priceless. Art, Artists and Economics*. New York, Basic Books, 1989.
[26] Bertolino A., Sulla natura degli oggetti d'arte e antichi. *Giornale degli economisti e annali di economia*, nov.-dic. 1963. p. 5.

difficoltà da parte della massa del pubblico alla pronta comprensione e all'immediato apprezzamento delle nuove correnti artistiche, oltre ai legittimi dubbi sulla loro stabile affermazione nel tempo[27].

L'arte, nell'era dell'economia libera, serve come investimento di capitali, come mezzo di speculazione a breve termine, come rifugio per l'evasione fiscale; più aumenta l'inflazione e più cresce la domanda, come ripeteva uno slogan anglosassone per cui l'arte è il "peggior nemico dell'inflazione"[28]. Negli ultimi anni, come si è accennato precedentemente, si è verificata una regolare crescita del consumo di arte: si è visto come ai collezionisti e agli acquirenti occasionali mossi da intenti culturali si siano aggiunte masse di speculatori che hanno contribuito ad aumentare in modo costante il lato della domanda.

Il collezionista privato, e anche quello pubblico, rappresentano la parte più consistente e solida della domanda nei mercati, a livello sia internazionale che locale. Il collezionista, come lo definisce Santagata, è il creatore di una "*enciclopedia magica*", di un ordine universale che fa parlare le cose del passato; è un personaggio insostituibile, che compare in tutti i mondi dello scambio dell'arte contemporanea[29].

Questo collezionista moderno è molto più simile a un mercante per quanto riguarda il rapporto con gli artisti e con il mercato; indipendentemente dalle disponibilità economiche, avrà una presenza attiva e aperta verso la comunità (solitamente non cercano quel distacco dal resto della società che invece caratterizzava i grandi collezionisti del passato). Riconosce che la sua attività, dettata dalla passione o dalla professione, è parte non marginale di un processo di produzione di cultura che andrà ad influenzare l'identità del luogo in cui vive o risiede. I collezionisti moderni hanno un ruolo sociale, perché sono testimoni viventi della cultura artistica, non solo fruitori[30].

Il collezionista si identifica come un attore autonomo nel processo del mercato dell'arte, distinto dal momento della creazione (a differenza, ad esempio, della figura del gallerista). Non sempre il collezionista è in comunicazione diretta con

---

[27] Raspi A., *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*. Roma, Artemide Edizioni, 1997. p. 39.
[28] Herchenröeder C., *Il Mercato dell'arte*. op. cit. p. 5.
[29] Santagata W., *Simbolo e Merce*. Bologna, Il Mulino, 1998. p. 95.
[30] *Ibidem*, p. 133.

l'artista: infatti l'artista immette le proprie opere nel mercato, che entrano quindi nel fitto sistema a rete delle gallerie, dei mercanti o, in un secondo momento, delle case d'asta. La figura del collezionista è sempre esistita, e da sempre ha ricoperto un ruolo di fondamentale importanza nel mercato artistico. E al giorno d'oggi esercitano un'influenza non meno importante: sono i primi ad ottenere le opere degli artisti emergenti che seguono, spesso anche con un certo anticipo rispetto alle collezioni museali.

Come scrive Angela Vettese, quando si parla di collezionare arte, è sempre bene riferirsi al collezionismo genuino, quello che nasce da un vero interesse per l'oggetto che si decide di acquistare; anche se si presta attenzione all'aspetto economico, si preferisce il campo dell'arte come ambito di investimento perché oltre a consentire un guadagno procura anche soddisfazioni di diverso tipo[31]. Non tutti gli acquirenti possiedono questi requisiti; scrive ancora la Vettese, "*per questo tipo di collezionisti possiamo sin da ora distinguere due generi di motivazioni, il primo di carattere sociale, il secondo strettamente legato alla psicologia individuale*"[32]. Il collezionismo ci può portare a comprendere quali siano i sentimenti che le persone proiettano sulle cose, sul mondo materiale con il quale costruiscono i loro rifugi contro l'ansietà, l'insicurezza, la sensazione di "assenza di identità": prendendo le distanze dal mondo esterno e costruendo un proprio universo privato per mezzo degli oggetti collezionati, l'individuo trasferisce se stesso in un mondo immaginario fatto su misura, che riflette e risponde ai suoi bisogni più personali, ai suoi desideri e alle sue passioni[33].
Il "bisogno d'arte" esprime un tipo di collezionismo che non è soltanto l'espressione di un eccesso di denaro da spendere, ma anche una delle più chiare manifestazioni della necessità dello spirito. Quindi, ciò che spinge l'amatore

[31] Vettese A., *Investire in Arte,* op.cit. p. 12.
[32] La Vettese spiega come secondo l'approccio di Maslow alla teoria dei bisogni, l'uomo avverte tre bisogni fondamentali ordinati secondo una gerarchia d'importanza: i *bisogni fisici*, che stanno alla base della sopravvivenza; i *bisogni sociali*, che stanno a fondamento dell'integrazione nel gruppo dei propri simili; i *bisogni dell'Io*, che presiedono all'autorealizzazione. Il concetto fondamentale della scala di Maslow è che l'uomo non sia mai soddisfatto: una volta realizzati quelli inferiori, sentirà la necessità lampante di soddisfare anche quelli presenti nel grado più alto della scala. Vettese A., *Investire in Arte,* op. cit. p.12.
[33] Leonini L., *L'identità smarrita. Il ruolo degli oggetti nella vita quotidiana*. Bologna, Il Mulino,1988. p. 117.

d'arte, ad esempio, ad entrare in possesso di particolari oggetti è soprattutto un interesse intellettuale, la sua è una ricerca dettata da un interesse culturale in determinati oggetti, per la loro rarità, particolarità o qualsiasi altra qualità. Non è, come per il collezionista di altri generi, uno sforzo disperato per raggiungere la completezza; la quantità non è un elemento rilevante nella sua ricerca. Non considera gli oggetti che raccoglie come facenti parte di una serie, ma apprezza le qualità uniche del singolo oggetto[34].

I collezionisti vengono normalmente distinti in base alla rilevanza che esercitano sul mercato dell'arte in due categorie: quella dei grandi collezionisti e quella dei piccoli e medi collezionisti; sono principalmente i grandi collezionisti che hanno deciso di creare la propria collezione spinti dall'amore per l'arte o per accrescere la propria reputazione. Nel 2011 la rivista americana ARTnews, in collaborazione con numerosi professionisti del settore, ha selezionato i duecento collezionisti più prestigiosi, pubblicando una lista dei primi dieci più attivi sul mercato internazionale; nove su dieci sono anche presenti nella lista dei miliardari pubblicata da Forbes[35].

1.3 Il lato dell'offerta

Analizzando la realizzazione del "prodotto" opera d'arte, è possibile notare come l'artista non risulti l'unico artefice, ma solo uno degli agenti operanti nel processo di produzione di questa specifica merce culturale, essendo il suo ruolo, spesso, subordinato a quello dei mercanti, dei critici e dei finanziatori[36]. Spesso il bene culturale acquista valore sul piano del mercato e su quello socio-culturale più per il fatto di essere un oggetto di possibile speculazione che non per il suo valore intrinseco. Il mercato pone ovviamente anche forti restrizioni alla libertà di coloro che producono arte, e può costituire un ostacolo all'innovazione artistica: l'argomentazione più solida contro un'offerta regolata esclusivamente dal mercato

[34] Leonini L., *L'identità smarrita. Il ruolo degli oggetti nella vita quotidiana.* op. cit. p. 128.
[35] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. Milano, Franco Angeli Editore, 2011. p. 164.
[36] Raspi A., *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*. op. cit. p. 23.

consiste nel fatto che coloro che offrono arte non sono in grado di appropriarsi interamente dei benefici arrecati alla collettività, poiché un individuo può godere di un'opera senza necessariamente dover pagare per essa[37].

Per quanto riguarda il lato dell'offerta, la variabile fondamentale è rappresentata dai costi che gli artisti devono sostenere per produrre un'opera d'arte: questi variano in base all'artista, alla tecnica utilizzata e se vengono utilizzati o meno materiali costosi (i costi per realizzare una scultura saranno tendenzialmente più elevati rispetto a quelli necessari per un dipinto o una stampa). Quindi sarà proprio il costo delle materie prime uno dei fattori che andrà ad influenzare il prezzo delle opere nel mercato. I costi di una scultura, ad esempio, saranno sicuramente più elevati rispetto a quelli di un dipinto o di una stampa; quindi l'influenza dei costi di produzione sul prezzo è tanto più forte quanto maggiore è il costo dei materiali impiegati[38]. Allo stesso modo, anche la dimensione delle opere andrà ad influenzare i costi di produzione: più grande sarà l'opera, maggiore sarà il prezzo di vendita. Ma l'effetto complessivo che questo elemento esercita sul prezzo risulta spesso essere ambiguo: l'ampiezza del formato può influire negativamente sulla domanda di tali beni, a causa delle possibili disponibilità limitate degli spazi dei collezionisti.
Un aumento del prezzo atteso può avere due effetti contrastanti sull'offerta delle opere d'arte: da un lato la produzione può esserne stimolata, soprattutto se l'artista interpreta l'aumento del prezzo atteso come un segno che la sua reputazione sta crescendo; d'altra parte, tuttavia, un aumento del prezzo atteso equivale per l'artista ad un aumento del reddito atteso, e può quindi indurlo, attraverso un processo di sostituzione, a diminuire la produzione di opere d'arte e a dedicarsi invece ad altre attività[39].

1.4 Mercato primario e secondario

Con riferimento ai soggetti coinvolti e al tipo di transazione, il mercato dell'arte è

[37] Frey B. e Pommerehne W., *Muse e mercati: indagine sull'economia dell'arte*. op. cit. pp. 46-48.
[38] *Ibidem*, p. 158.
[39] *Ibidem*, p. 159.

organizzato su tre segmenti: primario, secondario e d'asta, ciascuno con specifiche regole e istituzioni, nei quali agiscono spesso differenti operatori[40].

La complessità strutturale del mercato dell'arte potrebbe portare ad un certo superamento del concetto tradizionale di mercato come semplice regolatore dello scambio dei beni artistici: più che di mercato si potrebbe parlare di "Sistema Arte"[41], nel quale si trovano ad interagire l'artista, il mercante, il critico, la galleria e la casa d'asta, il museo, il collezionista, lo speculatore finanziario, il pubblico e la fondazione culturale. Ciascuno di questi agenti svolge un particolare ruolo nella formazione del prezzo dell'opera d'arte, ciascuno in segmenti molto specifici. Il mercato primario si riferisce all'arte proveniente direttamente dall'artista, messa in commercio per la prima volta: il gallerista acquista direttamente le opere, ne organizza mostre e altre manifestazioni in grado di promuovere l'immagine dell'artista.

Il mercato secondario invece riguarda la rivendita, intesa come vendita, scambio o acquisto, delle opere tra galleristi, collezionisti e musei. Un importante ruolo in questo segmento viene svolto dai cosiddetti *courtier,* o mediatori di professione: possono essere anche definiti mercanti senza galleria, poiché riescono a guadagnare cifre consistenti grazie a percentuali su opere di proprietà di collezionisti, o galleristi, proposte dal *courtier* ad altri soggetti interessati ad acquistarle[42]. Questo mercato è solitamente presente solo nelle città dove si commercia maggiormente l'arte[43].

Infine, le vendite alle aste, dove partecipano collezionisti, privati, galleristi ma anche responsabili dei musei (pubblici o privati).

---

[40] Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti*. Bologna, Zanichelli, 2004. p. 250.

[41] Tamburini G., *L'informazione nei mercati dell'arte*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte.* Bologna, CLUEB, 1997. p. 26.

[42] Pratesi L., *L'arte di collezionare arte contemporanea. Orientarsi nel mercato, conoscere le strategie, guadagnare in valore e in prestigio.* Roma, Castelvecchi, 2010. p. 57.

[43] Letteralmente il termine *courtier* significa mediatore, ma in realtà indica "qualcosa di più". Possono avere diverse provenienze e formazioni, e il loro giro d'affari può essere di notevole consistenza. Nonostante la figura del *courtier* si sia guadagnata nel tempo una connotazione sociale negativa (spesso si trattava di truffatori e spacciatori di falsi) e garantiscano meno garanzie rispetto ai galleristi, i collezionisti si affidano a loro per diversi motivi: intanto i prezzi tendono ad essere più bassi di quelli del mercato primario; inoltre avendo molti contatti riescono a soddisfare le richieste dei clienti che hanno poca dimestichezza con le gallerie. Vettese A., *Investire in Arte*, op. cit. p. 108.

Nel mercato primario, quindi, le opere d'arte fanno la loro comparsa e per la prima volta si vedono attribuire un valore economico; se il funzionamento di questo primo segmento è caratterizzato da oscillazioni di prezzo di non sempre facile spiegazione (si vedranno nel paragrafo 1.5 alcune delle caratteristiche che determinano il valore dell'opera in questa prima fase di mercato), quello del mercato secondario a prima vista appare più vicino a modalità più prevedibili.

Nel mercato primario troviamo una particolarità del mercato dell'arte che lo distingue da un mercato standard: è lo scambio a determinare la natura e il prezzo del bene. Questa specificità è meno rilevante nel mercato secondario, dove il bene ha già avuto un suo riconoscimento. I protagonisti del mercato primario sono infatti i galleristi, che hanno assunto sempre di più il ruolo di punto di riferimento per i collezionisti. È ai *dealers* che dobbiamo il lancio dei movimenti artistici del Novecento e la nascita di un mercato che riesce ad imporre artisti sempre più giovani. I maggiori tra loro hanno interpretato, influenzato e forse anche inventato la storia dell'arte del XX secolo, mettendo in moto quel meccanismo di intreccio tra le gallerie che ancora oggi contraddistingue il sistema dell'arte (si pensi ai ruoli determinanti che hanno svolto galleristi come Leo Castelli, Sidney Janis o Betty Parsons, solo per citarne alcuni)[44].

La maggior parte dei mercanti d'arte svolge un'attività che non si differenzia molto, nella sostanza, da quella di qualsiasi altro commerciante: come scrive Andrea Raspi, i mercanti si possono infatti definire dei rivenditori, essendo la loro attività principale quella di vendere dei prodotti già lanciati nel mercato da altri[45].

Tuttavia, nel campo in questione, non è possibile compiere una distinzione netta e precisa tra il momento in cui un'opera appare sul mercato e quello in cui viene valorizzata: il prodotto artistico acquista valore (economico e culturale), ovvero diventa un' "opera d'arte", quando diviene oggetto di interesse dei vari agenti presenti nel mercato. Quindi tutti i galleristi, a qualsiasi livello operino, contribuiscono al processo di valorizzazione dell'opera d'arte. Ma la valorizzazione di un artista non dipende tanto dai valori culturali che tramite la sua creazione intende trasmettere, ma dalla forza delle vendite delle sue opere; la

[44] Vettese A., *Investire in Arte*, op. cit. p. 90.
[45] Raspi A., *Arte e Mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro.* op. cit. p.75.

situazione attuale è tale che la funzione di valorizzazione, che dovrebbe essere quella più tipica del gallerista, tende a perdere le sue caratteristiche tradizionali, che erano ben definite nell'attività dei primi grandi mercanti del secolo. Oggi il ritmo del mercato è aumentato sempre di più, esigendo un circuito di produzione-valorizzazione-consumo in cui i due momenti (valorizzazione artistica e sfruttamento economico) non sono più intervallati da un lasso di tempo come avveniva in precedenza, ma formano, in pratica, un processo unico.[46]

Il gallerista si distingue da altre categorie di mercanti (basti pensare ai galleristi che trattano arte antica o antiquariato, senza allontanarsi molto) per un altro aspetto di fondamentale importanza: egli instaura un rapporto con il pittore di lunga durata, e continua a promuoverlo anche nell'eventualità di esiti di mercato non appaganti. Il gallerista assume il ruolo di *gate-keeper* per il mondo dell'arte contemporanea, stabilendo quali artisti verranno esposti e quali no: è lui che seleziona i nuovi talenti, è lui che si preoccupa della loro valorizzazione. Il rapporto che si va ad instaurare tra il gallerista e l'artista è una sorta di *joint-venture*: l'artista beneficia dello sforzo promozionale della galleria, così come la galleria beneficia dello sforzo creativo dell'artista[47]. Il gallerista si impegna nel sostegno e nella promozione, organizzando mostre personali o collettive, mostrando i lavori a fiere nazionali o internazionali. Questo rapporto deve essere fondato sulla fiducia reciproca: nessuno dei due può avere la certezza che l'altro si comporti nella maniera stabilita[48].

Ovviamente non tutte le gallerie sono uguali: si trova un grandissimo numero di gallerie a livello locale, un numero già più limitato di gallerie nazionali, fino ad arrivare all'apice della scala, le gallerie internazionali. Cosa rende una galleria più importante di un'altra? Fondamentalmente gli artisti che rappresenta. Gallerie

---

[46] Raspi A., *Arte e Mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro.* op. cit. p. 76.

[47] Candela G., Scorcu A. E., *Economia delle Arti,* op. cit. p. 258.

[48] Damien Hirst spiega nel suo Manuale per Giovani Artisti come possa essere rischioso il rapporto tra un artista e un grande collezionista. Gli viene chiesto: « Essere comprati da Saatchi significa una crescita della reputazione, essere alla moda?» e lui risponde: «Meno di prima. Come dicevi, se lo vende mi crea problemi. E lo venderà. Gli interessano i soldi, ecco perché ha speso così tanto per lo squalo. Ha tutti questi lavori, ne ha almeno sei, forse di più, e pensa: "se pago seimila per uno, tutto il resto aumenta di valore." Poi arriva a un punto in cui non sale più, allora vende tutto e cerca un altro artista.» Hirst D. e Bunt G., *Manuale per Giovani Artisti. L'Arte raccontata da Damien Hirst*. Milano, Postmediabooks, 2004. p. 112.

come quella di Gagosian o la White Cube di Londra rappresentano solamente artisti già affermati, di grande successo. Le gallerie quindi si distinguono a partire dalla fascia di mercato a cui si rivolgono: i galleristi che si occupano di artisti emergenti o poco affermati, si rivolgono a collezionisti-pionieri che intendono ripagare il rischio di un investimento incerto con una spesa limitata[49]. Ad esempio, una galleria che decide di collocarsi nel cuore di Londra si rivolgerà a una clientela matura, ricca, che punta artisti ormai affermati; al contrario, una galleria ubicata in periferia che espone artisti emergenti avrà a disposizione una clientela meno incline a spendere cifre esorbitanti.
La segmentazione permette ad una galleria di posizionarsi in una specifica nicchia di mercato e di creare un prodotto con un vantaggio competitivo[50].

Gran parte del mercato secondario è quello in cui i commercianti offrono le opere d'arte per un'ulteriore rivendita; uno dei tratti distintivi di questo segmento è la predominanza del commercio, in cui il valore viene determinato da uno scambio tra il vecchio proprietario e il nuovo acquirente[51]. Nel mercato primario i prezzi tendono ad essere più bassi rispetto a quelli del mercato secondario, ma questo può dipendere anche dal fatto che può essere necessario del tempo prima che all'opera venga riconosciuto il suo reale valore artistico; quando l'opera viene rivenduta si avrà un prezzo superiore rispetto a quello di partenza, ma allo stesso tempo le informazioni a disposizione sull'artista e sulla sua carriera saranno maggiori, e l'acquisto risulterà essere quindi meno rischioso. L'aspetto peculiare di questo mercato resta quindi la presenza di andamenti di prezzo erratici e talvolta perfino anti-ciclici[52].

Il secondo mercato va oltre la categoria dei collezionisti-pionieri e conquista coloro che vogliono acquistare un'opera per motivi diversi dalla passione culturale o dalla mera speculazione, ad esempio per arredare la casa o perchè la firma di un certo artista è diventata uno *status symbol* molto apprezzato in società[53]. Sia dal

[49] Vettese A., *Investire in Arte*, op. cit. p. 102.
[50] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 54.
[51] McAndrew C., *Fine Art and High Finance,* op. cit. p. 4.
[52] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 56.
[53] *Ibidem*, p. 104.

lato della domanda che da quello dell'offerta possono trovarsi diversi tipi di attori; dal lato della domanda ci possono essere attori passivi che non intervengono nel processo di legittimazione dell'opera, oppure attori molto attivi alla ricerca di operazioni speculative a partire da opere già affermate. Sul lato dell'offerta si trovano sia venditori la cui azione di marketing si limita al prezzo, sia quelli alla ricerca del rinnovamento delle proprie collezioni. Il reale funzionamento di questo segmento secondario dipenderà allora dal rispettivo ruolo di ciascuno di questi diversi attori: se accanto ai collezionisti-acquirenti "tradizionali" intervengono anche imprese che vedono nell'acquisizione di opere d'arte un ritorno in termini di immagine, i prezzi tenderanno a crescere; se al fianco dei galleristi alcuni musei metteranno sul mercato opere appartenenti a correnti considerate ormai superate, i prezzi tenderanno ad abbassarsi.
Il funzionamento del mercato secondario non è privo di influenza sui generi artistici; valorizzando o svalutando determinate opere, questo segmento influenza se non il valore artistico delle opere, almeno il modo di guardare ad esse.

1.5 Le determinanti dei prezzi delle opere d'arte

Come scrive Donald Thompson, è impossibile osservare un'opera all'anteprima di un'asta senza che l'occhio cada sul prezzo e senza che questo condizioni il nostro modo di giudicarla[54]. È il prezzo il reale motore dell'arte contemporanea. Ma come viene stabilito il prezzo? Sicuramente non ha un legame diretto con i costi di produzione, poiché la spesa sostenuta per la tela o per i colori è irrisoria rispetto al prezzo di vendita; e neanche il tempo che impiega l'artista per realizzarla può essere un fattore determinante: per realizzare alcune opere bastano poche ore, per altre mesi, o anche anni. Quindi Thompson afferma che i prezzi delle opere non riflettono la qualità dell'opera o il loro valore artistico, ma semplicemente le sue dimensioni: nei casi in cui le opere di un artista dalle stesse dimensioni riportino prezzi diversi, questa differenza viene giustificata riferendosi alla difficoltà dell'esecuzione o alla particolare importanza dell'opera più cara.
Come si può dedurre da quanto esplicato nel paragrafo 1.3, il punto di partenza

[54] Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari*. op.cit. p. 254.

per l'elaborazione del prezzo di un'opera (ovviamente ci si riferisce in particolar modo alle opere di arte contemporanea, poiché quelle dei secoli scorsi hanno già un loro livello dei prezzi) è la reputazione di cui gode il gallerista[55]. Successivamente, sarà la fama dell'artista ad accrescere ulteriormente il livello dei prezzi. Ma questo accade solo per gli artisti emergenti. Quando invece un gallerista propone opere di artisti già affermati, o deceduti, solitamente tiene conto dei prezzi delle aggiudicazioni d'asta ottenuti dall'artista; di norma i mercanti non fissano mai i prezzi al di sopra dei risultati ottenuti alle aste[56].

In linea di massima, come spiega Fiz, si potrebbe dire che le quotazioni dipendono dalla somma di un insieme di elementi che il collezionista deve sempre tener presente quando acquista l'opera di un artista: la qualità dell'opera, il grado di commerciabilità e di piacevolezza, la forza economica e l'importanza del gallerista, il critico di riferimento, le pubblicazioni e il curriculum delle mostre, i collezionisti, la diffusione nazionale e/o internazionale, il ruolo dei musei e delle istituzioni pubbliche, gli investimenti pubblicitari[57]. Questi elementi possono essere visti come una sorta di "certificato di garanzia" da parte del collezionista, che serve ad attestare l'importanza effettiva dell'artista[58].

Achille Bonito Oliva nel testo *Italia 2000. Arte e sistema dell'arte* ha scritto che il prezzo di un'opera è la conseguenza di un lungo processo, costituito da una catena di ruoli complementari in cui il gallerista, il critico, il collezionista, i media e il museo contribuiscono, con modalità e pesi differenti, alla valutazione del prezzo finale dell'opera[59]: tale sistema ha assunto le dimensioni internazionali a partire dagli anni sessanta, con l'intensificarsi degli scambi tra Europa Occidentale e Stati Uniti. Se l'artista, con alle spalle una buona galleria e il sostegno di un importante critico, viene inserito in importanti mostre (come la Biennale o Documenta) riuscendo così ad imporsi a livello internazionale, vedrà le sue quotazioni lievitare.

---

[55] Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari.* op.cit. p. 270.

[56] Nell'esposizione di Bacon alla galleria di Gagosian a Londra i prezzi delle opere non erano esposti perchè non ancora stabiliti; questo perchè di li a breve ci sarebbe stata la vendita all'asta da Chriestie's di "*Three studies for a self-portrait*", e Gagosian voleva stabilire i "suoi" prezzi in base a quelli di aggiudicazione. Cfr, Thompson D., *Lo squalo da 12 milioni di dollari.* op. cit. p. 276.

[57] Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea.* op. cit. p. 13.

[58] *Ibidem*

[59] Bonito Oliva A., *Italia 2000. Arte e sistema dell'arte.* Milano, Giampaolo Prearo Editore, 2000. p.11.

Quando le opere d'arte diventano oggetto di attenzione dell'economia, è importante prendere in considerazione alcune caratteristiche che li differenziano dagli altri beni. Una prima peculiarità che li riguarda è sicuramente la scarsità: la maggior parte beni è presente in esemplari unici e la disponibilità è sempre (tranne rare eccezioni) limitata. Un secondo fattore importante è che tali beni sono soggetti come scrivono Lazzaro e Mossetto, a una duplice valorizzazione nel tempo[60]: non solo per ciò che riguarda il supporto materiale dell'opera, ma anche per quanto concerne l'apporto del lavoro specifico dell'artista; questo valore aggiunto, quindi, viene dato dall'idea creativa dell'artista e dalla fattura tecnica dell'opera[61].

Questi primi due fattori possono però subire delle lievi modifiche quando ci si riferisce all'arte contemporanea: intanto perchè l'artista (che si assume non essere deceduto) può produrre sempre nuove opere, evitando così la presenza di un numero limitato di opere (anche in questo caso con le debite eccezioni, si prenda ad esempio il "caso Cattelan"); inoltre il lavoro e la popolarità dell'artista vengono influenzate notevolmente dalle mode temporanee, e sono pochi quegli artisti viventi che possono godere di una fama consolidata.

Il complesso problema della determinazione dei prezzi delle opere d'arte si può affrontare percorrendo un iter tipicamente soggettivo: il prezzo viene infatti deciso dai soggetti[62]. Angela Vettese, come molti altri studiosi, indica alcuni dei parametri più importanti che concorrono alla determinazione del prezzo dell'opera, fermo restando che il giudizio finale sul valore commerciale della stessa richiede elasticità oltre che competenza.[63]

Le opere d'arte sono soggette a un insieme di variabili principalmente qualitative; ad esempio la *qualità* è uno dei primi fattori che esercita una forte incidenza sul

---

[60] Lazzaro E. e Mossetto G., *Le determinanti dei prezzi delle opere d'arte*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte.* op. cit. p.41.

[61] Come scrive anche Andrea Raspi, due sono le funzioni che caratterizzano l'opera dell'artista: in primo luogo la *funzione creatrice*, relativa alla produzione di nuove idee, di nuovi valori artistici; in secondo luogo, la *funzione produttrice* o *di produzione* di oggetti opere d'arte, intesi come beni da collocare sul mercato. Cfr, A. Raspi, *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*. op. cit. p.23.

[62] Raspi A., *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*. op. cit. p. 29.

[63] Vettese A., *Investire in Arte*, op. cit. p. 211.

prezzo di vendita. Ma come nota Raspi non mancano le eccezioni, per cui non si può considerare questo fattore come veramente determinante: ci sono opere di alta o buona qualità (soprattutto nei generi di non facile comprensibilità, come l'arte informale) che registrano dei potenziali di prezzo relativamente bassi. La qualità appare allora più come un presupposto adatto alla valutazione della produzione di un singolo artista, più che un fattore significativo per il confronto tra artisti diversi.

Un altro fattore oggettivo che concorre al processo di attribuzione del prezzo è la *tecnica di esecuzione*. Il mercato mostra di apprezzare maggiormente le pitture e soprattutto i dipinti eseguiti su tela con acrilici o colori ad olio. Solitamente, a parità di dimensioni, una tempera viene valutata meno della metà di un olio dalle caratteristiche analoghe; un acquarello circa un quarto, e un disegno meno di un decimo[64]. La tecnica, poi, coinvolge a sua volta altri tre fattori: la conservabilità delle opere, il mestiere dell'autore, e l'equilibrio tra il soggetto rappresentato e il luogo di destinazione potenziale di tali opere.

Il valore finale di un'opera dipende dalla *dimensione*, a parità di altre condizioni; solitamente, più un bene è grande, più alto sarà il suo valore. Nell'ambito del mercato francese di inizio secolo è nato il "sistema dei punti", ancora oggi utilizzato: è una misura convenzionale adottata per valutare le opere in base alla loro area[65] (questo ovviamente con debite eccezioni: un quadro può essere di dimensioni molto ridotte ma avere un altissimo valore commerciale, come "*La Merlettaia*" di Jan Vermeer). Un artista con stabili quotazioni di mercato potrebbe quindi avere un valore "un tanto al punto"; recentemente si è pensato di moltiplicare le somme della base e dell'altezza del quadro per un coefficiente variabile di anno in anno. Attualmente i galleristi di arte contemporanea si scambiano informazioni sul valore degli artisti definendo un coefficiente che viene applicato alla grandezza del quadro (misurata come somma della sua base più l'altezza): un grande maestro avrà un coefficiente piuttosto alto, un giovane alle prime esperienze intorno allo 0,5[66]. Questa tecnica viene definita "*punto-quadro*".

---

[64] Vettese A., *Investire in Arte*, op. cit. p. 212.
[65] *Ibidem*, p. 214.
[66] Santagata W., *Simbolo e Merce*. op. cit. p. 154.

Nella Tabella 1.1 vengono riportate le misure correnti per il mercato italiano.
Un altro elemento essenziale per il calcolo del valore di un'opera è il *periodo* in cui è stata prodotta; quello che si tende a valutare maggiormente è il periodo più innovativo dell'artista, quello nel quale egli ha dato i suoi migliori contributi e ha iniziato a rendersi noto al pubblico: sono numerosissimi gli artisti i quali, sapendo che un'opera che reca una certa data vale di più di quelle che sta producendo in quel momento, retrodatano queste ultime sperando in un loro miglior piazzamento sul mercato[67]. La valutazione del mercato tiene decisamente conto della rilevanza storica dell'opera: un'opera non deve essere solo "bella", ma deve appartenere a un momento importante della carriera di un artista.
Anche per gli artisti emergenti, è necessario tenere conto del curriculum critico delle loro opere e della loro attività in generale; la *recensione critica* è elemento ormai imprescindibile nella valutazione di un'opera.

Tabella 1.1 Misure correnti italiane unificate e parificate al sistema di misurazione internazionale.

Punti	Misure		Punti	Misure
1	18x24		10	40x60
2	20x25		10	45x55
3	20x30		10	45x60
4	20x35		12	50x60
4	25x30		15	50x70
4	24x30		10	60x70
5	20x40		25	60x80
5	25x35		25	50x100
5	30x35		25	60x90
6	30x40		30	60x100
6	35x40		30	70x100
8	35x45		40	60x120
8	35x50		40	80x100
8	40x50		-	-

Fonte: Vettese A., *Investire in Arte*. p. 213.

[67] Vettese A., *Investire in Arte*, op. cit. p.214.

Un quadro recensito nelle riviste specializzate acquista maggior valore, e ovviamente più è importante la pubblicazione più alto sarà il prezzo finale.
Altri fattori sono anche il soggetto e la composizione dell'opera; come spiega Anderson, per il quale si rimanda al capitolo 4, il soggetto è una forte discriminante per il prezzo dell'opera. Non sono rari i casi in cui opere di eccellente qualità e di artisti affermati siano rimasti invenduti numerose volte a causa del soggetto stesso (può essere comprensibile come temi quali una flagellazione o un martirio non trovino facilmente degli acquirenti al di fuori dei musei o delle fondazioni). L'elemento sicuramente più importante resta la fama dell'artista.
Tutti gli elementi sopra elencati non hanno mai portato ad una trasparenza nel mercato dell'arte. A partire dallo studio di Baumol (1986) la comunità scientifica-economica si è adoperata per la costruzione di numeri indice relativi ai prezzi delle opere d'arte, per cercare una metodologia che potesse rispondere all'esigenza di calcolare tutte quelle variazioni che sono tipiche di tali beni. Nel capitolo 2 verranno analizzati i metodi principali adottati per la costruzione di tali indici dei prezzi.

CAPITOLO 2
METODI DI COSTRUZIONE DEGLI INDICI DI PREZZO

Tramite gli indici dei prezzi del mercato dell'arte è possibile valutare sia se le opere che vengono scambiate possiedano o meno un valore fondamentale attorno cui oscillano i prezzi, sia studiare le tendenze di lungo periodo del mercato, sia confrontare l'andamento del settore e dei suoi comparti (dipinti, grafica, sculture, ecc..) con quello del mercato azionario, obbligazionario e immobiliare.[68]
Ma, come si è visto sopra, gli indici dei prezzi delle opere non possono essere calcolati con metodi simili a quelli usati per costruire gli indici di altri segmenti del mercato: è stato accennato come proprio per le sue caratteristiche intrinseche, l'opera d'arte viene scambiata con una frequenza decisamente inferiore rispetto a quella con cui si rivende un pacchetto azionario, e ci sono opere che non vengono mai rivendute.
Ognuno dei diversi metodi proposti per costruire gli indici dei prezzi del mercato dell'arte è caratterizzato da un criterio specifico per la selezione dei dipinti, tenendo conto in modo diverso dei problemi di eterogeneità e variabilità nel corso del tempo delle caratteristiche dell'opera stessa.
In Appendice viene fornito un piccolo approfondimento sui numeri indice.

2.1 Il metodo dei testimoni privilegiati

Secondo il metodo dei testimoni privilegiati, un gruppo di esperti seleziona alcuni artisti e alcune opere che, a loro parere, hanno una forte incidenza nella determinazione dell'andamento dei prezzi di mercato. La scelta di includere o meno una determinata opera nell'indice, assegnandogli quindi un certo peso, è dovuta a preferenze arbitrarie e personali, cosa che rende questi indici "soggettivi".

[68] Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti,* op. cit. p. 295.

Se la scelta dei maestri più importanti viene decisa in ciascun periodo, i maestri dimenticati o artisticamente obsoleti non vengono considerati nell'indice, mentre il contrario avviene per quelli che diventano rilevanti: per cui si avrà una tendenziale sovrastima dell'effettivo andamento del mercato; se invece la scelta viene mantenuta costante per lungo tempo, i maestri obsoleti rimangono "artificiosamente" nell'indice, mentre vengono sistematicamente esclusi quelli emergenti, e il risultato sarà una sottostima[69].

Un limite di questo metodo di costruzione degli indici è che focalizzandosi solo sugli artisti considerati di maggior interesse, si ipotizza implicitamente un comportamento passivo dei prezzi di tutti gli altri artisti. Inoltre, lo scopo di queste indagini è la valutazione completa e complessiva dell'artista, non di singole opere da esso disgiunte[70].

Un esempio di indice costruito con questo metodo è il *Sotheby's Art Index*, nato dalla collaborazione tra il quotidiano « The Times » e la casa d'aste Sotheby's di Londra.

Il metodo dei testimoni privilegiati è stato utilizzato anche per la formazione del catalogo a cura di Gerard Reitlinger, su cui si basano numerosi studi condotti in questo campo: tutti i dati sono frutto di una selezione basata sul gusto dell'autore, fondata non solo sulla fama degli artisti, ma anche sui suoi gusti personali. Nell'introduzione alla seconda parte del suo testo, *The Economics of Taste*, Reintlinger spiega come la sua scelta si sia basata su quello che potremmo definire il "grado di popolarità" dell'artista: per ogni periodo analizzato, sono stati considerati solo i maestri che registravano un maggior successo nelle vendite delle case d'asta. L'esclusione dall'indice non è quindi un sintomo di inferiorità o di minor valore artistico, ma di una riflessione basata sulle preferenze del mercato[71].

Anche la presenza di maggiori transazioni analizzate riguardanti il mercato delle pitture inglesi del diciottesimo secolo, vengono ritenute più significative rispetto ad altri movimenti in quanto erano proprio le opere inglesi ad animare le vendite nelle case d'asta in quel determinato periodo. Un'altra caratteristica importante di

---

[69] Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti,* op. cit. p. 296.

[70] Lazzaro E. e Mossetto G., *Le determinanti dei prezzi delle opere d'arte.* In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte.* op. cit. p. 49.

[71] Reitlinger G., *The Economics of Taste, I: The Rise and Fall of the Picture Market, 1760-1963*. London, Barrie and Rockliff, 1961. p. 254.

questo indice è che non si basa solamente sui prezzi d'asta, ma riporta anche transazioni tra collezionisti o tra collezionisti e musei[72].
Si è visto quindi come la metodologia dei testimoni privilegiati si basi su un campione "arbitrariamente rappresentativo" del mercato da analizzare, tra le opere che in quel periodo sono state vendute[73]. Proprio per questo motivo andrebbe aggiornata periodicamente.

2.2 Il metodo della doppia vendita

La maniera naturale per stimare la rivalutazione di un'opera d'arte è quello di confrontare il suo prezzo di acquisto con il suo prezzo di vendita[74]. Il metodo della doppia vendita si basa sulla constatazione che ogni dipinto è unico e prende in considerazione come dati importanti solo i diversi prezzi di vendita che ne hanno caratterizzato la storia, rilevati in vendite successive; così facendo, le variazioni di prezzo non vengono influenzate dall'eterogeneità del mercato.
Osservando le variazioni del prezzo di uno stesso dipinto in un arco di tempo, si può vedere come cresca, nella maggior parte dei casi, il suo valore. Dal momento che si dispone, solitamente, di più osservazioni doppie riferite a dipinti diversi, il problema dell'eterogeneità interviene in un secondo momento, quello della aggregazione dei dati. Ad esempio, se uno stesso quadro viene venduto in t e in ($t + 2$), e un disegno in t e in ($t + 3$), nel calcolo dei numeri indice riferiti ai periodi t, ($t + 1$), ($t + 2$) e ($t + 3$), è necessario dare un peso alle variazioni dei prezzi in tutti i periodi. Questo problema viene spesso affrontato ricorrendo al metodo della *repeated sales regression*.
Supponiamo che nel periodo t=1 due opere A e B vengano vendute rispettivamente ai prezzi 10 e 100, e rivenduti al tempo t=2 a 20 e 120. Utilizzando il metodo della doppia vendita, valutando il valore iniziale e quello finale del portafoglio (quindi 110 e 140), l'indice, pari a 100 in t=1, sale a 127,27 in t=2, registrando un incremento medio pari al 27,27%. Questo segnale positivo

[72] Reitlinger G., *The Economics of Taste, I: The Rise and Fall of the Picture Market, 1760-1963.* op. cit. p. 255.
[73] Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.* In Biordi M. e Candela G., *L'arte etnica tra cultura e mercato.* Skira Editore, Milano, 2007. p.43
[74] *Ibidem*, p.43.

ovviamente non può essere generalizzato, poiché non ci sono garanzie che le opere prese ad esame siano un campione rappresentativo del mercato nel due periodi t =1 e t = 2.

Prendiamo un dipinto C, che viene scambiato in t=1 a un prezzo pari a 50, e in t=3 a 100: in questo caso non conosciamo il valore di t=2. Sembra ragionevole ipotizzare che l'aumento del valore del dipinto C sia avvenuto gradualmente nel corso del tempo, piuttosto che solo nel lasso di tempo tra t=2 e t=3; questo è quello che implicitamente viene assunto con l'applicazione della *repeated sales regression (RSR)*[75].

Questa metodologia fu proposta per la prima volta nel 1963 come metodo di monitoraggio dei prezzi degli immobili[76]. I mercati immobiliari, infatti, presentano delle difficoltà di monitoraggio simili a quelle del mercato dei beni artistici[77]. Ciò che accomuna questi due mercati a differenza del mercato finanziario sono le variazioni di tempo in cui avvengono le transazioni: nel mercato immobiliare, come in quello artistico, le compravendite possono avvenire in due lassi di tempo molto distanti tra loro e non sempre in modo continuo; inoltre, i costi di transazione risultano essere decisamente più elevati. Rispetto al mercato artistico, d'altronde, quello immobiliare presenta più difficoltà nella rilevazione dei prezzi di vendita: le fonti sono limitate e spesso distorte. Il metodo RSR consente di ottenere stime ed errori standard per un indice dei prezzi delle abitazioni attraverso l'uso di regressioni stimate con il metodo dei minimi quadrati ordinari[78].

Una vendita ripetuta si verifica quando uno stesso bene (un immobile, come anche un'opera d'arte) registra più transazioni sul mercato. Per ogni coppia di vendite si calcola il logaritmo del prezzo relativo, dato dalla differenza tra il logaritmo del prezzo della seconda vendita e quello del prezzo della prima; l'insieme di questi logaritmi dei prezzi relativi viene regredito su un insieme di variabili *dummy*, una per ogni osservazione del logaritmo dell'indice dei prezzi. La *dummy* viene posta uguale a +1 nel momento della seconda vendita, e pari a -1 nel momento della

[75] Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti*. op. cit. p. 297.

[76] Bayley M., Muth J. F. e Nourse H. O., A regression method for real estate price index construction. *Journal of American Statistical Association,* vol.58, pp. 933-942, 1963.

[77] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta.* Bologna, CLUEB, 1994. p. 32.

[78] *Ibidem*, p.33.

prima vendita[79]. Si dimostra come ciò equivalga alla regressione del prezzo per ciascuna vendita ripetuta sulla sua corrispondente variabile *dummy* del periodo considerato. La funzione di regressione viene allora così definita:

$$r_{itt'} = \Sigma_{j=1}^{T} b_j x_j + u_{itt'}$$

dove: $r_{itt'}$ è il logaritmo del prezzo relativo al bene *i*, con la prima osservazione in *t* e quella finale in *t'*; x_j è la variabile *dummy* (pari a +1 allo stato finale e a -1 alo stato iniziale); b_j è il valore del logaritmo dell'indice dei prezzi nel periodo *j* (la variabile da stimare); e $u_{itt'}$ è il termine di disturbo.

Tuttavia, l'analisi della doppia vendita finisce per coprire una minima parte dei dipinti venduti sul mercato; come si è visto, R. C. Anderson utilizzando il catalogo Reitlinger ha ricavato 1739 dati di doppie vendite da circa 13000 transazioni effettuate tra il 1653 e il 1970[80]; J. Mei e M. Moses, da tutte le vendite effettuate nel periodo 1875-2000 alle case d'asta di Christie's e di Sotheby's, hanno ottenuto 4896 doppie vendite[81]. La perdita di informazione rispetto al complesso delle osservazioni disponibili iniziali risulta notevole e appare difficile sostenere che il mercato dell'arte visiva possa essere descritto dal solo limitato sottoinsieme dei dipinti venduti almeno due volte, compromettendo in parte la veridicità degli indici così calcolati[82].

Una delle più importanti analisi sul mercato dell'arte realizzata con questo metodo è quella compiuta da Frey e Pommerehne[83], in cui sono stati presi i "pittori più famosi del mondo" secondo l'elenco stilato da Reitlinger. Lo studio verrà approfondito nel prossimo capitolo.

---

[79] *Candela G. e Scorcu A. E., Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta. op. cit. pp. 33-34.*

[80] Anderson R. C., Paintings as an Investment. *Economic Inquiry*, 1974, pp. 13-26. *passim*.

[81] Mei J. e Moses M., Art as an Investment and the Undeperformance of Masterpieces. *American Economic Review*, vol. 82, n. 5, dicembre 2002. pp. 1656-68. *passim*.

[82] Viene inoltre sottolineato il fatto che l'indice fornisce dati annuali o semestrali, quando a livello empirico le vendite avvengono generalmente su lunghi intervalli di tempo, 15-20 anni: di conseguenza, un rendimento annuale ma calcolato con riferimento a un periodo di 20 anni può essere poco significativo per l'investitore o il collezionista tipo. Cfr, Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti*. op. cit. p. 296.

[83] Frey B. e Pommerehne W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte,* op. cit.

2.3 Il metodo della regressione edonica

In questo paragrafo si considera un'applicazione empirica[84]. Il metodo del prezzo edonico fonda le sue origini nell'economia agraria;[85] Frederick V. Waugh (1928)[86] pubblicò il suo lavoro pionieristico sull'influenza dei fattori qualitativi nei prezzi degli ortaggi. Waugh ha impiegato il metodo della regressione sul prezzo riguardante gli asparagi di Boston secondo tre parametri qualitativi: il tono di colore, la misura del gambo e l'uniformità delle punte; il suo intento era quello di determinare l'importanza che i consumatori davano a tali attributi. Successivamente, Court (1939) studiò la variazione dei prezzi nel mercato automobilistico in relazione alle caratteristiche di performance[87].

La prima applicazione della metodologia della regressione edonica allo studio dell'andamento dei prezzi di mercato viene attribuito a Rosen (1974). I prezzi edonici vengono da lui definiti come dei prezzi impliciti degli attributi dei beni, che sono rivelati dagli agenti economici[88]. È quindi il prezzo di un certo attributo implicito nell'osservazione del prezzo di vendita un particolare bene; la funzione di prezzo edonico, quindi, descrive il prezzo atteso (o il logaritmo del prezzo atteso) in funzione di un insieme di caratteristiche[89].

Da circa quarant'anni, negli Stati Uniti, l'analisi edonimetrica è stata applicata al fine di stimare, per mezzo di prezzi espliciti, la domanda di beni eterogenei privi di mercato, come caratteristiche abitative o risorse pubbliche, ma in grado di influire sui prezzi di altri beni[90]. Le analisi edonimetriche possono essere raggruppate in due categorie. La prima si occupa di individuare il rapporto tra i prezzi dei beni immobiliari e la varietà di caratteristiche abitative o territoriali; si tratta di un modello tipicamente estimativo o di valutazione a scopo di

[84] Verbeek M., *Econometria*. Bologna, Zanichelli, 2006. p. 57.
[85] Campos N. F. e Barbosa R. L., Paintings and numbers: an econometric investigation of sales rates, prices, and return in Latin American art auctions. *Oxford Economic Paper*, n. 61, pp. 28-51, 2009. p. 36.
[86] Waugh F. V., Quality Factors Influencing Vegetable Prices. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 10, n. 2, pp. 185-196, 1928.
[87] Court A., Hedonic price indexes with automotiv examples. The Dynamics of Automobile Demand. *General Motor Corporation*, pp. 99-117, 1939.
[88] Rosen S., Hedonic prices and implicit markets: product differentiation in pure competion. *The Journal of Political Economy*, vol.28 n.1, pp. 34-55, 1974. p. 34.
[89] Verbeek M., *Econometria*. op. cit. p. 57.
[90] Bravi M., Il metodo edonimetrico nella valutazione pubblica. *Genio Rurale,* n. 1, pp. 13-22. 1994.

imposizione fiscale, mentre la seconda categoria di studi ha come riferimento principale l'ambito delle politiche pubbliche e si basa sull'assunzione che il valore ricercato è quello dell'esternalità economica di alcuni beni pubblici[91].

L'applicazione della metodologia al campo dell'arte si deve a Chanel (1995)[92]. Secondo lo studioso francese, un "non-economista" potrebbe ritenere che un'opera d'arte abbia un valore e un prezzo soggettivo, risultante da un consenso generale; ma grazie all'econometria, è possibile studiare in modo oggettivo tutti quegli elementi che concorrono alla determinazione del prezzo e che quindi non possono e non devono essere trascurati (Chanel, 1995). Grazie al metodo della regressione edonica, è possibile costruire un indice per il mercato dell'arte che permetta di analizzare il rendimento di questo segmento del mercato: nello studio effettuato da Chanel (1995) si è preferito calcolare il prezzo delle opere con il metodo della regressione edonica rispetto a quello della *repeated sales regression*, che a parere dell'autore risulta di più difficile applicazione (Chanel, 1995).

In uno studio successivo, Chanel e Ginsburgh (1996)[93] seguendo proprio la concezione edonica, hanno evidenziato come i beni non vengano domandati in quanto tali, ma in quanto portatori di alcune caratteristiche richieste dai consumatori[94].

In questa metodologia si ipotizza come la dinamica del prezzo di un'opera sia legata all'andamento complessivo del mercato aggiustato per l'effetto esercitato dalle numerose caratteristiche (l'artista, il soggetto, il materiale utilizzato, la tecnica pittorica, ecc.), che identificano il dipinto e ne fanno un oggetto unico[95]. Ad ogni caratteristica (alcune di queste sono anche quantitative, come la dimensione dell'opera) viene attribuito un "peso" monetario; si assume che ogni caratteristica, anche immateriale, possa essere oggetto di una valutazione economica poiché è fonte di piacere o di utilità per il compratore.

Il metodo di regressione edonica può essere allora espresso dalla formula:

---

[91] *Bravi M.,* Il metodo edonimetrico nella valutazione pubblica. *Genio Rurale, n. 1, pp. 13-22. 1994.*

[92] Chanel O., Is art market behaviour predictable?. *European Economic Review*, n.39, pp. 529-537, 1995.

[93] Chanel O., Gérard-Varet A. L. e Ginsburgh V., The relevance of Hedonic Price Indices. *Journal of Cultural Economics*, vol. 20, pp. 1-24, 1996.

[94] Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.* In Biordi M.e Candela G., *L'arte etnica tra cultura e mercato.* op. cit. p. 44.

[95] Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti*. op. cit. p. 297.

$$\ln P_{kt} = \Sigma_{m=1}^{M} \alpha_m X_{mkt} + \Sigma_{t=1}^{T} \beta_t \delta_t + \varepsilon_{kt}$$

con k=1,...,K; m=1,...,M; t=1,...,T

dove P_{kt} rappresenta il prezzo del bene *k* al tempo *t*; X_{mkt} è una determinata caratteristica del bene *k* al tempo *t*; δ_t è la variabile *dummy* con valore uguale a 1 per una vendita verificatasi nel tempo *t*[96].

Neutralizzando l'effetto di tutte queste caratteristiche specifiche, rimane il prezzo di un « dipinto grigio », eseguito da un maestro standard, con tecniche standard ecc.; dal prezzo di questo dipinto grigio in diversi periodi si ottiene un indice di prezzo per il mercato. Questa metodologia tiene quindi conto della diversa qualità artistica dei dipinti.

Il principale limite di questo metodo è relativo alla difficoltà di individuare tutte le caratteristiche artistiche rilevanti nella determinazione del prezzo, poiché anche queste sono soggette a una valutazione soggettiva; soprattutto col mutare dei gusti del pubblico, la stima del dipinto grigio può essere distorta, alterando quindi il valore dell'indice.

2.4 Il metodo del dipinto medio e del dipinto rappresentativo

La metodologia del dipinto medio venne proposta da John P. Stein, ma sarà approfondita nel capitolo successivo; l'autore ha cercato di migliorare il metodo del testimone privilegiato provando a limitare la parzialità e la soggettività del campione utilizzato[97]. Si basa sulla considerazione che tutti i dipinti che rispettano un certo criterio possono essere simili, e quindi aggregabili, dei quali si può assumere un valore medio. L'indice viene quindi costruito come un rapporto tra medie.

Se la scelta del criterio di selezione si rivela efficace, si possono ottenere

[96] Chanel O., Is art market behaviour predictable?, op. cit. p. 521.

[97] Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.* In Biordi M. e Candela G., *L'arte etnica tra cultura e mercato.* op. cit. p. 43.

numerose informazioni, differentemente da quanto avviene col metodo della doppia vendita; tuttavia questa scelta per il campionamento risulta tutt'altro che facile. Stein ha utilizzato un criterio forse troppo semplificato, nonostante la volontà di rendere il suo indice il più oggettivo possibile: ha infatti analizzato solo quelle opere di artisti deceduti al momento della transazione. Anche questo criterio, quindi, risulta fortemente soggettivo.

Il metodo del dipinto rappresentativo, proposto da Candela e Scorcu (1997), si presenta come un affinamento di quello del dipinto medio[98]. Si evidenzia come, rispetto alle altre attività finanziarie, nell'analisi del prezzo dei dipinti emerga un problema peculiare: a differenza di quanto avviene con un'azione o un'obbligazione, ogni dipinto è sostanzialmente un *unicum* e, in senso stretto, è possibile solo la comparazione fra i prezzi della stessa opera, rilevati in tempi diversi[99]. Questa linea di ragionamento può essere accostata a quella del metodo della doppia vendita che, come si è visto, utilizza i soli dipinti che vengono venduti sul mercato almeno due volte. In questo procedimento di analisi del dipinto medio e del calcolo del suo valore, si è deciso di utilizzare il valore della stima (individuato come valore centrale fra la valutazione minima e massima) e il prezzo di aggiudicazione delle opere, ovvero quelle informazioni che sono reperibili dalle case d'asta. Poiché sono i prezzi di stima ad essere sotto il controllo della casa d'asta, la valutazione della struttura dei prezzi non può non considerare questo elemento.

Viene quindi identificato un campione significativo dell'andamento del mercato, preso in relazione alla struttura dei prezzi e non secondo determinate qualità artistiche. Si ritiene che la distribuzione dei prezzi nelle varie aste, sessione dopo sessione, sia sempre la stessa; in pratica è come se, di volta in volta, ogni asta vendesse sempre lo stesso dipinto "rappresentativo" la cui valutazione può venire così monitorata[100]. Sono state considerate solo le transazioni di dipinti, escludendo quindi i disegni, la grafica e le sculture; inoltre, i due autori hanno escluso a priori alcune sedute d'asta (denominate *di dispersione*) perchè riferite a particolari

[98] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 55.

[99] Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 60.

[100] Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.* In Biordi M. e Candela G., *L'arte etnica tra cultura e mercato.* op. cit. p. 55.

collezioni o dedicate a specifici autori o scuole: in questo caso l'asta non potrebbe soddisfare l'ipotesi di rappresentatività[101]. Ogni dipinto presente a ciascuna sessione d'asta è stato classificato in base al rapporto tra il proprio prezzo di stima e il valore medio delle stime della relativa seduta. Tutti i dipinti sono stati quindi classificati in sei gruppi: dipinti con una stima inferiore al 20% rispetto al valore medio di stima della sessione; quelli con stima compresa tra il 20% e il 40%; dal 40% al 60%; dal 60% al 100%; dal 100% al 180%; più del 180%. Infine, è stata calcolata una "distribuzione generale" dei prezzi relativi di stima dei dipinti transitati in asta tra il 1983 e il 1996 con riferimento all'aggregato delle singole sessioni.

Se le distribuzioni dei prezzi relativi di stima in ciascuna sessione sono simili alla distribuzione generale (nonché simili tra loro) è possibile considerare ciascuna sessione come rappresentativa dello stock totale dei dipinti e quindi sostenere l'ipotesi del dipinto rappresentativo: è necessario, quindi, valutare per ciascuna sessione il grado di accostamento della distribuzione del valore relativo di stima alla distribuzione generale, cioè la struttura media delle stime[102].

Eliminate le sedute di dispersione, il test utilizzato[103] si è rivelato efficiente; le sedute d'asta restanti dopo la selezione, 104, sono state definite *aste di mercato*, poiché per queste sedute l'ipotesi di rappresentatività è risultata corretta.

Il principale svantaggio di questa metodologia è che richiede molti dati per poter costruire un indice: risulterà difficile poterla applicare a singoli segmenti di mercato e ai singoli artisti.

---

[101] Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 63.

[102] *Ibidem*, pp. 63-64.

[103] L'applicazione del test « X^2 » test richiede la costruzione di una "distribuzione teorica" per ciascuna sessione, che si ottiene dividendo il numero delle opere della sessione in base alla distribuzione media di tutte le sedute. Si consegue allora una numerosità "teorica" per ciascun gruppo, confrontata poi con la numerosità effettiva dell'insieme. Per ogni distribuzione si calcola la somma dei quadrati delle differenze tra le numerosità dei gruppi, sia teorica che effettiva; se questa somma risulta superiore a un valore-soglia, allora si riduce la possibilità che questa differenza sia casuale. Se invece la discrepanza tra le distribuzioni è superiore a questo valore-soglia, non vale l'ipotesi del dipinto rappresentativo. Cfr, Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 64.

2.4 Alcune applicazioni delle metodologie

In questo paragrafo verranno esposti due importanti studi che applicano la metodologia della regressione edonica e l'applicazione del metodo del dipinto rappresentativo proposto da Candela e Scorcu. Nel capitolo 4 vengono analizzati diversi studi che si basano sia sul metodo della doppia vendita che su quello della regressione edonica per la costruzione degli indici del mercato dell'arte e per lo studio del rendimento economico di tali beni. Per affinità dei temi trattati, si è preferito inserire tali studi nel capitolo di più stretta competenza.

2.4.1 Frey e Pommerehne: la creazione di un indice di artisticità

Nel testo di Frey e Pommerehne, *Muse e Mercati*[104], si trovano due diverse applicazioni delle metodologie qui sopra illustrate. La prima fa riferimento al metodo della regressione edonica e analizza le diverse quotazioni sul mercato degli artisti contemporanei; la seconda, invece, fa riferimento al metodo della doppia vendita, e si prefigge di indagare il rendimento delle opere nel corso del tempo. Per questo motivo, quest'ultima sarà illustrata nel capitolo successivo.
Il sesto capitolo del loro testo, "*Why is Rauschenberg so expensive?*", analizza inizialmente le quotazioni di tre diversi artisti: Rauschenberg, appunto, una cui opera raggiunse nel 1983 una quotazione di 73.400$; Jean Tinguely, la cui opera nel medesimo periodo raggiunse 36.700$; e infine Michelangelo Pistoletto, valutato per 14.700$. Ma per quali motivi tra tre artisti contemporanei si riscontrano simili discrepanze di prezzo? Forse perchè Rauchenberg, nato nel 1924, operava da più tempo rispetto a Tinguely (nato nel 1925) e a Pistoletto (nato nel 1933); oppure il fatto che Rauchenberg dipingeva, lavorava nel campo della grafica e creava opere utilizzando elementi provenienti dall'ambiente circostante, mentre Tinguely era uno scultore e Pistoletto un pittore; o ancora forse il fatto che le opere di Rauschenberg erano state presenti a 127 importanti esposizioni, sia personali che collettive, mentre gli altri due artisti, rispettivamente, solo a 73 e 67 esposizioni. Magari anche perchè Rauschenberg era legato a un gallerista di New

[104] Frey B. S. e PommerehneW. W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*. op. cit.

York, Leo Castelli, mentre Tinguely era rappresentato da Alexander Iolas, sempre di New York, e Pistoletto dal gallerista torinese Gian Enzo Sperone; o perchè Rauschenberg era americano, Tinguely svizzero e Pistoletto italiano[105]?

Partendo da queste prime considerazioni riferite a soli tre artisti, i due autori hanno cercato di fornire una spiegazione delle quotazioni raggiunte dalle opere dei cento artisti contemporanei più importanti, e dalle spiegazioni fornite a riguardo dai critici. Il loro intento è quello di confrontare le valutazioni che danno gli esperti di opere d'arte contemporanea con i prezzi di mercato e vedere se esiste una correlazione. Oggetto dell'analisi è un campione comprendente cento artisti per ogni anno, per un periodo che va dal 1971 al 1981; si vogliono studiare gli elementi che portano alla determinazione della valutazione di un artista fatta da critici d'arte.

La valutazione artistica viene definita come il grado di considerazione che ottiene ogni artista presso il pubblico e presso i critici, ossia la valutazione data della sua intera produzione. La tecnica di creazione dell'indice di artisticità qui impiegata è stata tratta dal Kunstkompass di Bongard, che sarà approfondita nel Capitolo 3.

Se le correnti artistiche più in voga fossero automaticamente quelle più apprezzate anche dalla critica e dagli esperti, ci si potrebbe aspettare che le opere più recenti siano valutate di più rispetto a quelle precedenti; ma oltre all'appartenenza a una determinata corrente artistica, il giudizio dei critici viene influenzato anche da quello che potremmo definire lo «stock di capitale artistico» accumulato nel tempo dall'artista (Frey e Pommerehne, 1991).

Come indicatore del valore dell'opera dell'artista si è preso allora a riferimento il numero di personali tenute, quello di mostre collettive a cui ha partecipato, e il numero di premi vinti; un primo indicatore significativo potrà allora essere: maggiore è il numero delle esposizioni cui ha partecipato un artista, o dei premi vinti, più elevata sarà la valutazione artistica delle sue opere.

Un altro elemento riguarda al modo in cui questo «stock» di capitale artistico è stato accumulato nel tempo; un artista di fama minore, ma consolidata nel tempo, può ottenere delle quotazioni maggiori rispetto ad uno emergente di grande successo, che ha raggiunto l'apice della fama in un breve periodo. Da questa

[105] Frey B. S. e Pommerehne W. W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte.* op. cit. p.149.

considerazione, gli autori formulano una seconda ipotesi: maggiore è l'intervallo di tempo trascorso dalla prima esposizione cui un artista ha partecipato, più elevate saranno le quotazioni delle sue opere e le valutazioni dei critici.
Un altro elemento che può influire sulla valutazione delle opere di un artista è la varietà dei mezzi espressivi utilizzati (scultura, pittura, grafica); la terza ipotesi allora si baserà sull'assunzione che un artista che operi in tutti e tre i campi dell'arte, sarà considerato superiore ad altri che operano solamente in un campo. Infine, anche le quotazioni delle opere considerate in un intervallo di tempo sufficientemente esteso, possono valere come indicatore del consenso da parte dei critici e del pubblico; quindi, più le quotazioni di un artista in passato sono state elevate, maggiore sarà la valutazione che viene data della sua opera complessiva (Frey e Pommerehne, 1991).

La Tabella 2.1 illustra le stime econometriche relative all'influenza dei fattori sopra citati sulla valutazione artistica degli oltre 100 più importanti artisti contemporanei. L'analisi econometrica è stata realizzata utilizzando dati misti, in parte proveniente da serie storiche, integrati tra loro, e relativi ai 100 artisti più importanti nel periodo 1971-1981.
I numeri tra parentesi sotto alle stime dei parametri indicano i valori della statistica; un asterisco indica che le stime sono significative a un livello del 95%, mentre due asterischi che lo sono a un livello del 99% (Frey e Pommerehne, 1991).
I risultati esposti illustrano la coerenza delle ipotesi fatte in precedenza: la valutazione artistica aumenta di 230 punti in seguito all'assegnazione di un ulteriore riconoscimento, e di 190 punti per ogni «personale» tenuta dall'artista (non ci si stupisce del fatto che un'esposizione collettiva “valga solo” 43 punti).
Per ogni anno trascorso dal momento della prima «personale» l'artista ottiene 60 punti; ma il punteggio più elevato si raggiunge nel caso in cui un artista faccia uso di tutte le tecniche delle arti visive (pittura, scultura, grafica): questa caratteristica vale 2950 punti. Anche l'appartenenza dell'artista a una determinata corrente esercita un diverso impatto sull'indice di valutazione artistica: gli esponenti della corrente più recente, l'Arte Concettuale, risultano chiaramente favoriti rispetto agli

artisti appartenenti alle prime correnti dell'arte contemporanea.

Tabella 2.1 La stima econometrica della funzione di valutazione artistica

Arte Informale	- 1670** (-5,48)
Pop Art	-810** (-2,94)
Op Art	-430 (-1,58)
Nuovo Realismo	-240 (-0,96)
Arte Concettuale	181** (8,10)
Numero di «personali» (totale)	190** (14,79)
Numero di partecipanti ad esposizioni collettive (totale)	43** (3,71)
Numero di premi vinti (totale)	230** (3,57)
Numero di anni trascorsi dalla prima «personale»	60* (1,91)
Numero di anni trascorsi dalla prima partecipazione a un'esposizione collettiva	85** (3,07)
Varietà delle tecniche utilizzate dall'artista	2950** (7,27)
Quotazioni passate	110** (10,79)

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

Questi risultati possono essere utilizzati per effettuare stime della valutazione artistica (in termini di punteggio e di posizione in classifica) che viene data della produzione di un particolare artista (Frey e Pommerehne, 1991). Nella Tabella 2.2 vengono illustrati i risultati raggiunti da Frey e Pommerehne per l'anno 1983.

Tabella 2.2 Le posizioni in classifica effettive e previste ed il punteggio dell'indice di valutazione artistica, per gli artisti contemporanei (dati del 1983)

Artista	Corrente di appartenenza	Paese	Posizione		Punteggio	
			Effettiva*	Prevista**	Effettiva*	Prevista**
J. Beuys	Action Art	RTF	1	1	49360	47480
A. Warhol	Pop Art	USA	2	3	40795	38775
R. Rauschenberg	Pre-Pop Art	USA	3	2	38785	38810
J. Johns	Pre-Pop Art	USA	4	4	37105	36150
C. Oldenburg	Pop Art	USA	5	5	35495	35565
F. Stella	Nuova astrazione	USA	6	6	34760	35470
S. LeWitt	Minimalismo	USA	7	9	30290	29835
R. Lichtenstein	Pop Art	USA	8	8	29945	31030
J. Christo	Nuovo Realismo	USA	9	7	29930	31725
J. Tinguely	Nuovo Realismo	Svizzera	10	10	29325	29320
B. Naumann	Process Art	USA	11	11	28130	28035
Y. Klein	Nuovo Realismo	Francia	12	13	27375	27410
R. Serra	Process Art	USA	13	15	27290	26700
D. Judd	Minimalismo	USA	14	12	26235	27625
E. Kelly	Hard Edge	USA	15	14	26060	26810
M. Merz	Process Art	Italia	20	29	24170	22930
P. Manzoni	Nuovo Realismo	Italia	40	42	18395	17675
K. Rinke	Body Art	RFT	60	66	13930	13655
A. Caro	Arte Concettuale	Gran Bretagna	80	71	12380	13230
F. E. Walter	Action Art	RFT	100	97	10645	10955

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

*Dati tratti dal Kunstkompass di Bongard, 1983.

*Calcolato utilizzando la funzione di valutazione artistica precedentemente stimata.

Dalla Tabella 2.2 risulta evidente come esista una forte corrispondenza tra le posizioni in classifica previste sulla base del modello (colonna 2) e quelle effettivamente occupate dai vari artisti (colonna 1); lo stesso vale per le valutazioni artistiche previste (colonna 4) ed effettive (colonna 3).
L'analisi condotta da Frey e Pommerehne si basa sul presupposto che i mercati per le opere d'arte moderna siano perfettamente concorrenziali, ovvero che su di essi i prezzi siano determinati dall'interazione tra la domanda e l'offerta[106].

2.4.2 Il prezzo edonico e l'arte etnica.

Nel lavoro "*La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica*"[107] Paolo Figini ha condotto uno studio riguardante l'applicazione del metodo della regressione edonica per creare un indice per il mercato dell'arte etnica.
Come in altri studi che applicano la metodologia della regressione edonica, in Figini (2007) lo studio parte dal presupposto che ogni opera d'arte è un insieme complesso di diverse caratteristiche che ne determinano il valore finale; queste vengono distinte in *fisiche* (inerenti al soggetto rappresentato, ai materiali utilizzati, la tecnica, la dimensione), *storiche* (grado di attribuzione dell'opera all'artista o alla sua scuola, bibliografia esistente, presenza o meno a qualche mostra) e *di mercato* (la data, la casa d'asta, il luogo della vendita) (Figini, 2007). Alcuni di questi elementi possono essere chiari anche al compratore meno esperto; ma ci sono altri elementi che si riflettono nel prezzo finale di vendita che possono essere compresi solo dopo uno studio più attento e approfondito. Il problema che si pone è quello di trasformare questi elementi qualitativi in termini quantitativi; il metodo della regressione edonica, come si è visto al paragrafo 2.3, si adatta a questo scopo: il prezzo dell'opera viene infatti ricostruito sommando i prezzi dei singoli attributi.
Il modello edonico si presta a perfezione per la valutazione dell'arte etnica, principalmente perchè l'identità dell'artista non è importante, anzi, l'artista resta sempre anonimo, quello che conta è l'etnia cui appartiene il bene in esame. Il

[106] B. S. Frey, W. W. Pommerehne, *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte.* op. cit. p. 157.
[107] Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.* In, Biordi M. e Candela G., *L'arte etnica tra cultura e mercato.* op. cit.

grado di eterogeneità è dunque inferiore rispetto al segmento dell'arte occidentale: siccome il numero delle etnie è minore (e la loro stabilità maggiore) del numero degli artisti che formano ogni stile dell'arte occidentale, questo significa poter inserire nella regressione le *dummy* per etnia laddove le numerose *dummy* per artista non erano gestibili (Figini 2007). Inoltre anche le tecniche, i soggetti rappresentati e i materiali utilizzati sono più limitati: solitamente si trovano maschere, utensili, gioielli e poco altro, realizzati principalmente in legno, terracotta, pietra, bronzo o ferro. Poche altre caratteristiche concorrono alla determinazione della qualità artistica dell'opera: lo stato di conservazione, la dimensione, l'autenticità, la partecipazione a mostre, la presenza di riferimenti bibliografici. Le informazioni sono state reperite da una recente banca dati, la TEVAU[108], che fornisce alcuni dati introduttivi che possono sia identificare le variabili principali che determinano il valore, sia confermare l'adattabilità del metodo edonico nel fornire stime relativamente precise di come il mercato valuta le singole caratteristiche dell'arte etnica (Figini 2007). Il database, all'anno 2006, includeva 7558 osservazioni di oggetti d'arte etnica transitati nelle *majors* Chriestie's e Sotheby's nelle sedi di Parigi e New York, dal 2003 al 2006. Nella Tabella 2.3 vengono riportati gli attributi indicati per ogni oggetto.

Tabella 2.3 L'arte etnica per tipologia di oggetto, 2003-2006.

Tipologia	Numero	Valore complessivo	Percentuale di opere vendute	Prezzo medio	Stima media
Sculture	2200	33196000	72	21090	12464
Utensili	1335	10098000	75	10108	6226
Maschere	1012	12757000	70	17993	12234
Ornamenti	699	5558000	75	10606	6915
Oggetti sacri	670	17080000	77	33359	20298
Libri	46	27450	72	832	777
Altro (*)	1596	11414000	74	9592	5754

Fonte: Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.*

(*) Abbigliamento, arredi, armi, strumenti musicali, tessuti, gioielli.

[108] Il progetto TEVAU nasce dall'accordo tra quattro istituzioni: il Polo Scientifico Didattico di Rimini dell'Università di Bologna per la Facoltà di Economia, il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università Svizzera italiana, il Museo degli Sguardi di Rimini e il Museo delle Culture Extraeuropee di Lugano.

Il primo passo nell'uso della stima edonica è quello di fare un'osservazione di tipo statistico per individuare quegli elementi che saranno poi utili per impostare il miglior modello econometrico per ogni sottogruppo (considerato abbastanza omogeneo): ad esempio per regione geografica, per tipologia, per simbologia, per aree culturali.

Dalla Tabella 2.3 si può notare come le statue, gli utensili e le maschere siano le tipologie più scambiate sul mercato, pur con prezzi molto diversi tra loro: le sculture, infatti, hanno un prezzo medio doppio rispetto alle altre due categorie.

Nella Tabella 2.4 vengono invece riportate le stesse statistiche descrittive per il continente di provenienza del bene.

Tabella 2.4 L'arte etnica per continente di provenienza dell'oggetto, 2003-2006.

Regione	Numero	Valore complessivo	Percentuale di opere vendute	Prezzo medio	Stima media
Africa	3896	55296000	73	19512	11509
America	2111	22178000	70	15108	9994
Oceania	1388	12051000	80	10847	6563
Eurasia	96	516000	78	6876	6823

Fonte: Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.*

Una suddivisione di questo tipo in realtà può risultare superficiale: il valore dell'oggetto è certamente più legato all'etnia di provenienza che non al continente di origine. Ma si possono ugualmente osservare dati interessanti: le opere africane sono le più numerose, con un prezzo medio maggiore e con il più alto rapporto prezzo-stima.

Nella Tabella 2.5 vengono indicati i materiali principali di cui è composta l'opera. Si notano subito due cose: che gli oggetti in legno registrano un alto grado di dominanza negli scambi per numero e per valore complessivo; e che ci sono grosse differenze di prezzo tra i materiali: il prezzo medio può variare dai 5000€ per gli oggetti in avorio ai circa 35000€ per quelli in pietra preziosa.

Tabella 2.5 L'arte etnica in base al materiale costitutivo dell'oggetto, 2003-2006.

Materiale	Numero	Valore complessivo	Percentuale di opere vendute	Prezzo medio	Stima media
Legno/ Terracotta	4155	59625000	73	19581	11603
Ceramica	962	8096000	71	11994	8648
Pietra/ Oro	416	5735000	68	20335	11900
Argento	391	2490000	76	8411	7404
Metallo	260	1867000	72	9985	5004
Pietra preziosa	212	4285000	60	34007	14933
Avorio	180	842000	90	5198	3826
Bronzo	100	2023000	80	25609	12049
Altro (*)	857	4951000	78	7401	5519

Fonte: Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.*

(*) Tessuto, osso/corno, fibra vegetale.

La Tabella 2.6 riporta le otto maggiori etnie in termini di frequenza tra tutte quelle presenti nella banca dati (all'incirca 180). In primo luogo va osservato che la numerosità dei lotti battuti non è relazionata al valore degli oggetti: infatti la correlazione d'ordine tra il numero e il prezzo medio è solamente pari a 0,12; in secondo luogo, le “performance” delle etnie sono tra loro molto diverse: i prezzi medi di aggiudicazione variano da poche a molte migliaia di euro e i rapporti tra prezzo e stima spaziano dall'1,13 degli Akan, all'1,27 dei Senufo e 1,29 dei Colima, 1,39 dei Baulè, 1,54 dei Dan e degli Yoruba, fino all'1,73 dei Maya e 1,77 dei Dogon (Figini, 2007)

Si nota un elemento interessante riguardo all'etnia Luba: se per numerosità di opere scambiate risulta solo dodicesima, per valore di scambi si posiziona seconda solo dopo ai Maya: il prezzo medio di aggiudicazione per questi beni è di circa 80000€, con un rapporto record tra prezzo e stima (3,53).

Tabella 2.6 L'arte etnica divisa in base alle principali etnie, 2003-2006.

Etnia	Numero	Valore complessivo	Percentuale di opere vendute	Prezzo medio	Stima media
Maya	345	7105000	63	32442	18774
Yoruba	281	2378000	74	11433	7418
Baoulè	209	3045000	73	19743	14239
Dan	207	2060000	66	15145	9862
Senufo	141	1932000	65	21227	16653
Dogon	130	1624000	75	16569	9395
Colima	128	966680	70	10741	8342
Akan	106	170000	91	1771	1561
Luba	85	4971000	74	78899	22338
Altre etnie	2256	33355000	73	20252	12781

Fonte: Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.*

Due caratteristiche che a priori influenzano il prezzo delle opere in questione (ma non solo) sono lo stato di conservazione e l'eventuale presenza di patine; le statistiche di questi due attributi sono riportati nelle Tabelle 2.7 e 2.8. Dai dati emerge come lo stato di conservazione sia una variabile difficilmente valutabile (Figini, 2007) e nel 98% dei casi i beni sono stati giudicati approssimativamente "buoni". Nonostante non sia possibile avere delle analisi approfondite per questi elementi, si nota come il valore attribuito a un "ottimo" stato di conservazione sia nettamente superiore agli altri: non solo la stima è più alta, ma lo è anche il rapporto prezzo-stima (2,55 contro solo un 1,55 per "buono"). Si conferma anche in questo segmento del mercato la tendenza dei *bidders* a pagare di più per quelle opere di qualità superiore alla media.

Il lavoro di Figini (2007) non è nato con lo scopo di discutere o analizzare il valore antropologico e artistico dei beni di arte etnica, ma si è cercato di analizzare il valore commerciale di tali opere. Tramite l'utilizzo del metodo della regressione edonica e della banca dati TEVAU si è cercato di dare una valutazione quantitativa, e quindi più precisa, dell'extra-valore che nasce da certi attributi dell'opera (Figini, 2007).

Tabella 2.7 L'arte etnica in base allo stato di conservazione, 2003-2006.

Stato	Numero	Valore complessivo	Percentuale di opere vendute	Prezzo medio	Stima media
Ottimo	142	9758000	82	83403	32653
Buono	7371	79800000	73	14800	9562
Discreto	34	499000	65	22662	17647
Mediocre	2	46000	100	23040	14250
Non indicato	9	27000	89	3352	3428

Fonte: Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.*

Tabella 2.8 L'arte etnica in base alla patina, 2003-2006

Patina	Numero	Valore complessivo	Percentuale di opere vendute	Prezzo medio	Stima media
Non specificata	4055	35812000	74	11989	8328
Aggettivo elogiativo	1881	39487000	73	28511	15329
Presente	1539	13820000	72	12541	7849
Aggettivo dispregiativo	83	1010000	81	15080	12133

Fonte: Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.*

2.4.3 Il metodo del dipinto rappresentativo come base per la costruzione di un indice del prezzo dei dipinti

Nel paragrafo 2.4 si è vista la metodologia proposta da G. Candela e A. Scorcu per calcolare un indice dei prezzi dei dipinti. In questo paragrafo, si vedrà come gli indici proposti per la misura delle opere di arte moderna e contemporanea si basino su quattro indicatori d'asta: il numero totale di opere offerte in asta; la somma dei rispettivi prezzi di aggiudicazione; la somma dei rispettivi prezzi di stima; la somma dei rapporti fra prezzo di aggiudicazione e prezzo di stima di ciascun dipinto offerto[109]. Con il termine "opere offerte in asta" si intendono i dipinti che vengono identificati per la loro appartenenza: *i*) ad una stessa seduta d'asta, per ottenere un valore che identifica gli indici di seduta; *ii*) a un insieme di

[109] Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 65.

sedute d'asta successive della stessa sessione, in modo da ottenere un valore che identifica un indice progressivo di sessione; *iii*) ad un'intera seduta d'asta, per indicare un indice di sessione. Ogni indice di prezzo, quindi, è identificato da un riferimento alle battute d'asta e da un riferimento temporale.

Due sono gli *indici di seduta.* Il primo, l'*Indice Assoluto della seduta n* (AI_n) è dato dal rapporto tra il prezzo di aggiudicazione e quello di stima del dipinto medio in una seduta d'asta: è quindi la somma dei prezzi di aggiudicazione dei dipinti in un'asta divisa per la somma delle stime; questo indice valuta l'esito della seduta: un valore maggiore o pari a cento indica che i prezzi di aggiudicazione sono mediamente corrispondenti ai valori di stima. E il secondo, l'*Indice Relativo per la seduta n* (RI_n) è dato dalla media tra le variazioni percentuali del prezzo di aggiudicazione e di quello di stima per tutte le opere presenti a una seduta; a differenza del primo, questo indice guarda all'andamento della seduta indipendentemente dal diverso valore assoluto delle opere.

Due sono gli *indici progressivi di sessione*: l' *Indice Assoluto progressivo alla seduta k della sessione t* (AI_{tk}), ovvero il rapporto tra le medie dei prezzi di aggiudicazione e quelli di stima del dipinto medio per tutte le sedute d'asta fino alla seduta *k*, nel periodo della sessione *t*; è dato dalla somma dei prezzi di vendita di tutti i dipinti offerti dalla casa d'asta nelle sedute fino a quella *k*, divisa poi per la somma di tutte le stime; e l'*Indice Relativo progressivo alla seduta k della sessione t* (RI_{tk}), che indica la variazione media percentuale tra il prezzo di vendita e quello di stima per tutti i dipinti in tutte le sedute fino a quella k nel periodo di sessione t (Candela e Scorcu, 1997).

Costituiscono gli *indici di sessione*: l'*Indice Assoluto della sessione t* (AI_t), dato dal rapporto tra il prezzo di aggiudicazione e quello di stima del dipinto medio tra tutti i dipinti transitati in una sessione d'asta: è quindi la somma dei prezzi di vendita divisa per quelli di stima per tutti i dipinti, valutando, come il primo indice, l'andamento della sessione: un valore maggiore o uguale a cento rivela se i prezzi di aggiudicazione sono stati congrui con quelli di stima; l'*Indice Relativo*

della sessione t (RI_t), che rappresenta la media delle variazioni tra il prezzo di aggiudicazione e quello di stima per tutte le opere presenti a una sessione; è quindi la somma dei rapporti ottenuti dalle medie tra il prezzo di vendita e quello di stima per ogni singolo dipinto, divisa per il numero di tutti i dipinti presentati in asta. Anche questo indice valuta l'andamento della sessione indipendentemente dal valore assoluto delle singole opere.

Gli *Indici storici* si ottengono da quelli di sessione; il primo è l'*Indice Assoluto Corretto della sessione t* (AIC_t), dato dal prodotto tra l'indice di sessione AI_t e la correzione delle stime: consente il confronto storico tra tutti gli indici assoluti di sessione. Il secondo, l'*Indice Relativo Corretto della sessione t* (RIC_t), deriva dal prodotto tra l'indice di sessione RI_t e la correzione delle stime: consente il confronto storico fra tutto gli indici relativi di sessione (Candela e Scorcu, 1997).

Gli indici di seduta, come si è visto, valutano l'esito di ciascuna seduta rispetto alle stime: negli indici assoluti l'esito dipende dall'entità della stima, mentre in quelli relativi tutti i dipinti vengono calcolati allo stesso modo, senza riferirsi al loro valore monetario. Gli indici di seduta progressivi si riferiscono, invece, all'insieme dei dipinti offerti nella stessa sessione fino a quella corrente; il confronto tra questi ultimi e quelli di seduta permette di valutare la tendenza di mercato: se l'indice di seduta è più alto di quello progressivo, allora potrebbe essersi verificato un rialzo dei prezzi; al contrario, un indice di seduta minore rispetto a quello progressivo segnala, nell'ambito della sessione, una tendenza al ribasso (Candela e Scorcu, 1997).
Gli indici di sessione evidenziano l'esito di ciascuna sessione rispetto alle stime: se il valore registrato è maggiore o uguale a cento, si avrà una sessione complessivamente in rialzo; al contrario, se il valore è inferiore a quella cifra, potremmo essere in una situazione di ribasso.
Gli indici storici, infine, consentono il confronto nel tempo del prezzo dei dipinti fra le diverse sessioni, e permettono l'elaborazione di un *Indice del mercato artistico* (*Art Market Index*, AMI) elaborato dagli stessi autori per il periodo 1983-

1996 (si veda il Capitolo 3).

APPENDICE

L'intera metodologia statistica, particolarmente quella che si applica all'analisi dei fenomeni economici, si nutre di procedimenti atti a far emergere, dalla variabilità o covariabilità delle manifestazioni empiriche, regolarità o aspetti strutturali la cui individuazione sia in grado di ampliare le capacità interpretative della realtà; ogni metodo statistico è stato messo a punto nell'intento di penetrare in una realtà comunque complessa la cui comprensione è oscurata dalle infinite fonti di variabilità che si sovrappongono agli elementi, alle relazioni, ai comportamenti strutturali di un sistema oggetto di studio[110].

Quando siamo in presenza di una o più serie statistiche può accadere che, più che i valori assoluti che forniscono una misura della dimensione dei fenomeni analizzati, risultino essere utili le variazioni che si registrano nel tempo tra i diversi elementi appartenenti alla stessa serie. Queste variazioni possono essere relative o assolute; nel caso in cui i raffronti diretti tra le variazioni assolute non siano possibili, è necessario fare riferimento alle variazioni relative, a quelle variazioni che si traducono nei rapporti statistici[111]. Tra queste assumono notevole importanza i *numeri indici*.

Data una serie statistica, si definiscono *rapporti indici* i rapporti istituiti tra i singoli termini ed uno di essi o una loro media; i *rapporti indici* vengono anche definiti *numeri relativi* o *numeri indici semplici* o *numeri indici elementari*[112]. I *rapporti indici* trovano ampia applicazione soprattutto nelle serie storiche (si parlerà allora di *rapporti indici di tempo* o *temporali* o *storici*) e nelle distribuzioni spaziali (*rapporti indici territoriali* o *geografici* o *spaziali*). Il campo di applicazione dominante è sicuramente quello economico, soprattutto per l'analisi dei problemi connessi alla misura dell'evoluzione del valore della moneta, del volume della produzione, di quello degli scambi, delle contrattazioni nella borsa e, soprattutto, dei prezzi.

---

[110] Strassoldo M., Mattioli E. e Schifini S., *Teoria dei numeri indici dei prezzi e degli indicatori economici, finanziari e sociali*. Padova, CEDAM, 1996. p. 3.
[111] Girone G, Salvemini T., *Lezioni di statistica: volume 1*. Roma, Carucci Editore, 1980. cap. V, *passim*.
[112] Cecchi C., *I numeri indici*. Bari, Cacucci Editore, 1995. p. 11.

I numeri indici semplici

I numeri indici semplici sono dei rapporti che servono per confrontare le intensità di uno stesso fenomeno in circostanze, o in due situazioni, diverse[113] e sono dati dal rapporto tra due intensità di una stessa serie. I numeri indici semplici possono essere classificati in base alla scelta della base. Si definiscono a base fissa (o a base costante) quando tutti i valori presenti in una serie sono rapportati alla medesima intensità.

Il calcolo di un numero indice semplice segue i principi generali della costruzione di un rapporto statistico: al numeratore si pone l'elemento da confrontare, mentre al denominatore il termine rispetto al quale si vuole effettuare il confronto. Nel caso specifico, occorre dividere l'intensità di cui si vuole andare a misurare la variazione relativa per il valore dell'intensità che si decide di assumere come termine di paragone; il denominatore viene allora definito la base del rapporto. Il denominatore è espresso necessariamente nella stessa unità di misura del numeratore; ne deriva che il risultato è costituito da un numero svincolato dalla dimensione fisica del fenomeno: un numero puro, comparabile con altri numeri della stessa specie[114].

Si consideri un fenomeno economico, misurato in una data unità di misura, che si indicherà con X; questo viene osservato in una successione di tempi. Si indica con x_t la generica grandezza, assunta maggiore di zero, e con t=0,1,2,..., T. Si vuole costruire una misura delle variazioni relative che permettano di operare un confronto con un altro fenomeno.

Se ogni termine x_t della serie viene rapportato al medesimo termine, che quindi rimane costante, si vanno a costruire dei *numeri indici a base fissa*, ciascuno dei quali può essere poi moltiplicato per cento, dando luogo ai *numeri indici percentuali*. Si otterrà una serie data dal rapporto:

$$_bI_t = \frac{x_t}{x_b}$$

[113] Leti G., *Statistica descrittiva*. Bologna, Il Mulino, 1983. p. 477.
[114] Cecchi C., *I numeri indici*. op. cit. p. 13.

Questo rapporto esprime la variazione relativa che si verifica tra *b* e *t*, che si può esprimere sia in termini di numero indice, o di fattore di variazione, o in termini di «tasso di variazione» *i* (*b*, *t*), dato dal numero indice diminuito dell'unità[115]:

$$i(b,t)=\frac{(x_t-x_b)}{x_b}=(\frac{x_t}{x_b})-1 = {}_bI_t-1$$

Una serie di numeri indici calcolati con una base fissa *b* può essere trasformata in una nuova serie avente come base fissa *c*, rapportando quindi tutti i termini presenti nella serie ad un unico termine riferito al tempo *c*. In questo caso:

$${}_cI_t = \frac{{}_bI_t}{{}_bI_c} = \frac{(\frac{x_t}{x_b})}{(\frac{x_c}{x_b})}=\frac{x_t}{x_c}$$

Se, infine, ogni elemento x_t appartenente alla serie X viene rapportato al termine precedente x_{t-1}, quindi non ad un termine costante, si ottiene una serie di numeri indici a base mobile: questi permettono di evidenziare le variazioni relative che si verificano in ogni intervallo del periodo in esame. Si avrà allora:

$${}_{t-1}I_t=\frac{x_t}{x_{t-1}}$$

Solitamente in campo economico si adotta la base unitaria nell'elaborazione e nell'utilizzazione degli indici, per la maggior praticità del calcolo, mentre si ricorre alla base percentuale nell'esposizione dei risultati, nella considerazione, come scrive Cecchi, della comune abitudine mentale di rapportare a 100 situazioni diverse[116].

Il valore che viene assunto come base può essere un valore derivante da una media di alcuni termini, da una media di tutti i termini presenti nel campione o un valore della serie originale. La scelta della base risponde non tanto a questioni

[115] Strassoldo M., Mattioli E. e Schifini S., *Teoria dei numeri indici dei prezzi e degli indicatori economici, finanziari e sociali*. op. cit. p. 7.
[116] Cecchi C., *I numeri indici*. op. cit. p. 13.

riguardanti la pretesa normalità dell'intervallo da assumersi come tale, quanto agli obiettivi che si vogliono perseguire con la costruzione del numero indice e in particolare riguardo all'anno a al mese rispetto al quale si desiderano mettere in evidenza le variazioni; la prassi più consolidata vuole che venga fatta coincidere con il termine iniziale della serie storica, quindi con b=0[117].
Si parla invece di base variabile (o mobile) quando il termine di confronto varia. Si possono così ottenere degli indici con riferimento immediato (quando si pone per base di volta in volta il termine precedente a quello che si sta osservando) e indici con riferimento mediato. In entrambi i casi, si ottengono *indici a catena* o *concatenati*.

I numeri indici complessi

Raramente le esigenze della ricerca economica possono essere soddisfatte dall'analisi della variabilità di un singolo fenomeno considerato isolatamente[118].
Si è visto come i numeri indici semplici risultino utili per confrontare le intensità di uno stesso fenomeno in momenti diversi; ma può avvenire che un fenomeno abbia molteplici manifestazioni, e che il confronto che si pone debba allora essere una sintesi delle manifestazioni del fenomeno nei diversi momenti. L'esigenza della costruzione dei numeri indici complessi è sorta proprio in ambito economico dalla necessità di misurare le variazioni dei prezzi nel tempo, di quantità o di valori di gruppi omogenei di beni o servizi prodotti, consumati, importati, esportati[119]. Importante risulta l'affermazione di Boldrini: la teoria e la pratica dei numeri indici composti sono stati stimolati principalmente dalle continue e talora violente variazioni di prezzi che ne hanno caratterizzato l'evoluzione, in seguito a gravi avvenimenti politici, economici, monetari e anche militari[120].
L'operazione mediante la quale di ottengono gli indici complessi viene detta totalizzazione o aggregazione, e si può effettuare tramite diversi metodi: *media di indici semplici* (o media tra rapporti), *rapporto tra medie* (di valori assoluti),

[117] Strassoldo M., Mattioli E. e Schifini S., *Teoria dei numeri indici dei prezzi e degli indicatori economici, finanziari e sociali*. op. cit. pp. 11-12.
[118] *Ibidem*
[119] Cecchi C., *I numeri indici*. op. cit. p. 35.
[120] Boldrini M., *Statistica. Teoria e metodi*. Varese, Soc. Tip. «Multa Pacis», 1968. p. 1171.

metodo aggregativo (che può essere considerato come un caso particolare del *rapporto tra medie*)[121].

Secondo il primo metodo, si vanno a costruire le serie di indici semplici dei prezzi di ciascun elemento considerato, di cui poi se ne calcola la media e ottenendo la serie di indici complessi; il rapporto tra medie si basa sui rapporti dati dalle medie dei prezzi dei singoli beni (o prezzi) presi in esame. Il metodo aggregativo invece di basa sul rapporto tra le somme di tutti i valori assoluti nei diversi tempi.

Quando si applicano i numeri indici complessi, qualunque sia il metodo di aggregazione utilizzato, è necessario effettuare una media; la scelta di una media rispetto a tutte quelle possibile non ammette soluzioni uniche, ed è bene quindi considerarle in relazione allo scopo del calcolo.

I numeri indici dei prezzi

I numeri indici, per quanto applicabili a qualsiasi grandezza osservata secondo una sequenza temporale o spaziale, anche di natura non economica, hanno trovato il loro più importante campo di applicazione e il più rilevante impulso al loro studio e sviluppo in riferimento all'evoluzione dei prezzi nel tempo[122]. Quando ci riferiamo al *prezzo* di un bene vogliamo considerare il rapporto di scambio tra due beni, ovvero la quantità di un primo bene che si è disposti a cedere per ottenere una quantità di un secondo bene. I prezzi sono delle grandezze economiche caratterizzate da una grande variabilità sotto il profilo temporale, spaziale e categoriale, che va misurata attraverso opportuni strumenti come i numeri indici (che siano semplici o composti).

Numerose sono le spiegazioni date nel corso del tempo sul processo di formazione dei prezzi, ma come sottolinea Strassoldo, sono stati individuati un complesso di fattori legati ai costi di produzione e di distribuzione, all'intensità della domanda, ai rapporti di complementarietà e alle forme di mercato prevalenti in un determinato contesto economico. Sono un insieme di fattori e circostanze che spiegano la diversità dei livelli dei prezzi dei vari beni. Ma spesso, e soprattutto nel mercato dell'arte, entrano in gioco molteplici fattori che incidono sulla

[121] Cecchi C., *I numeri indici*. op. cit. p. 37.
[122] *Ibidem*, p. 27.

formazione dei prezzi finali dei singoli oggetti. Il problema nasce dalla considerazione che ci sono prezzi che non variano nel tempo in modo lineare; c'è quindi un problema di variabilità dei prezzi[123]. La costruzione di numeri indice dei prezzi ha lo scopo di fornire una misura statistica delle medie ponderate dei prezzi per un certo paniere di beni.

Gli indici dei prezzi più noti in riferimento al nostro paese sono quelli che vengono elaborati periodicamente dall'Istat, l'Istituto Nazionale di Statistica. Vengono prodotti indici dei prezzi praticati dai grossisti, dei beni importati ed esportati, delle merci aventi mercato internazionale, dei costi di costruzione, dei corsi di borsa, dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale, del costo della vita, delle retribuzioni contrattuali.

[123] Cecchi C., *I numeri indici*. op. cit. p. 72.

CAPITOLO 3

GLI INDICI DEL MERCATO DELL'ARTE

Assunta la teoria che l'arte abbia un prezzo[124], il dibattito riguardante il rapporto tra "valore commerciale" e "valore qualitativo" o "culturale" dell'opera[125] fa emergere l'incongruenza che molto spesso si verifica tra il livello delle quotazioni e il livello di qualità o di affermazione culturale, basato su variabili come il riconoscimento critico in base alle partecipazioni a mostre importanti, pubblicazioni di stampa specializzata, acquisizioni da parte dei musei, cataloghi.

Dato che l'analisi scientifica di qualsiasi oggetto di studio presuppone la definizione di una unità di misura, dato che l'efficienza economica di ogni mercato presuppone la diffusione dell'informazione, è facile convincersi come nel mercato dell'arte l'uomo di affari e il collezionista abbiano bisogno di un monitoraggio pressochè continuo del sistema dei prezzi[126].
La classifica dei cento migliori artisti viventi, realizzata annualmente da Kunstkompass, attribuisce ad ogni artista un punteggio calcolato sulla base delle quotazioni medie di opere importanti e dell'entità quantitativa-qualitativa dei riconoscimenti culturali; il giudizio per ogni artista relativo al prezzo delle opere si considera in rapporto al livello della sua "reputazione culturale", partendo dal presupposto che il riconoscimento storico-critico sia il fattore che alla lunga deve essere determinante per la definizione della gerarchia delle quotazioni[127]. Questa

---

[124] Sull'argomento si veda Grampp W. D., *Pricing the Priceless. Art, Artists and Economics*. Contrariamente a quanto sostenuto da Baumol, Grampp afferma come le opere d'arte non differiscano da altri beni prodotti per generare profitto. Questo conferisce un valore fondamentale ai beni artistici, diverso da quello che può essere considerato il valore estetico, spirituale o sociale; i prodotti artistici sono dei beni economici, con un valore misurabile dal mercato. Grampp W. D., *Pricing the Priceless. Art, Artists and Economics*. New York, Basic Books, 1989. pp. 8-15.
[125] Sull'argomento si veda Poli F., *Il Sistema dell'Arte Contemporanea*, op. cit. e Vettese A., *Ma questo è un quadro? Il valore nell'arte contemporanea*. Carocci, Roma, 2006.
[126] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 9.
[127] Codignola F., *Prodotto Prezzo e Promozione nelle politiche distributive di Arte Contemporanea*. Torino, G. Giappichelli Editore, 2009. pp. 102-103.

classifica indica il riconoscimento ottenuto dagli artisti, ma soprattutto il loro successo commerciale, evidenziando i *trend* di crescita nella posizione della classifica[128]; può quindi essere uno strumento d'aiuto e di orientamento per chi approccia il mercato dell'arte per le prime volte, alla ricerca di un buon investimento a basso rischio.

Il punteggio attribuito ad ogni artista è il risultato di punteggi parziali ottenuti sulla base della partecipazione a mostre collettive o esposizioni personali in importanti musei e gallerie, oltre che alla comparsa di articoli monografici o recensioni su rinomate riviste d'arte; le quotazioni dei prezzi dei singoli artisti sono le quotazioni medie utili per definire la maggiore o minore convenienza nell'acquisto delle loro opere di lavori di medio formato rappresentativi della produzione dell'artista[129]. La convenienza dell'acquisto viene indicata con una serie di parametri: "molto caro", "caro", "prezzo equo", "conveniente" e "molto conveniente".

Se la classifica individua le nuove tendenze artistiche e i nuovi artisti emergenti, il limite potrebbe essere costituito dal fatto che, nella valutazione del riconoscimento storico-artistico, vengono considerate solo le mostre promosse da importanti istituzioni pubbliche, i musei più importanti e le riviste più esclusive. KunstKompass fornisce un ottimo "primo approccio" per i nuovi investitori.

Il valore culturale di un artista si costruisce con continuità e con delle dinamiche molto lunghe che derivano dal riconoscimento consolidato tra critici, galleristi e istituzioni museali, mentre il prezzo delle opere può essere soggetto ad improvvise oscillazioni. È necessario quindi un controllo continuo sul sistema dei prezzi, facendo affidamento a strumenti statistici affidabili come gli indici dei prezzi.

Frey e Pommerehne (1991) sostengono come non sia possibile costruire degli indici di valutazione per il mercato dell'arte, come invece avviene per altri mercati, a causa delle caratteristiche intrinseche dei beni artistici che, essendo caratterizzati dall'unicità, non si prestano ad essere valutati con l'evoluzione media

---

[128] Bongard, ideatore dell'indice, ha inoltre chiesto a un grande numero di critici di immaginare di dover creare un nuovo museo di arte contemporanea, e di scegliere quali artisti esporre. Quelli più richiesti hanno ottenuto un punteggio maggiore, che si è andato a sommare ai precedenti. I risultati sono stati pubblicati ogni anno sul numero di settembre-ottobre della rivista Capital fino alla morte di Bongard, ovvero dal 1970 al 1983.

[129] Codignola F., *Prodotto Prezzo e Promozione nelle politiche distributive di Arte Contemporanea,* op. cit. p. 103.

dei prezzi. Secondo gli autori, l'unica soluzione possibile è quella di costruire degli indici molto specifici, relativi a categorie omogenee e altrettanto specifiche[130].

Nonostante il bene "opera d'arte" abbia delle caratteristiche del tutto peculiari, sono state compiute delle analogie con altri mercati, che pur presentando caratteristiche simili a quelle del mercato dell'arte, godono già da diverso tempo di un metodo per la rilevazione sistematica dei prezzi.

Fu Baumol nel 1986 a confrontare gli elementi comuni tra il mercato dell'arte e il mercato finanziario: tra essi corrono diverse similitudini ma allo stesso tempo sostanziali differenze. Sebbene in molti studi, come si vedrà nel capitolo 4, vengano accomunati i rendimenti che caratterizzano il mercato dell'arte con quelli del settore finanziario[131], numerose sono le discrepanze che intercorrono tra questi due segmenti. In primo luogo, il numero di beni artistici presenti sul mercato è di gran lunga superiore al numero dei titoli finanziari (azioni e obbligazioni), senza contare che un titolo azionario emesso da un'impresa è esattamente uguale a un altro titolo della stessa, mentre due dipinti dello stesso autore sono sostanzialmente due opere completamente diverse[132]. Inoltre, il mercato borsistico ha un andamento e una cadenza giornaliera, e quotidianamente viene aggiornato l'indice dei prezzi; al contrario, il mercato dell'arte tende ad avere un andamento semestrale piuttosto che giornaliero (si tenga conto che quando si vanno ad analizzare i movimenti del mercato dell'arte si tiene conto delle vendite all'asta, che solitamente cadono in primavera e in autunno, poichè le transazioni private risultano di difficile, se non impossibile, misurazione). Infine, i beni artistici sono caratterizzati dal fatto che il loro valore è indivisibile, contrariamente ai prodotti finanziari.

Altri parallelismi del mercato dell'arte sono stati riscontrati con quello immobiliare, principalmente perchè presentano difficoltà simili di monitoraggio dei prezzi. Ciò che accomuna il mercato artistico a quello immobiliare è, a

---

[130] Frey B. e Pommerehne W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*. op. cit. p.179.

[131] A questo proposito si veda Throsby (1994) e Pesando (1993) che notano come il tasso di ritorno che caratterizza il mercato delle opere d'arte sia sempre inferiore a quello di investimenti finanziari; Goetzmann (1993) perviene alla conclusione che, nel periodo da lui preso in esame, il tasso di ritorno delle opere d'arte è superiore a quello della borsa londinese.

[132] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 29.

differenza della Borsa, la non unità di tempo e di spazio entro cui avvengono le transazioni: nei mercati immobiliari lo stesso oggetto può dar luogo a transazioni molto distanti nel tempo, né vi è perfetta fungibilità tra gli immobili; inoltre, nei mercati immobiliari le transazioni avvengono senza la continuità della Borsa; infine, i costi di transizione sono certamente superiori su questi mercati (ben più alti di quelli in Borsa)[133]. Nonostante elementi in comune, c'è da sottolineare come il mercato immobiliare sia ulteriormente più complesso nel monitoraggio, a causa della scarsa informazione delle compravendite.

Il metodo delle *Repeat Sale Regression* deriva infatti proprio dal mercato immobiliare: sebbene sia nato in ambiti del tutto differenti, come si è visto nel capitolo 2, è in questo settore che ha trovato le maggiori applicazioni. Non c'è da stupirsi, quindi, del perchè questi due segmenti, quello degli immobili e quello delle opere d'arte, vengano accomunati.

3.1 Alcune caratteritiche degli indici

L'incremento di attenzione che ha ottenuto l'arte come investimento alternativo negli ultimi anni, e più in generale le valutazioni fatte dei rendimenti dell'arte, ha dato uno slancio allo sviluppo di molti indici dei prezzi del mercato dell'arte e di *database* che sono ormai una risorsa essenziale per investitori e collezionisti.

Proprio per facilitare la comparazione tra i ritorni del mercato dell'arte con quello delle azioni, delle obbligazioni e degli altri elementi del mercato finanziario, sono stati costruiti numerosi indici di prezzo dei beni artistici. Alcuni economisti sostengono come un indice del mercato dell'arte possa delineare gli andamenti generali del mercato in modo più efficiente rispetto, ad esempio, al Dow Jones per il mercato azionario statunitense[134]. Su queste basi, si possono indicare degli attributi importanti che caratterizzano gli indici dell'arte; ad esempio la rappresentatività, in quanto l'indice deve avere delle costrizioni minime sulla selezione dei dati per poter ben rappresentare l'andamento medio del mercato dell'arte; la liquidità e, infine, la capacità, intesa come indicativa del potenziale e

[133] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta.* op. cit. p. 32.

[134] Cfr, Ginsburgh V. e Throsby D., *Handbook of the Economics of Art and Culture.* Amsterdam, Elsevier, 2006.

del valore delle vendite che avvengono in questo segmento di mercato[135]. Lo scopo della costruzione degli indici di prezzo è legato alla volontà di misurare la rivalutazione del prezzo di un particolare bene o di un gruppo di beni.

Il modo più semplice di analizzare un variazione del prezzo di un bene potrebbe essere quello di calcolare la media, o il prezzo medio di vendita, di un campione di questi beni in almeno due periodi successivi. Se, però, la qualità dei beni inclusi nel campione cambia tra un periodo e l'altro, potrebbero sorgere alcuni problemi; ad esempio, se per qualche ragione, un certo numero di opere molto costose vengono vendute in un determinato periodo, il prezzo medio delle opere subirà una crescita, anche se nessuno dei singoli prezzi è realmente cambiato; come anche la variazione della qualità delle opere vendute tra un periodo e l'altro può causare una variazione dell'indice maggiore rispetto a quella del valore di ogni singolo lavoro. Se si verifica un cambiamento progressivo nella qualità delle opere vendute in tempi diversi, un indice che li analizza non potrà che risultare parziale[136].

Nel confrontare il prezzo delle opere di un particolare artista o di una determinata scuola in un periodo definito, per individuarne un andamento del mercato bisogna avere presente i limiti che possono intercorrere in tale analisi. Si è detto come non sempre le opere d'arte risultino paragonabili, anche se dello stesso artista: possono essere di diversa qualità; alcune possono avere un'incerta attribuzione; lo stato di conservazione può non essere lo stesso. Risalire ai diversi proprietari che hanno detenuto l'opera in precedenza può avvalorare l'autenticità del pezzo, oltre che conferirgli prestigio[137]. Anche il soggetto e la dimensione dell'opera, come è già stato accennato, possono incidere notevolmente sul prezzo finale di vendita. Ma queste difficoltà non sussistono se si confronta la stessa opera, venduta più di una volta, ad una seduta d'asta, del quale si conoscono i prezzi raggiunti. Grazie a queste informazioni si possono costruire degli indici dei prezzi che risultino rappresentativi dell'andamento del mercato.

Molti indici dell'arte sono basati su un modello per il quale il prezzo di un'opera in un particolare momento è funzione di determinate caratteristiche intrinseche, ad

---

[135] Kräussl R., *Art Prices Indices*, in McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 64.
[136] *Ibidem*, p. 65.
[137] Rush R. H., *L'arte come investimento*. Milano, A. Martello, 1963. p. 311.

esempio la sua qualità, e di altri elementi che variano nel tempo. Le tecniche usate abitualmente mirano alla costruzione di un indice che misuri o un insieme di elementi propri e caratterizzanti dell'opera stessa (indice edonico), o che tenga traccia delle vendite ripetute degli stessi lavori (indice delle vendite ripetute). Come si è visto nel capitolo 2, entrambi i metodi presentano i loro pregi , ma svelano le loro debolezze quando vengono realmente applicati al business degli investimenti in arte.

Il primo metodo, chiamato *approccio della vendita ripetuta,* si basa su dati di opere che sono state vendute più di una volta nel corso del tempo; quello che viene misurato è il cambiamento del prezzo nel tempo, considerando la qualità dell'opera come elemento costante. Con questo metodo, si assume che nessuno degli attributi dell'opera sia cambiato nel corso del tempo, per cui non vi è motivo di includere le caratteristiche dell'opera nel calcolo. In altre parole, si misurano le differenze tra il prezzo di vendita di un bene in un certo momento e il prezzo a cui è stato rivenduto successivamente: questo implica che la differenza tra i due prezzi sarà soltanto in funzione solamente del trascorrere del tempo.

Questa metodologia produce degli indici che hanno il merito di essere facilmente interpretabili, ma che al contempo presentano anche degli svantaggi. Una prima problematica si riferisce al fatto che i dati utilizzati nel campione non sono completamente rappresentativi: non utilizzando le informazioni delle singole vendite, vengono scartate una larga parte delle altre transizioni che si verificano nell'ampio segmento del mercato sotto osservazione. Il campione risulterà essere parziale. In secondo luogo, si può verificare un cambiamento delle caratteristiche dei beni artistici : si possono verificare delle alterazioni del bene stesso nel tempo che intercorre tra le due vendite, come anche il mutamento delle preferenze o del comportamento dei collezionisti può influire sull'andamento dell'opera stessa.

La seconda metodologia denominata, il *metodo della regressione edonica*, si basa su dati che analizzano le differenze delle caratteristiche dei beni in vari campioni. L'approccio edonico implica che la qualità di un'opera d'arte possa essere considerata come un numero composito di diversi attributi e caratteristiche, che possono essere valutate per l'utilità che queste comportano. I prezzi edonici sono definiti come dei prezzi impliciti derivati da un numero di attributi che riguardano

l'artista, l'opera e le caratteristiche di vendita. Questi attributi possono essere suddivisi in due tipologie: caratteristiche fisiche e non-fisiche. Le prime includono la casa d'asta in cui viene battuto il prezzo e le dimensioni dell'opera stessa, mentre quelle non fisiche riguardano le stime variabili pre-vendita, se l'opera contiene o meno la firma dell'artista, la sua reputazione. In altre parole, la tecnica edonica cerca di identificare le caratteristiche dell'opera che contribuiscono alla sua valutazione, e poi si cerca di isolarle dal prezzo di vendita, in modo da far risultare la pura influenza dovuta al mercato. Il tratto saliente di questa regressione è che viene aggirato il problema di avere dei beni selezionati con le stesse qualità da confrontare nel tempo. Inoltre, non vengono escluse quelle opere che hanno registrato un'unica vendita[138].

Recentemente, alcuni ricercatori hanno applicato un terzo approccio, chiamato *modello ibrido*, che è una combinazione dei primi due[139]. Considerando alcune delle possibili limitazioni dei due modelli sopra esposti (per quanto riguarda il primo metodo, la parzialità del campione esaminato; per il secondo la presa in esame di molti elementi qualitativi che non sempre hanno una chiara riflessione nel prezzo di mercato), sono stati studiati dei modelli ibridi per cercare di mitigare queste lacune, utilizzando simultaneamente le informazioni edoniche delle opere e quelle provenienti dalle vendite-ripetute dei singoli lavori. Questo insieme di dati concorre alla determinazione di un unico modello di analisi; purtroppo, nonostante sia data informazione riguardo alla volontà di utilizzo di questo metodo, non è stata riscontrata per il momento alcuna applicazione concreta al mercato dell'arte.

3.2 Gli Art Price Databases

Tutti gli indici di prezzo per il mercato dell'arte soffrono di un certo grado di "distorsione" a causa dei problemi inerenti al reperimento dei dati delle vendite; gli unici dati facilmente reperibili sono quelli resi pubblici dalle vendite nelle case d'asta, poichè le transazioni dei venditori privati non sono generalmente né

[138] Kräussl R., *Art Prices Indices*, in McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p.65.
[139] *Ibidem,* p.65.

pubblicate né rese pubbliche. Nel mercato dell'arte le case d'asta esercitano anche un importante ruolo di informazione e di intermediazione, sono pertanto un ulteriore strumento utile alla determinazione dei prezzi (essendo luogo di incontro tra domanda e offerta). L'asta è un meccanismo di allocazione delle risorse caratterizzato da un insieme di regole che presiedono allo scambio tra agenti economici; assume una struttura particolare sul mercato, poiché è solo una delle due parti (tipicamente la domanda) che svolge un ruolo attivo. La parte che resta inattiva stabilisce il volume di offerta e utilizza l'asta per determinare la migliore allocazione possibile.[140]

I dati delle case d'asta possono essere estrapolati da diverse compagnie specializzate, e in alcuni casi si trovano direttamente sui siti web o sui cataloghi pubblicati dalle case d'asta stesse; spesso sono disponibili anche dati di vendite passate. Nella Tabella 3.1 si riportano le caratteristiche distintive dei maggiori e più funzionali database attualmente a disposizione.

Tabella 3.1 Le caratteristiche dei principali database

DATI DELLE ASTE	ARTNET	ARTPRICE	ART SALES INDEX	AMR	ART FACT
N° artisti	182000	405000	200000	Dipende dall'indice	>500000
N° case d'asta	>500	2900	>500	N/A	>2000
Copertura	Fine art (3,8 milioni di risultati) e alcuni ambiti dell'arte decorativa	Fine art (20 milioni di risultati)	Fine art (3.5 milioni di risultati)	Fine art e arti decorative	Fine art e arti decorative (53 milioni di risultati)
Range	Dal 1985	Dal 1960	Dal 1920	Dal 1975	Dal 1986
Motore di ricerca	Avanzato	Moderato	Avanzato	N/A	Moderato
Attività connesse	Aste online	Analisi di mercato/ Art Index	Analisi di mercato/ art magazines	Art Index	Aste online
Quota annuale	$99-$2000	$148-$565	Free	Variabile	$200-$1995

Fonte: Kräussl R., *Art Prices Indices*, in McAndrew C., *Fine Art and High Finance.*

[140] Parisio L., *Meccanismi d'asta.* op. cit. p.15.

Come illustrato dalla Tabella 3.1, Artfact e Artprice sono in assoluto i database più ampi in termini di numero di artisti trattati; l'ambito di vendite che trattano è però differente: Artfact comprende anche le arti decorative, in un lasso di tempo dal 1986 ad oggi; mentre Artprice, sebbene copra solamente la Fine Art, ha una fortissima copertura sugli artisti presenti nel mercato, analizzando le transazioni dal 1960 in poi. Artnet e Art Sales Index si trovano in mezzo a queste due *major*. Art Sales Index gode del vantaggio di essere gratuito, al contrario di Artnet che è il più costoso. AMR è l'unico database ad offrire degli indici già pronti, che possono essere in qualche misura personalizzati e sono accompagnati dai dati su cui sono stati creati gli indici.
Ciascuno di questi database ha le proprie caratteristiche , i propri vantaggi e le proprie debolezze, e la scelta che conduce l'investitore o il collezionista a fare riferimento ad uno piuttosto che all'altro dipende esclusivamente dall'obiettivo della sua ricerca.

3.2.1 Artnet

Artnet (www.artnet.com), con sede a New York, Berlino e Parigi; altre sedi sono state istituite nel Regno Unito, in Cina e in Russia. offre un archivio dei prezzi battuti alle aste, insieme ad una varietà di altri servizi connessi al mondo dell'arte. Gli utenti sul sito web possono trovare articoli riguardanti eventi e/o particolari artisti, nonchè le tendenze del mercato dell'arte attraverso la pubblicazione degli *Artnet Analytic Reports.* Questi *reports* annotano periodicamente le informazioni, provenienti dal mercato delle aste, di oltre 4300 dei più importanti artisti che guidano il mercato globale; offre ai lettori informazioni di mercato come la liquidità, la volatilità, il volume delle vendite e i prezzi. Partendo dall'Artnet Price Databases vengono redatti tre diversi report, per soddisfare al meglio le esigenze dei clienti. Il primo, l'Artist Index Report fornisce l'andamento complessivo nel tempo di tutte le transizioni che hanno riguardato un artista scelto dall'utente; il Multiple Artist Report riporta il confronto degli indici di due o più artisti, sempre scelti dall'utente, per confrontarne l'andamento delle quotazioni; l'Analytic Prepare Report pone all'attenzione dei collezionisti l'andamento complessivo del

mercato, sottolineandone principalmente le tendenze in corso. In particolare I primi due report sono altamente personalizzabili, e di immediata comprensione. Il prezzo per poter accedere a tali servizi varia dai 50 ai 3000 $.

Artnet si occupa principalmente di Fine Art, ma dal febbraio 2009 ha lanciato un piccolo database riguardante le arti decorative. Il database copre un ampia gamma delle aste mondiali che si verificano periodicamente, e viene costantemente aggiornato in caso di cambiamenti e nuovi eventi. Vengono analizzati oltre 182000 artisti, provenienti da ogni nazionalità e di ogni stile; tramite un motore di ricerca si può ottenere il nome dell'autore, la corrente artistica, le dimensioni delle opere, l'anno di produzione, i prezzi di stima per le prossime sedute. Infine, vengono fornite le transazioni avvenute nelle aste: è possibile visualizzare tutte le opere presenti nel database, riportate in ordine crescente o decrescente (a scelta dell'utente), correlate dalle immagini. Come in molti altri database, le informazioni non possono essere scaricate.

All'interno del sito è possibile accedere ad uno specifico indice dei prezzi; costruito sul modello di quelli finanziari, come S&P 500, l'*Artnet Index* aggrega i dati proveniente dalle transizioni in asta e già presenti nel database.

L'elemento che differenzia maggiormente questo database dagli altri presenti nella rete riguarda il fatto che i dati forniti non provengono solo dalle case d'asta, ma anche dalle gallerie: questo permette agli utenti di individuare concretamente i luoghi in cui le opere sono in vendita.

Dal 1999 artnet.com AG è stata quotata al Neuer Markt della borsa di Francoforte; inoltre, dal 2004 Artnet ha instaurato solide collaborazioni con Sotheby's e con Art Basel.

3.2.2 Artprice

Artprice (www.artprice.com) è un database francese nato nel 1987, ed è attualmente uno dei più completi in termini di numeri di aste e di artisti analizzati. Vi si trovano 290.000 cataloghi d'arte che riguardano più di venti milioni di vendite d'asta, accessibili sono in seguito all'iscrizione.

Il database comprende 405.000 artisti; una volta scelto tramite il motore di ricerca

l'artista che si vuole approfondire, si offre all'utente una visione completa su tutti gli aspetti più importanti, dai prezzi di aggiudicazione record, le immagini, le stime delle opere non ancora vendute, i livelli di prezzo, gli indici, e molto spesso anche una completa biografia. Viene anche data la possibilità di vendere e acquistare opere direttamente sul sito web. Questa è ciò che lo differenzia da Artnet: se nell'ultimo viene data solamente la possibilità di interagire on-line direttamente con le case d'asta, in Artprice è presente un catalogo con opere sempre in vendita.

Artprice pubblica dei report e articoli riguardanti lo sviluppo del mercato dell'arte, e attraverso la pubblicazione di *Trends* presenta un resoconto delle aste; alcuni di questi report sono accessibili anche senza iscrizione. Nel gennaio 2008 è stato lanciato l'*Art Market Confidence Index* (AMCI): facendo riferimento al mercato mondiale, e stilato in tempo reale, utilizza gli stessi fondamenti teorici di quelli utilizzati per il calcolo del Michigan Consumer Sentiment Index del Survey Research Center dell'Università Michigan; la progressione dell'indice permette in effetti di seguire in tempo reale le reazioni degli attori del mercato dell'arte in relazione a temi di stretta attualità (variazioni delle borse, avvenimenti geopolitici, risultati di vendite mediatiche o avvenimenti esogeni in grado di influire sulle economie mondiali)[141]. Questo sistema viene quindi collegato con gli indici di prezzo di Artprice, e vengono riportati in tempo reale gli indicatori del mercato dell'arte, cercando di anticiparne anche le evoluzioni future. La metodologia dell'indice si basa su un sondaggio internazionale permanente effettuato sui 1,3 milioni di membri, per la maggioranza attivi sul mercato dell'arte; il campione rappresentativo varia nel tempo e solo le ultime 1000 risposte vengono utilizzate per calcolare i valori dell'AMCI.[142] Questo indice può essere facilmente paragonato ad altri fenomeni economici e sociali, in modo da rendere la prospettiva il più ampia possibile.

Dal 1997, sono stati sviluppati degli algoritmi di calcolo che hanno reso gli indicatori elaborati da ArtPrice il punto di riferimento per il mercato artistico, sancendo l'azienda quale leader mondiale nell'informazione di questo segmento

---

[141] Codignola F., *Prodotto Prezzo e Promozione nelle politiche distributive di Arte Contemporanea,* op. cit. p. 108.
[142] *Ibidem*, p. 108.

del mercato. Fornisce consulenza giornaliera a testate del calibro del New York Times, The Wall Street Journal, CNN, ArtNews, The Art Newspaper, Business Week, The Economist, Le Monde, Manager, Le Journal Des Arts e molti altri ancora.

3.2.3 Art Sales Index

Art Sales Index è uno dei più antichi database tra quelli finora citati, sebbene in un momento relativamente recente è stato acquistato da Louise Blouin Media e rilanciato tramite il loro portale Artinfo (www.artinfo.com). Il Louise Blouin Media Group stampa pubblicazioni come A*rt+Auction*, *Modernd Painters*, *Culture+Travel*, *Gallery Guide* e *Museum New York*. Viene offerto un servizio di newsletter settimanale per tenere aggiornati gli utenti.
Il database copre più di 3.500 risultati d'asta per più di 200.000 artisti, con 500 case d'asta diverse, dal 1922 ad oggi: è l'unico database a compiere analisi sul mercato dell'arte da quasi un secolo. Viene anche proposto un indice dei prezzi, denominato BASI (Blouin Art Sales Index), consultabile a pagamento, con sottoscrizioni giornaliere, mensili o annuali. L'indice riporta i dati provenienti dalle vendite all'asta e analizza l'andamento delle quotazioni dei singoli artisti, cercando di fornire valutazioni coerenti sia sull'andamento passato che su quello ipotizzato nel periodo futuro a breve termine.

3.2.4 Art Market Research (AMR)

AMR, o Art Market Research, si differenzia dai precedenti providers poichè non consente l'accesso a un database online dei prezzi d'asta, ma si è sviluppato nella creazione di indici. AMR consente agli utenti registrati di visualizzare un'ampia varietà di indici d'arte basati sul genere o sull'artista, che possono essere lievemente modificati in base alle esigenze dell'utente.
Dal 1985, AMR ha sviluppato 500 indici, e ne consente la creazione online di altri 100.000, attraverso uno sviluppo personalizzato. I valori medi delle opere vengono forniti vicino a una tabella che illustra gli indici utilizzati, in un lasso di

tempo dal 1975 a oggi. Inoltre, AMR ha un proprio veicolo di investimento specializzato in investimenti in arte, e offre quindi anche un servizio di consulenza d'arte. Copre uno spettro di mercato molto più ampio: non si occupa solo di Fine art, ma anche di arti decorative e di oggetti da collezione (come gioielli, ceramiche e pezzi di arredamento), oltre a una varietà di altri mercati (metalli e pietre preziose, vini e beni immobili). Ma il mercato analizzato più frequentemente è quello delle pitture, suddiviso in determinate categorie tra cui i paesi europei, l'America, e il mercato dell'arte in generale.

Un'ampia varietà di indici sono quindi a disposizione degli utenti; il settore offerto però non copre l'intero mercato dell'arte, o tutti gli artisti e generi. Per quanto riguarda le pitture, ad esempio, ogni indice si basa sull'artista che è classificato all'interno di uno specifico settore (non è possibile aggiungere o cancellare artisti per un indice). L'indice viene espresso in dollari, sterline, yen, euro ed altre valute europee. Il procedimento utilizzato per costruire l'indice è il metodo del prezzo medio: in questo modo si potrebbe rischiare di assistere in un anno ad un'impennata dei prezzi causata magari dalla vendita di alcune opere molto costose, mentre può succedere che in altri anni questo fenomeno non si manifesti. Questo metodo di costruzione degli indici quindi può mostrare un forte aumento o un grande calo a causa di una forte deviazione dei prezzi, che non è necessariamente rappresentativa del mercato.

In realtà non tutti i prezzi sono consultabili online, e l'iscrizione non può avvenire tramite il sito; in accordo con la loro lista di clienti, il servizio appare diretto a un pubblico prevalentemente istituzionale[143], piuttosto che a collezionisti o investitori privati.

3.2.5 Artfact

Artfact (www.artfact.com) è un database americano che si occupa di coprire sia il settore fine art che quello decorativo, comprendendo oggetti come libri e monete; analizza le transazioni di oltre 2.000 case d'asta.

Artfact distingue tre importanti sezioni nel suo database: Fine Art, Consulenze per

[143] Kräussl R., *Art Prices Indices*, in McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p.73.

le aste, e i prezzi delle aste passate. Il primo comprende più di 500.000 artisti, le loro biografie, più di due milioni di prezzi battuti all'asta, e cataloghi con le descrizioni di pitture, sculture, fotografie, disegni e stampe. La consulenza per le aste è un attento sistema che notifica all'utente le aste future in base alle sue preferenze. Invece, il database dei prezzi delle aste passate comprende oltre 50 milioni di risultati, provenienti da trentacinque paesi dal 1986. Per accedere al database e agli altri servizi presenti è necessario essere iscritti; anche in questo caso, l'iscrizione è a pagamento.

Oltre ai database qui citati, ne sono presenti molti altri, come ad esempio Artvalue, findartinfo.com, icollector.com e altri.

3.3 Da Rush a Nomisma: una rassegna della letteratura sui principali indici del mercato dell'arte

Attraverso la studio dell'arte come investimento, diverse misure sono state applicate per determinare la relazione tra il mercato dell'arte e quello azionario; tutti questi studi sono stati applicati solamente ai dati provenienti dalle case d'asta (disponibili anche dai database precedentemente analizzati), escludendo quindi le vendite tra privati e nelle gallerie. Ovviamente c'è un alto tasso di diversità per quanto riguarda la combinazione di dati usata, il campo di analisi (in base a generi, regioni e paesi), e le differenti metodologie di indici applicate. In appendice viene riportata una tabella riassuntiva con i principali studi atti alla costruzione degli indici per il mercato dell'arte, in cui sono indicati gli autori, il periodo di analisi, il campo di analisi e la metodologia adottata.

Comprendere realmente i meccanismi del mercato dell'arte significa affrontare diverse problematiche, tra le quali la sua eterogeneità. Sono state sviluppate quattro metodologie per superare questo problema: un indice dei prezzi che valuta un insieme di dipinti attraverso il giudizio personale degli esperti (Reitlinger, 1963 e 1970); indici basati sulla *repeated sales regression* (come Anderson 1974, Goetzmann 1993, e Pesando 1993); indici costruiti tramite la regressione edonica

(Frey e Pommerehne 1989, Buelens e Ginsburgh 1993, Chanel 1995); indici basati sulla valutazione di un dipinto rappresentativo definito in accordo con determinati criteri (Stein 1977, Candela e Scorcu 1997).[144]
Alcuni di questi studi focalizzano l'attenzione principalmente sul rendimento del mercato dell'arte; per questo motivo verranno analizzati nel Capitolo 4.

Un lavoro pionieristico nello studio degli indici per il mercato dell'arte è stato proposto da Richard Rush nel 1961, nel volume *Art as an Investment*.[145] L'autore ha cercato di focalizzare l'attenzione del pubblico verso le quotazioni dei singoli artisti o di correnti specifiche. Il lavoro di Rush rappresenta uno dei tentativi iniziali di verifica dell'efficienza del mercato artistico e un primo passo importante di ricostruzione storica delle quotazioni attraverso l'uso di campioni e di numeri indice.[146] L'analisi si è svolta lungo 35 anni, nel periodo dal 1925 al 1960, e si basa sui prezzi di aggiudicazione d'asta (viene riportato solo il prezzo di vendita, e ignorato quello di stima) delle tre maggiori case d'asta mondiali: la Parke Bernet di New York, Christie's e Sotheby's. L'indice stilato si propone di essere un indice rappresentativo dell'arte internazionale, di quell'arte, cioè, che ha un prezzo di mercato in quasi tutti i paesi del mondo occidentale (Rush, 1961).
L'anno base è il 1925, l'anno in cui gli Stati Uniti si stavano avvicinando al grande boom industriale; in questo modo, l'autore ha provato a constatare gli effetti della grande depressione sul mercato dell'arte e la sua conseguente ripresa. Così scrive Rush: "*come sistema, il lavoro di preparazione di un indice di mercato in campo artistico è simile a quello richiesto dalla preparazione di un qualsiasi indice commerciale o di borsa. Si tratta infatti di scegliere quegli artisti i cui prezzi costituiscono un esempio indicativo di tutti i prezzi di mercato e di rilevarne i cambiamenti il più accuratamente possibile*" (Rush, 1961). Le differenze che sono comparse nel corso dell'analisi dei dati tuttavia non sono state di poco conto: intanto, le opere degli artisti che compaiono sul mercato sono decisamente di numero superiore rispetto a quelli dei titoli azionari; inoltre, cosa di ben maggiore

[144] Candela G., Scorcu A. E. e Figini P., Price Indeces for Artists. A Proposal. *Journal of Cultural Economics*, n. 28, v. 4, p. 285.
[145] Rush R. H., *L'arte come investimento*. op. cit.
[146] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 39.

importanza, solo una percentuale relativamente piccola delle opere prodotte da un artista si può trovare sul mercato, e l'analisi che si prova a condurre non può che risultare imperfetta. Nel campionamento effettuato sono stati quindi considerati solo i dipinti ritenuti tipici dello stile di un artista, trascurando le opere minori, quelle di dimensione media (escludendo quelli che non raggiungono le dimensioni 25x30 cm) e quelle non riprodotte fotograficamente sul catalogo[147]. Le scuole pittoriche prese in esame sono state le seguenti. La *scuola italiana*, suddivisa in Primitivi (come Duccio e Cimabue)[148], Pittura fino al 1450 (Beato Angelico), Tardo XV e primo XVI secolo (Bellini), i Grandi Veneziani (Tintoretto, Tiziano e Veronese), il Barocco e i Carracci, il XVIII secolo (Tiepolo e Pittoni). A seguire la *scuola olandese*, suddivisa in: artisti maggiori del XVIII secolo (Hals, Ruisdael e Van Goyen), artisti minori del XVII secolo (Nicholas Berchem) e XIX secolo (Josef Israels). La *scuola fiamminga*, con i ritrattisti del XVII secolo (Van Dick) e i paesaggisti e pittori di genere del XVII secolo (Teniers). La scuola inglese, suddivisa in XVIII secolo (Gainsborough e Romney) e XIX secolo (Coz, Birket Foster, Pettie e Alma-Tadema). I *francesi e altri moderni*, classificati in Impressionisti (Renoir, Monet e Manet), Post-Impressionisti (Cézanne, Van Gogh e Gauguin), Moderni Maggiori, comprendenti Matisse, Picasso Braque e Léger. Ancora Otto Moderni (Derain, Dufy e Modigliani), Dieci Moderni (De Chirico, Kisling, Mirò e Laurencin), i Barbizon, con Daubigny e Corot e gli Espressionisti, fra cui Kirchner e Kokoschka. Infine, la *scuola americana*, suddivisa in pittori moderni (Prendergast, Glackens ecc.), quelli del XIX secolo (Sargent) e gli Antichi Maestri (Gilbert Stuart).

Tramite il database a disposizione, Rush ha studiato gli andamenti medi per autore e per ogni singola scuola; è stato calcolato infine un indice complessivo per il mercato dei dipinti.

Considerate 23 scuole e sottoscuole, sono stati scelti degli artisti all'interno di ogni categoria che secondo l'autore erano i più rappresentativi; inoltre, sono stati

[147] La limitazione di Rush riguardo le dimensioni del quadro corrisponde all'ipotesi di economie di scala nella produzione di dipinti. Come nel caso delle abitazioni, è plausibile pensare che i monolocali siano sovrastimati e le grandi superfici sottovalutate rispetto a una valutazione a metro quadro. Cfr. Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 40.

[148] I pittori primitivi italiani sono stati in realtà esclusi nel calcolo dell'indice: ben pochi di questi quadri autentici erano disponibili sul mercato nel 1960. Stessa cosa per pittori del calibro di Canaletto, Guardi e Bellotto. Cfr, Rush R. H., *L'arte come investimento*, op. cit. p. 319.

esclusi i valori massimi e quelli minimi dei prezzi di aggiudicazione raggiunti da ogni artista. Posto quindi il 1925 come anno base, è stata stilata una serie storica degli indici di prezzo. La media calcolata viene riportata nella Tabella 3.2.

Tabella 3.2 Indice di Rush, 1925-1960

Anno	Valore 1925=100
1925	100
1930	139
1935	121
1940	170
1945	189
1950	344
1955	609
1960	1274

Fonte: Rush R. H., *L'arte come investimento*.

Il lavoro di Rush può sembrare simile al lavoro di preparazione di un indice di borsa[149], ma la selezione degli artisti si basa su una scelta soggettiva, e non oggettiva: questo comporta risultati arbitrari e non soggetti a un criterio di valutazione statistica.

L'indice proposto da John Picard Stein è apparso sul *Journal of Political Economy* nel 1977[150]. Stein ha sviluppato un indice dei prezzi per il mercato statunitense e per quello britannico, nel periodo che va dal 1947 al 1968. Sono state escluse tutte le opere il cui autore non fosse deceduto prima del 1946: questo per evitare che durante l'elaborazione dell'indice l'artista producesse nuovi lavori che avrebbero potuto modificare l'andamento del mercato e quindi anche l'indice dei prezzi (Stein, 1977). L'analisi quindi si è concentrata su tutte le opere vendute in quel lasso di tempo, senza fare distinzione di periodi storici o di movimenti artistici.[151]

[149] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p.40.
[150] Stein J. P., The Monetary Appreciation of Paintings. *Journal of Political Economy*, 1977, vol. 85, n.5. pp. 1021-1035.
[151] Stein non ha costruito indici separati per le diverse classi di opere; questo perchè la classificazione avrebbe richiesto un alto livello di conoscenza della storia dell'arte, e perchè ritiene che le variazioni dei prezzi dei dipinti siano soggette altresì alle inclinazione dettate dalla moda. Anche per questo motivo ha deciso di non prendere in considerazione le opere di artisti viventi, nella convinzione che quelli deceduti abbiano una fama già consolidata e meno incline a

L'indice di Stein è stato calcolato su campioni annuali di dipinti transitati attraverso le vendite all'asta; il calcolo è stato effettuato tramite il rapporto delle medie geometriche dei prezzi di aggiudicazione registrati durante due sedute.[152] Supponendo che l'insieme delle opere consiste in *n* dipinti, l'indice potrà essere costruito tramite l'utilizzo della seguente formula:

$$\frac{\left(\Pi_{i=1}^{n} p_{it}\right)^{\frac{1}{n}}}{\left(\Pi_{i=1}^{n} p_{is}\right)^{\frac{1}{n}}}$$

Il rapporto delle medie geometriche dei prezzi nei due periodi considerati così ottenuto può essere usato come un indice dei prezzi (Stein, 1977).

L'utilizzo delle medie geometriche per i prezzi d'asta introduce due tipi di distorsioni (Stein, 1977). La prima riguarda il fatto che il numero di opere vendute all'asta non è fisso, ma anzi tende a decrescere nel tempo, soprattutto per le opere di alta e altissima qualità che una volta tolte dal mercato vengono accumulate nei musei[153]. In secondo luogo, i prezzi di vendita battuti all'asta non rappresentano un indicatore uniforme del valore dei dipinti sul mercato; capita infatti che il proprietario possa mettere in vendita una propria opera all'asta, e farla acquistare da un suo intermediario a un prezzo notevolmente maggiore a quello di stima: questa "tecnica", detta del "Buy-backs", serve per provocare un inflazione artificiale dei prezzi (Stein, 1977).

In ogni caso, i dati reperiti dalle vendite si confermano come un ottimo strumento di studio. La fonte dei dati utilizzata da Stein è l' *Art Price Current,* pubblicato tutt'ora sul *Fine Art Trade Journal.* In seguito all'esame di tutte le transazioni avvenute nel periodo qui considerato, Stein ha deciso di escludere le opere nei

---

variazioni. Stein in un articolo del 1973, *The Appreciation of Paintings*, ha criticato l'indice nato dalla collaborazione Times- Sotheby's che come si vedrà fa diverse distinzioni nella catalogazione delle opere. La critica è rivolta anche al testo di Geraldine Keen, *The Sale of Works of Art: A Study Based on the Times-Sotheby Index,* che al contrario ne elogia i risultati ottenuti. Cfr, Stein J. P., The Monetary Appreciation of Paintings. op. cit. pp.1024-1026.

[152] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op.cit. p. 42.

[153] Stein sottolinea anche come le opere di più alta qualità, e quindi col prezzo più alto, raramente vengano vendute con l'ausilio delle case d'asta, a causa delle alte spese di commissione; solitamente vengono vendute privatamente. Cfr, Stein J. P., The Monetary Appreciation of Paintings. op. cit. p. 1024.

casi in cui gli esperti abbiano espresso dubbi e perplessità riguardo l'autenticità dell'opera, se l'opera non avesse attribuzione certa o fosse catalogata sotto la denominazione “scuola di”, o, come è stato accennato sopra, il pittore fosse ancora in vita nel 1946.

Nella Tabella 3.3 si riportano i livelli dei prezzi delle medie geometriche per le vendite negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, con il numero di campioni analizzati per ogni media. Stein ha scelto di analizzare questi due mercati poiché l'84% delle vendite totali all'epoca si verificavano in questi paesi (il 16% rimanente riguardava il resto del mercato europeo). I prezzi delle vendite inglesi (ovviamente in sterline) sono stati convertiti al dollaro americano, usando come valore di cambio quello del 31 dicembre di ogni anno analizzato. Stein ha calcolato la variazione media annuale dei prezzi: per le opere vendute negli Stati Uniti tra il 1946 e il 1968 è pari al 10,47%, mentre risulta essere del 10,38% per le aste britanniche se i prezzi sono misurati in dollari, del 13,12% se sono misurati in sterline.

Tabella 3.3 Indice di Stein, 1947-1968, per U.S.A. E Gran Bretagna

	Stati Uniti			Gran Bretagna			
Anno	Valore dell'indice	E. S. (%) della stima	Ampiezza campione	Valore dell'indice (£)	Valore dell'indice ($)	E. S. (%) della stima	Ampiezza campione
1967-68	3198	7,1	350	1214	2923	2,5	2115
1966-67	2300	6,7	258	829	2314	2,5	2176
1965-66	4904	9,8	255	888	2489	2,5	2040
1964-65	3087	10,2	190	1011	2821	2,9	1187
1963-64	2802	7,8	268	811	2267	2,9	1965
1962-63	2445	8,3	321	810	2270	3,4	1580
1961-62	2417	10,5	293	512	1438	3,1	1743
1960-61	1185	8,1	374	355	995	2,8	2240
1959-60	853	6,5	407	298	836	2,8	2087
1958-59	1057	9,3	370	234	656	3,1	1998
1957-58	803	7,3	419	188	527	2,8	1765
1956-57	623	5,8	442	190	529	3,3	1528
1955-56	629	4,5	634	174	488	3	1449
1954-55	583	5	475	142	396	2,6	1097

1953-54	448	4,8	352	109	307	2,6	1289
1952-53	536	5,8	402	133	373	3,4	1145
1951-52	515	4,3	523	96,7	269	2,9	1175
1950-51	529	4,3	501	107	299	2,8	1470
1949-50	375	4,4	546	98,6	276	3	1252
1947-49	454	3,6	837	98,1	395	2,2	2297
1946-47	395	3,7	733	91,1	367	2,6	1525

Fonte: Stein J. P., *The Monetary Appreciation of Paintings.*

Nella Tabella 3.3 vengono riportati gli *standard error* delle stime fatte per ogni media geometrica: il valore viene espresso in percentuale come risultato di un lavoro con i logaritmi dei prezzi.

Anche gli indici di Rush e Stein non nascono come strumento di controllo costante del prezzo dei dipinti, ma piuttosto per determinare il tasso di rendimento dell'investimento in opere d'arte.[154] Al contrario, il Sotheby's Art Index nasce proprio come monitoraggio ricorrente del mercato artistico. Come si è visto nel capitolo 2, venne pubblicato per la prima volta nel 1967, grazie a una collaborazione tra il quotidiano *The Times* e la casa d'aste Sotheby's di Londra; l'obiettivo era quello di riprodurre le stesse informazioni che i lettori potevano trovare nel Financial Times o sul Dow-Jones per il mercato finanziario[155]. Lo scopo dell'indice è quello di misurare le variazioni dei prezzi che avvengono nel mercato dell'arte; inizialmente sono stati calcolati degli indici per gli anni 1950-1967, successivamente i dati sono stati aggiornati anno per anno. I calcoli si basano sui prezzi di aggiudicazione realizzati nelle maggiori case d'asta internazionali, e inizialmente miravano a coprire i seguenti campi: dipinti degli impressionisti; stampe di maestri antichi; dipinti di maestri antichi; dipinti del ventesimo secolo; pitture inglesi del diciottesimo e diciannovesimo secolo; argenti inglesi; vetri inglesi; porcellane inglesi; ceramiche orientali; mobili francesi. Attualmente, l'indice si è ridotto a dieci settori: dipinti di maestri antichi, dipinti

[154] I diversi studi sui tassi di rendimento *ex post* degli investimenti sulle opere d'arte utilizzano spesso fonti e metodi diversi; per i contributi di questi economisti (quali Pesando, Goetzmann e altri) si rimanda al capitolo 4.
[155] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 45.

europei del XIX secolo, impressionisti e post-impressionisti, dipinti moderni (1900-1950), ceramiche continentali, ceramiche cinesi, argenti inglesi, argenti continentali, mobili francesi e continentali, mobili inglesi.

L'indice calcolato per gli impressionisti consiste nelle osservazioni di sei artisti: Monet, Renoir, Pissarro, Sisley, Boudin e Fantin-Latour; il criterio nella scelta degli artisti rappresentativi di ogni segmento è quello di scegliere dei dipinti di maestri rappresentativi del movimento e del mercato e che appaiano con una certa regolarità nelle aste.[156] Per i dipinti del ventesimo secolo, invece, si trovano: Picasso, Braque, Chagall, Bonnard, Rouault, Utrillo e Vlaminck. Una volta selezionati gli artisti, sono state selezionate le opere con le stesse caratteristiche di valore.

La costruzione dell'indice si basa su due assunzioni teoriche: la prima è che la comparazione tra due opere appartenenti allo stesso gruppo fornisca un buon indice della variazione del prezzo nel tempo trascorso tra le due osservazioni; la seconda è che il valore intrinseco tra i diversi gruppi in cui sono divise le opere di un artista sia teoricamente un rapporto costante[157].

Ma vediamo meglio come è stato costruito l'indice. Dai cataloghi annuali delle sedute d'asta sono state raccolte tutte le opere degli artisti sopra citati per il periodo 1950-1967, e sono state poi classificate in diversi gruppi da esperti qualificati. Un gruppo è stato assunto come base per il calcolo, e il prezzo di ogni dipinto venduto successivamente è diminuito o aumentato in relazione ai valori del "gruppo base". La variazione media di questi valori viene presa come misura del mutamento del valore delle opere dell'artista analizzato.

L'indice per l'anno *t* viene espresso dalla seguente formula:

$$T_t = \frac{\Sigma_{i=1}^{n} P_{it} r_i Q_{it}}{P_{n0} \Sigma_{i=1}^{n} Q_{it}} 100$$

[156] Monet e Renoir sono scelti poiché identificano le figure più rappresentative della scuola; Pissarro e Sisley per i loro grandi paesaggi; Fantin-Latour e Boudin rappresentano invece le figure di meno importanza, vicine ma al margine del movimento. Cfr Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 46.

[157] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. pp. 46-47.

in cui: *n* rappresenta il numero di gruppi formati, per *i* = 1,2,..., n; P_{it} rappresenta il prezzo medio dei dipinti del gruppo *i*, nel periodo *t*; Q_{it} rappresenta il numero di dipinti del gruppo *i* apparsi nel periodo *t*; r_i indica il rapporto fra il prezzo del 1967 del gruppo base *n* e il prezzo del gruppo *i*, sempre nel 1967; P_{n0} rappresenta il prezzo medio nel periodo base (assunto come media 1950-1952)[158].
Se volessimo applicare questo calcolo alle opere, ad esempio, di Monet, otterremo un indice annuale delle sue opere; calcolati anche gli indici per gli altri cinque artisti che fanno parte del gruppo degli impressionisti, si potrà calcolare l'indice complessivo come media degli indici per autore.
Un limite appare subito chiaro: le scelte soggettive compiute dagli esperti[159]. L'indice Times-Sotheby's infatti si basa sul metodo dei testimoni privilegiati usato soprattutto per il mercato immobiliare; il problema è che i testimoni mutano nel tempo e non ci sono garanzie che il loro giudizio rifletta il reale andamento del mercato.[160]
William Grampp scrive a questo proposito:

> Se l'investitore-speculatore non è allarmato da questi dubbi sulla costruzione degli indici, può trovarvi la prova del fatto che le pitture possono rappresentare un'occasione di speculazione profittevole. Dall'altra parte, l'amatore prudente che non desidera prendere dei rischi, comprerà un'opera d'arte per il gusto artistico e investirà o speculerà su altre attività.[161]

Facendo riferimento, contrariamente agli studi appena esaminati, al metodo della regressione edonica, risulta di primaria importanza citare il lavoro di R. Anderson,

---

[158] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta.* op. cit. p.47.
[159] Il Sotheby's Art Index riflette l'analisi soggettiva e le opinioni degli esperti che lavorano presso la casa d'aste. Nella sua liberatoria, Sotheby's dichiara come " *niente nell'indice può essere inteso o cerca di essere una guida sugli investimenti dell'arte o una predizione sulle future performance del mercato artistico*". Cfr, Heilbrun J. e Gray C. M., *The Economics of Art and Culture.* The Pitt Building, Cambridge, 2001. p. 165.
[160] Per una definizione più chiara ed esplicativa del metodo dei testimoni privilegiati si veda il Capitolo 3.
[161] Grampp W., *Pricing the Priceless. Art, Artists and Economics*, New York, Basic Books. Cit. tratta da Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 48.

del 1974.[162] I prezzi su cui si basa il lavoro di Anderson derivano dal catalogo Reitlinger (1961-1970)[163], integrato con le osservazioni del catalogo riepilogativo di Meyer (1971), l' *International Auction Record*.

Partendo dalla considerazione che i due più importanti fattori che concorrono alla formazione del prezzo di un'opera sono la reputazione dell'artista e la qualità dell'opera stessa, ci sono altre caratteristiche che hanno un'influenza significativa; possono essere lo stato in cui si trova al momento della vendita, il soggetto rappresentato, la misura. Queste, sostiene l'autore, sono caratteristiche "intrinseche" del bene, alcune delle quali sono analizzate con cura solo da esperti collezionisti. Ma ci sono altri elementi che vanno considerati: alcuni dipinti, ed esempio, possono essere considerati precursori di tendenze artistiche (si pensi al quadro di Picasso, *Les Damoiselles d'Avignon*); per altri, l'attribuzione certa risulta determinante al momento della vendita. Si è notato come anche il precedente proprietario di un'opera eserciti una grande influenza sul compratore.

Le variabili utilizzate nell'indice di Reintlinger sono le seguenti: l'anno di vendita, il prezzo, la misura (in pollici quadrati), l'anno di produzione, l'età dell'artista al momento della produzione, se l'artista era in vita al momento della transazione, il luogo di vendita. Un sottoinsieme di questo campione contiene dati ulteriori riguardanti il soggetto rappresentato ed eventuali precedenti proprietari (Anderson, 1974). Secondo Anderson, all'insieme dei dati qui sopracitati, bisogna aggiungere per primo la reputazione dell'artista; esistevano all'epoca diverse misure riguardanti la considerazione dell'artista, ma nessuna di queste risultava essere veramente efficace, soprattutto a causa del fatto che la fama stessa muta nel tempo. Il metodo adottato in questo studio è stato quello di prendere in considerazione i prezzi realizzati nel tempo per ogni artista, e utilizzare questi prezzi stimati tra il 1960 e il 1990 come un'alternativa per la misura della reputazione (Anderson, 1974).

Lo scopo del lavoro di Anderson è quello di spiegare, tramite un'analisi di regressione, che cosa determini il tasso di variazione del prezzo dei dipinti.[164]

---

[162] Anderson R. C., Paintings as an Investment. *Economic Inquiry*, vol.12, n. 1, 1974. pp. 13-26.

[163] Reitlinger G., *The Economics of Taste, I: The Rise and Fall of the Picture Market, 1760-1963*. op. cit.

[164] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle*

L'indice costruito si concentra, infatti, principalmente sul tasso di ritorno dei beni artistici; per questo motivo, verrà analizzato nel Capitolo 4.

Il lavoro di J. E. Pesando risale al 1993;[165] A differenza degli altri studi, egli analizza le vendite ripetute delle stampe moderne, in modo da costruire un indice dei prezzi a cadenza semestrale[166] per il periodo 1977-1992.
La banca dati di Pesando si basa sul *Gordon's Print Price Annual*, pubblicato ogni anno a partire dal 1978, contenente un completo elenco dei prezzi battuti alle maggiori case d'asta del mondo degli anni precedenti. Per le opere vendute in paesi fuori dagli Stati Uniti, i prezzi sono stati convertiti in dollari americani con l'utilizzo del tasso di cambio fornito dal The Wall Street Journal's.
Le stampe sono divise in tre categorie: Old Masters, moderne e contemporanee. Per valutare il rischio e il ritorno che caratterizzano il mercato delle stampe, Pesando ha elaborato un indice dei prezzi: per fare questo, ha impiegato il metodo della *repeat sale regression* (RSR). Per ogni coppia di vendite è stata calcolata la differenza tra il logaritmo del prezzo al momento della rivendita e il logaritmo del prezzo relativo alla prima vendita; i prezzi logaritmici così ottenuti subiscono una regressione su una base di variabili binarie (*dummy variables*), una per ogni osservazione dell'indice dei prezzi. Anche questo studio, per attinenza di argomenti, viene approfondito nel Capitolo 4.

3.3.1 Il Mei-Moses Art Index

Jainping Mei e Michael Moses, docenti di finanza alla Stern School of Business della New York University, hanno elaborato un indice che permette di avvicinare il mondo della finanza a quello dell'arte. Nel loro lavoro, *Art as an Investment and the Undeperformance of Masterpieces* (2002), hanno considerato i dipinti venduti presso le case d'asta di New York tra il 1950 e il 2000, tutti commerciati più di una volta ciascuno. Assunto come i due maggiori ostacoli nell'analizzare il mercato

aggiudicazioni d'asta. op.cit. p. 50.
[165] Pesando J. E., Art as an Investment: the Market for Modern Prints. *American Economic Review*, vol. 83, n.5, pp. 1075-1089.
[166] Poiché le sedute d'asta si concentrano nei mesi di maggio-giugno e novembre-dicembre, Pesando ha ritenuto calcolare la variazione ogni sei mesi, per ottenere risultati più attendibili. Cfr, Pesando J. E., *Art as an Investment: the Market for Modern Prints.* op. cit. p. 1077.

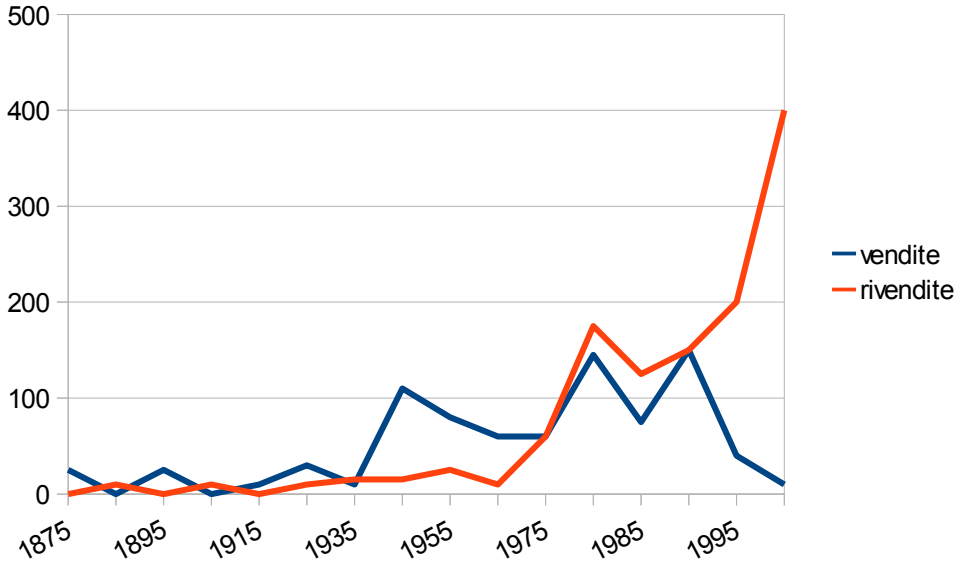
dell'arte siano l'eterogeneità delle opere e la non-frequenza del loro commercio, i due economisti hanno cercato di superare questi problemi costruendo un nuovo insieme di dati, basati sulle vendite ripetute, e facendo riferimento ai prezzi record raggiunti; si è così avuto un decisivo incremento nel numero delle comparazioni dei prezzi rispetto agli studi precedenti, come quelli di Baumol e di Goetzmann. Hanno raccolto quasi 5.000 coppie di dati riguardanti i prezzi delle opere vendute nel periodo 1875-2000; con questo grande numero di dati a disposizione, sono stati in grado di costruire un indice annuale per l'arte, così come degli indici minori (sempre annuali) per le opere americane, per gli Old Masters, gli Impressionisti e le pitture moderne per diversi periodi. Questi indici annuali vengono quindi utilizzati per indirizzare la discussione se la caratteristica rischio-rendimento delle opere d'arte sia in grado di reggere bene il confronto con i tradizionali titoli finanziari, come azioni ed obbligazioni[167].

Studiare il valore delle opere d'arte con i metodi finanziari non è cosa possibile. I prezzi stilati dalle gallerie o direttamente dagli artisti non sono né affidabili né facilmente reperibili; al contrario, i prezzi delle vendite all'asta sono disponibili nei cataloghi, e possono andare a costituire un database che permette di determinare il cambiamento nel valore degli oggetti d'arte sia nei diversi periodi che nelle diverse collezioni. È stato allora creato un database per il mercato americano, principalmente quello di New York, e si sono analizzate tutte le vendite avvenute nelle maggiori case d'asta dal 1950 al 2000.
Se un'opera era già stata precedentemente venduta ad un'asta, si è recuperato il catalogo che ne riportava il prezzo di aggiudicazione.[168] Molti dipinti contavano più vendite ripetute, alcuni addirittura sei ciascuno; ogni rivendita (quindi ogni coppia di valori) rappresenta un unico punto nel database, che conta in tutto, come è stato detto, più di 5.000 voci.[169] I dati sono stati continuamente analizzati, in modo da garantire la costruzione dell'indice annuale a partire dal 1871.

[167] Mei J. e Moses M., Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces. In *American Economic Review* 92, n.5, 2002, p.1656.
[168] Le fonti principali per questi studi sono state reperite alla "The New York Public Library" e alla "Watson Library" del Metropolitan Museum of Art.
[169] Per le opere vendute all'estero si è convertito il prezzo in dollari utiizzando i dati a lungo termine forniti dalla Global Financial. Mei J. e Moses M., Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces. op. cit. p. 1657.

La totalità dei dati raccolti ha subito una suddivisione in tre grandi categorie: la prima riguarda gli American Paintings, databili tra il 1700 e il 1950; la seconda comprende gli Impressionisti e l'Arte Moderna (datata tra la fine del XIX secolo e l'inizio del XX); la terza riguarda gli Old Masters, intesi come le opere create tra la fine del XII secolo e prima della fine del XIX.
Il numero di osservazioni di vendita e di rivendita per anno di acquisto, dal 1875 al 2000, vengono riprodotti nella figura 3.1.

Figura 3.1 Numero di osservazioni delle transizioni di vendite e rivendite



Fonte: Mei J. e Moses M., Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces.

Nel database sono reperibili 4.896 coppie di prezzi, delle quali 899 riguardano gli American Paintings, 1.709 gli Impressionisti e 2.288 gli Old Masters.
Si può notare come i dati siano abbastanza scarsi per il periodo dal 1875 al 1935, ma come aumentino rapidamente dopo il 1935. Dal grafico si evince inoltre come la maggior parte di opere acquistate sia detenuta per lunghi periodi di tempo (in media 28 anni) (Mei e Moses 2002); questo indica come le opere acquistate nel primo periodo vengano rivendute dopo diversi anni.

La discriminazione dell'insieme dei dati è un'importante nodo focale che porta all'interpretazione di questo studio: la procedura di selezione basata sulle vendite multiple avvenute nelle maggiori case d'asta americane tende a troncare entrambi i lati della distribuzione del rendimento (Mei e Moses 2002). Il campione scelto potrebbe soffrire di una "chiusura all'indietro" dei dati, come viene definita dagli autori, intendendo che i dati delle opere vendute prima del 1950 provengono solo dalle transazioni avvenute da Christie's e da Sotheby's.

Data la reputazione di queste case d'asta, il database può presentare delle incertezze riguardanti i dipinti di grande valore dopo il 1950; ad ogni modo, queste debolezze possono essere mitigate da due fattori. Il primo riguarda il fatto che i dati raccolti comprendono un grande numero di opere dal rendimento decisamente scarso; questo in parte è dovuto al fatto che le case d'asta sono obbligate a vendere tutte le opere che hanno a disposizione, che siano di grande valore oppure no. C'è comunque da sottolineare come Christie's e Sotheby's abbiano in passato incentivato la vendita di opere a basso prezzo di artisti affermati per attrarre nuovi collezionisti. Quindi, sono stati analizzati anche dati di opere che hanno avuto un crollo sostanziale. Secondo, i dati precedenti al 1950 vengono da case d'asta ben note, perciò sono stati esaminati sempre i prezzi di artisti ormai affermati. Ad ogni modo, i dipinti attualmente di grande valore che sono stati acquistati molto tempo fa a prezzi inferiori direttamente dagli artisti o dai galleristi, non sono stati compresi nel campionamento; ugualmente sono stati esclusi i capolavori di appartenenza alle collezioni museali (Mei e Moses 2002).

A causa di queste distorsioni, il rendimento medio annuale di un investimento in arte delle opere vendute più di una volta deve essere considerato come approssimativo, poiché è legato al rendimento medio ottenuto dagli investitori nel corso del periodo; il rendimento potrebbe inoltre essere ridotto dai costi di transizione. Allo stesso modo, anche i titoli finanziari avranno sofferto in questo lungo arco di tempo di alcune distorsioni, come la liquidità del mercato o i costi di transizione. Questo punto sarà approfondito nel Capitolo 4.

La *repeated sales regression* (RSR) utilizza i prezzi di acquisto e di vendita dei singoli beni, per stimare le fluttuazioni del valore in un bene medio o

rappresentativo in un determinato periodo di tempo. Anderson (1974), Goetzmann (1993) e Pesando (1993) hanno applicato questo metodo al mercato dell'arte. Il beneficio di utilizzare questa metodologia è che l'indice che ne risulta si basa su prezzi relativi della stessa opera; lo svantaggio maggiore dipende dal fatto che l'indice è costruito su vendite multiple, che sono però solo una piccola parte di quelle realmente disponibili. Chanel e Ginsburgh (1996) hanno esposto le debolezze di questo metodo. Nella tabella 3.4 vengono riportati i valori dell'indice globale per il mercato dell'arte da Mei e Moses.
Lo studio sul rendimento del mercato dell'arte effettuato da Mei e Moses e l'andamento di tale segmento rispetto ai titoli azionari viene approfondito nel capitolo 5.

3.3.2 Il Nomisma World Art Market

Nel greco antico la parola "*nomisma*" indicava il valore reale delle cose; seguendo la radice etimologica del termine, Nomisma esercita da più di 25 anni la funzione di osservatorio locale, nazionale ed internazionale sui fenomeni economici, soffermandosi con maggior attenzione ai fatti dell'economia reale. Viene riconosciuta come uno dei principali istituti privati di ricerca economica a livello nazionale europeo.[170] L'attività di Nomisma è concentrata sullo sviluppo di modelli, professionalità e strumenti per analizzare e studiare l'economia; basato su una visione interdisciplinare dell'economia, detiene competenze specifiche ed esclusive in numerosi settori, con una focalizzazione particolare sulle tematiche dell'agricoltura e dell'alimentare, delle politiche industriali e dello sviluppo del territorio, dei mercati immobiliari e del real estate, dei programmi di cooperazione internazionale, dei servizi pubblici locali, dell'energia e dello sport. Dal 2004 Nomisma è impegnata nel campo dell'economia dell'arte con il "Laboratorio sul commercio dei Beni artistici" (LCBA).

[170] Nomisma è stata fondata a Bologna nel 1981 in forma di società per azioni, per iniziativa di Nerio Nesi e Francesco Bignardi, allora presidente e direttore generale di BNL, i quali ottennero il sostegno delle principali banche italiane e di alcune banche internazionali, e affidarono a Romano Prodi il compito di organizzare il lavoro di ricerca.

Tabella 3.4 Valori numerici dell'indice globale dell'arte

Anno	Indice	Anno	Indice	Anno	Indice	Anno	Indice
1875	1,000	1907	7,264	1939	16,826	1971	412,032
1876	0,996	1908	9,590	1940	14,295	1972	487,115
1877	2,197	1909	5,323	1941	22,538	1973	713,655
1878	4,223	1910	8,283	1942	20,263	1974	591,168
1879	3,551	1911	17,153	1943	22,924	1975	479,239
1880	1,276	1912	13,205	1944	29,746	1976	690,213
1881	1,127	1913	16,790	1945	21,311	1977	725,746
1882	0,330	1914	12,023	1946	24,105	1978	873,930
1883	0,771	1915	11,050	1947	21,213	1979	1038.362
1884	0,496	1916	16,145	1948	19,227	1980	1462,642
1885	0,801	1917	25,759	1949	16,305	1981	1605,836
1886	1,293	1918	32,117	1950	19,502	1982	1536,404
1887	2,968	1919	16,397	1951	22,334	1983	1709.575
1888	1,408	1920	11,061	1952	29,365	1984	2014,648
1889	3,744	1921	5,346	1953	39,933	1985	2850,073
1890	4,151	1922	10,105	1954	27,782	1986	2738,594
1891	2,828	1923	19,283	1955	36,741	1987	3930,414
1892	2,247	1924	10,116	1956	59,051	1988	6290,526
1893	2,835	1925	11,365	1957	55,351	1989	7893,540
1894	1,782	1926	11,702	1958	67,850	1990	8640,364
1895	3,302	1927	12,535	1959	87,462	1991	5508,788
1896	1,256	1928	17,678	1960	78,351	1992	6452,997
1897	1,839	1929	10,916	1961	127,345	1993	5927,157
1898	3,050	1930	12,370	1962	132,238	1994	5360,433
1899	2,046	1931	9,775	1963	130,569	1995	7103,906
1900	2,546	1932	4,599	1964	152,155	1996	7705,580
1901	2,484	1933	7,402	1965	166,068	1997	6582,698
1902	3,529	1934	7,009	1966	192,539	1998	7810,311
1903	5,795	1935	10,793	1967	188,614	1999	8728,947
1904	2,616	1937	8,933	1968	266,613		
1905	9,473	1937	6,311	1969	358,526		
1906	4,449	1938	14,030	1970	285,117		

Fonte: Mei J. e Moses M., Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces.

A partire dal 2010 ha preso il nome di "Osservatorio sul Mercato dei Beni Artistici" (OMBA), che ha portato all'ampliamento degli ambiti di analisi e a una rinnovata organizzazione interna con la collaborazione di un gruppo di economisti dell'Università di Bologna guidati dal prof. Guido Candela.

L'Osservatorio realizza un rapporto a cadenza semestrale con l'intento di monitorare l'andamento economico dei mercati dell'arte in Italia e nel mondo. L'osservazione si concentra principalmente sul campo delle *visual arts*; si considerano quei beni che vengono scambiati su un mercato sempre più vasto, da un'industria la cui "filiera" va dall'artista al commerciante, passando attraverso un grande numero di soggetti intermedi. I mercati dei beni artistici rappresentano ormai dei contesti globali nei quali operano acquirenti e venditori di ogni parte del mondo, che si concentrano su particolari "piazze" per valorizzare i beni oggetto di scambio. Questo comporta che l'andamento dei prezzi e della domanda nei mercati locali, come quello italiano, sia direttamente influenzato dalle dinamiche e dalle regole proprie di altri contesti.[171]

I problemi che derivano dal reperimento dell'informazione economica nei mercati dei beni artistici si confermano decisamente complessi. La sola attività delle case d'asta consente una rilevazione precisa e continuativa del prezzo di stima e di aggiudicazione delle opere d'arte, oltre alla disponibilità di una serie di altre importanti caratteristiche economiche dei prodotti artistici scambiati, ma le case d'asta intermediano solo una parte, seppur rilevante, di un mercato frammentato su una miriade di canali di vendita, non sempre facilmente distinguibili. Le due principali fonti informative utilizzate dal rapporto sono la Banca dati Nomisma su aggiudicazioni d'asta (BDNaste) e la Banca dati Nomisma su dati ufficiali di mercato (BDNmercato). La prima fa riferimento ai dati delle aggiudicazioni d'asta tratte da rilevazioni dirette sui cataloghi e sulle principali banche dati disponibili; la seconda fa invece riferimento a dati derivanti dalle dichiarazioni degli scambi rese dagli intermediari professionali alla Società Italiana degli Autori ed Editori (SIAE) a partire dal 2006. Quest'ultima consente di accedere a informazioni sugli scambi avvenuti sia in asta sia in galleria. È stata anche stilata una Banca dati Nomisma sul Sentiment delle Gallerie (BDNgallerie): i dati in questo caso sono il

[171] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.

frutto di una rilevazione diretta presso le gallerie (è stato distribuito un questionario che richiede le percezioni delle stime sul giro d'affari e sul prezzo delle opere per il 2010).

Per quanto riguarda l'analisi del mercato internazionale, è stato creato un apposito indice, il *Nomisma World Art Price* (NWA), basato su informazioni consolidate provenienti dalle case d'asta internazionali; è frutto della ponderazione di più indici, sviluppati per diversi mercati utilizzando la Banca Dati Nomisma su aggiudicazioni d'asta. L'utilizzo di varie fonti consente di raggiungere una visione più equilibrata del trend generale di mercato.

Per l'ambito italiano troviamo due indici che si riferiscono all'arte moderna e contemporanea, che sono il *Nomisma Italian Modern Art* (NIM) e il *Nomisma Italian Contemporary Art* (NIC), ottenuti dalla BDNaste. Questi indici guardano gli scambi in asta effettuati in Italia di 25 artisti italiani moderni, di 25 artisti italiani contemporanei e di 7 artisti italiani classificati, in diversi pesi, come moderni e contemporanei. Gli artisti sono stati selezionati in base agli anni di lavoro e al volume, monetario e reale, degli scambi.

Insieme agli indici Nim e Nic sono stati calcolati, con la stessa cadenza semestrale, degli *indicatori di liquidità* [172] per l'arte moderna e contemporanea. Sono costruiti dalle percentuali di vendita rilevate nella BDNaste, con riferimento allo stesso campione di artisti, determinando per ciascuno la relativa percentuale del venduto. L'aggregazione dell'indice è stata effettuata utilizzando una media ponderata degli indicatori di liquidità per artista.

3.3.3 MPS Art Market Value Index

L'Art Market Report dell'area research di Monte dei Paschi di Siena viene pubblicato a cadenza semestrale. L'obiettivo è quello di sintetizzare i risultati delle opere vendute dalle maggiori case d'asta mondiali e analizzare quelli degli ultimi cinque anni: tutti i dati si riferiscono ai soli prezzi battuti in asta, considerati gli unici dati certi e disponibili per il periodo analizzato.

L'analisi per aree territoriali mira ad individuare come l'andamento dell'economia

[172] In termini finanziari si definisce liquidità l'attitudine di un investimento a trasformarsi rapidamente in denaro, e possibilmente senza perdite.

globale e il cambiamento degli stili e nei consumi di alcune macro regioni si stia riflettendo sul giro d'affari internazionale dell'arte. Vengono evidenziati gli andamenti delle quattro macro regioni considerate, a cui sono state affiancate degli indici di riferimento (mercato USA, mercato UK, mercato UE, mercato Asia).

Il comparto della pittura è stato distinto in tre principali segmenti a seconda del periodo storico di riferimento; per ognuno è stato creato un apposito indice che sintetizza i risultati delle maggiori transazioni di case d'asta. Questi indici sono l'*MPS Art Old Masters e 19° secolo Index*, *MPS Art Pre War Index* e *MPS Art Post War Index*; questi vengono infine sintetizzati nell'*MPS Global Painting Art Index*. L'*MPS Global Painting Art Index* viene costruito grazie ai dati provenienti dal fatturato delle principali case d'asta mondiali nel settore dell'arte pittorica. L'indice, per il principio di competenza territoriale, viene espresso in dollari.

Un'altra parte del report si concentra sulle performance delle arti minori; gli indici si occupano di segmenti quali i gioielli, gli oggetti antichi, arredi e sculture, vini e fotografia. La parte conclusiva si occupa di analizzare l'andamento borsistico della pittura, con l'*MPS Art Market Value Index*, e di quello dei gioielli, l'*MPS Jewel Market Value Index*; questi indici vengono rapportati con quelli borsistici dei principali mercati europei e del mercato americano. L'indice viene espresso in dollari, poichè è la moneta su cui avviene la maggior parte delle transizioni.

L'*Mps Art Market Value Index*, si legge in uno dei tanti rapporti disponibili gratuitamente online, è un indice costruito su un paniere di 10 società quotate nei mercati finanziari internazionali e operanti nel mercato artistico.

All'indagine semestrale viene affiancato un rapporto settimanale, l'Art Weekly Report, destinato a tutti i fruitori dell'industria culturale. Oltre all'analisi del *trend* e delle quotazioni dei mercati borsistici, vengono presentate le proposte per la settimana, il calendario delle aste, una rubrica di approfondimento.

3.3.4 L'Art Market Index (AMI)

Alla fine del secondo capitolo si è analizzato lo studio effettuato da Candela e Scorcu per la costruzione di alcuni indici di mercato desunti dall'applicazione del

metodo del dipinto rappresentativo. In questo paragrafo si vuole vedere come gli indici applicati alle sedute d'asta possano concorrere alla formazione di un indice vero e proprio per l'analisi del mercato dei dipinti. Questo studio è stato anche pubblicato sul *Journal of Cultural Economics*[173].

Il database da loro utilizzato è costituito dalle transazioni di opere di arte moderna e contemporanea transitate nella casa d'asta Finarte nel periodo 1983-1996 nelle sedi di Milano, Roma e Lugano. Sono stati analizzati i movimenti riguardanti un campione di 10627 dipinti presenti in 104 sedute d'asta, suddivise in 27 sessioni semestrali (ci si riferisce alla primavera e all'autunno di ogni singolo anno). La sessione rappresentativa è la principale unità di rilevazione della ricerca[174].

Per ogni dipinto si è calcolata la variazione dei prezzi di stima (minima e massima) e il prezzo di vendita[175]. Inoltre, è stato costruito un *indice delle aggiudicazioni* (dato dal rapporto tra il numero delle opere effettivamente vendute e il numero delle opere offerte) da affiancare agli indici di prezzo; è stato ritenuto utile accompagnare, come succede per la Borsa, un indice di prezzo con un indice delle quantità scambiate[176].

Si è visto, nei capitoli 2 e 3, che la letteratura esaminata ha utilizzato, per la costruzione degli indici dei prezzi del mercato dell'arte, i prezzi di aggiudicazioni reperibili dalle sedute d'asta. Ma come scrivono gli autori, "*questo metodo è corretto qualora si ritenga importante la sola valutazione finale dell'opera*" (Candela e Scorcu, 1995). Questa procedura esclude dall'analisi i prezzi di stima, elemento che, sempre secondo gli autori, permette una più completa e profonda comprensione dell'andamento del mercato dell'arte. Il valore di stima del dipinto *i* nella sessione *t* viene indicato con $\Pi_{i,t}$; questo valore viene calcolato come il valore medio tra la stima massima e quella minima presenti sui cataloghi delle

[173] Cfr. Candela G. e Scorcu A. E., A price index for Art Market Auctions. *Journal of Cultural Economics*, vol. 21, 1997, pp. 175-196.

[174] Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 70.

[175] I dipinti il cui prezzo di riserva non era noto (nei ben noti casi di valutazione «a richiesta», adottati in particolar modo per le opere di particolare pregio) sono stati esclusi dal database, sia perchè «non esiste un prezzo giusto per un capolavoro», sia perchè un ridotto numero di capolavori presenti sul mercato non può essere rappresentativo di un segmento decisamente più ampio. Cfr, Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 70.

[176] Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p.71.

aste, nonostante "*in questo modo si perda l'effetto della variabilità di stima*"[177]. Diversamente da quanto avviene nei mercati finanziari, chi decide di acquistare un'opera d'arte ha a disposizione un'informazione aggiuntiva prima dello scambio, che è appunto il prezzo di stima: questo elemento ca considerato come un valore fondamentale dell'opera.

Altro elemento che caratterizza e diversifica questo indice da quelli visti in precedenza è che esso non utilizza il metodo della doppia vendita, principalmente per motivi di disomogeneità temporale e geografica[178]: l'indice AMI viene costruito tramite il metodo dell'osservazione media, vista nel capitolo 2; l'obiettivo è quello di calcolare il valore (e di conseguenza il rendimento[179]) del dipinto medio commercializzato in ogni seduta d'asta, in uno specifico mercato (Candela e Scorcu, 1997).

I vantaggi del metodo del dipinto medio sono tre: il fatto che il dipinto medio venga virtualmente commercializzato in ogni periodo; la non-perdita di informazioni che accade con l'analisi di dipinti commercializzati una sola volta; l'utilizzo dei prezzi di stima (Candela e Scorcu, 1997).

Il primo indice costruito pesa ciascun'opera d'arte in base al numero totale di opere presento all'asta; in un'asta con N dipinti, il peso è 1/N. L'indicatore assoluto

---

[177] Un'analisi più approfondita dovrebbe considerare anche l'effetto che l'incertezza della stima esercita sul prezzo di aggiudicazione del dipinto. Cfr, Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 74.

[178] Gli autori affermano come il metodo delle vendite ripetute presenti notevoli difficoltà: per prima cosa osservare delle vendite ripetute richiede un'analisi che copra un arco di tempo piuttosto lungo (viene anche sottolineato il fatto che se un'opera viene commercializzata un numero abbastanza elevato di volte potrebbe essere a causa della sua scarsa qualità). Inoltre, viene tenuto conto delle difficoltà territoriali per il commercio delle opere: oltre a problemi quali l'intrasportabilità delle opere fuori dai confini di certi paesi e barriere fiscali, si aggiunge il problema, di natura più tecnica, della conversione in un unica valuta del prezzo di aggiudicazione. Cfr, Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op.cit. pp. 78-79.

[179] Se il tasso di rendimento della valutazione di mercato per un'opera d'arte può essere espresso dalla formula:

$s_m = \frac{p_{i,t+\tau} - p_{i,t}}{p_{i,t}} = \frac{p_{i,t+\tau}}{p_{i,t}} - 1 = IVM - 1$, dove l'*indice della valutazione del mercato* (IVM) esprime le variazioni di valutazione del bene tra il tempo t e il tempo $t+\tau$. Il tasso di rendimento proposto da Candela e Scorcu, chiamato *indice della correzione del mercato* (ICM) è invece espresso dalla formula :

$s_c = \frac{p_{i,t} - \Pi_{i,t}}{\Pi_{i,t}} = \frac{p_{i,t}}{\Pi_{i,t}} - 1 = ICM - 1$. Gli indici IVM e ICM corrispondono ad esigenze conoscitive differenti. Cfr, Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p. 74.

della correzione del mercato, comprendendo il valore di stima, per l'n-ma seduta d'asta, che si indica con IAC_n, si ottiene nel seguente modo:

$$IAC_n = \frac{\Sigma_{i=1}^{N_n} p_{i,n}}{\Sigma_{i=1}^{N_n} \Pi_{i,n}}$$

Nell'ipotesi di rappresentatività della singola seduta d'asta, questo indicatore offre una misura dell'andamento del mercato artistico all'interno di una specifica sessione, e consentono di determinare non solo la valutazione complessiva del dipinto medio, ma anche la tendenza del mercato in ogni sessione (Candela e Scorcu, 1997). Nel confrontare l'andamento del mercato dell'arte nelle varie sessioni si farà uso di quelli che sono definiti "indici storici".
L'indice storico assoluto della sessione d'asta, noto come l'indice assoluto di sessione corretto (IACC), e riferito alla stima del periodo base, si ottiene:

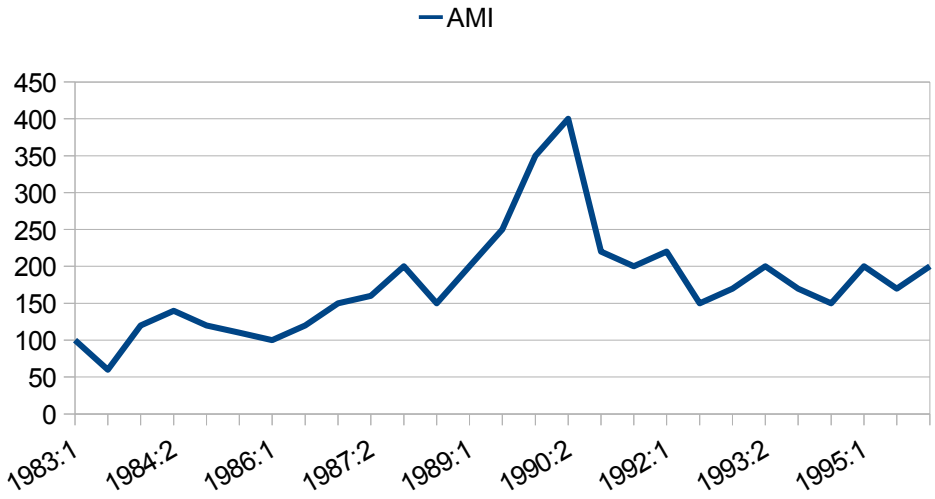
$$IACC_t = IAC_t H_{t,b}$$

dove $H_{t,b}$ rappresenta il coefficiente di correzione del prezzo di stima del dipinto medio della sessione *t* tra l'anno base e il periodo *t*.

La principale caratteristica dell'indice AMI è il progressivo incremento di valore del dipinto rappresentativo, che, come si può notare dalla figura 3.2, risulta ancora più evidente nella fase della bolla speculativa che ha caratterizzato il mercato tra il secondo semestre del 1988 e la primavera del 1990. Dall'inizio del 1991, con la caduta dei prezzi e la scomparsa di questo fenomeno, l'indice riprende un corso in linea con quello del periodo iniziale.
Come si può osservare dalla figura 3.2 e dalla Tabella 3.4, le fluttuazioni nel prezzo dei dipinti dopo il fatto speculativo si fanno più brevi e meno intense; forse sono anch'esse una conseguenza indiretta della precedente speculazione.[180]

[180] Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte*, op. cit. p. 73.

Figura 3.2 Indice del prezzo dei dipinti di arte moderna e contemporanea, AMI (Art Market Index), primavera 1983 - primavera 1996.



Fonte: Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*.

Tabella 3.5 Indice storico del prezzo dei dipinti

AMI	AMI		
1983:1	100	1990:1	424,99
1983:2	66,84	1990:2	379,28
1984:1	110,09	1991:1	223,32
1984:2	131,01	1991:2	196,06
1985:1	125,43	1992:1	225,19
1985:2	116,92	1992:2	154,87
1986:1	111,92	1993:1	172,09
1986:2	129,68	1993:2	213,44
1987:1	142,54	1994:1	172,71
1987:2	150,23	1994:2	158,06
1988:1	201,7	1995:1	221,99
1988:2	165,54	1995:2	187,71
1989:1	243,23	1996:1	213,81
1989:2	304,61		

Fonte: Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*.

3.3.5 L'Equivalent Sales Index

Il 14 dicembre 2006 è stato presentato un comunicato stampa da parte di Unicredit Private Banking in cui veniva presentato un nuovo modello che potesse offrire una valutazione quantitativa del mercato dell'arte, in grado di analizzare in modo oggettivo il patrimonio artistico-culturale della loro clientela. L'*Equivalent Sales Index* nasce dalla collaborazione tra Unicredit e Arsvalue, importante internet company nata nel 2000 per volontà di un gruppo di esperti del mercato finanziario e di esperti d'arte. Utilizzando le metodologie applicate sul mercato finanziario, sono stati proposti nuovi metodi per l'analisi e la misurazione del mercato dell'arte.

Arsvalue, si legge sul sito, "*si pone come unico consulente indipendente per l'investimento in arte moderna e contemporanea in Italia*"[181]. I servizi a disposizione degli utenti sono la consultazione dei risultati proveniente dalle maggiori case d'asta, la possibilità di partecipare e delle aste on-line tramite il sito web, visionare in anteprima i cataloghi delle prossime sessioni ed effettuare le proprie offerte prima che l'asta abbia inizio. Per quanto riguarda l'investimento in opere d'arte, Arsvalue fornisce numerosi indici, costruiti sia per singoli artisti che per correnti storiche. La parte relativa agli indici del mercato dell'arte nel suo complesso è gratuita, mentre quella relativa ai singoli artisti è a pagamento. Viene inoltre offerto un servizio di consulenza, teso alla valutazione delle opere già presenti in una collezione personale o di assistenza durante i nuovi acquisti; tramite il servizio "Amministra" è possibile inserire nel sito web tutte le opere presenti nella propria collezione per ottenere dagli esperti un monitoraggio continuo degli andamenti delle quotazioni.

Nel 2006, come si è detto sopra, è nato l'*Equivalent Sales Index*, che permette di realizzare delle analisi esaustive e attendibili circa l'andamento delle quotazioni del mercato italiano e dei suoi artisti.

Per ogni artista sono stati costruiti tre diversi indici: un *indice delle classi dimensionali*, ottenuto dall'aggregazione delle valutazioni semestrali delle opere di ogni classe dimensionale[182], suddivise in base all'artista e alla tecnica di

[181] Fonte: http://www.arsvalue.com/webapp/ars_istituzionale/chi_siamo.aspx .
[182] Fonte: http://www.unicreditprivate.it/UserFiles/File/Comunicati/ars_value.pdf .

esecuzione; un *indice delle tecniche pittoriche*, e un *indice dell'artista*. Sono stati in seguito individuati i cinquanta, cento e duecento artisti più rappresentativi del mercato italiano; i singoli indici di questi artisti sono stati aggregati tramite la metodologia "equally weighted" (gli indici equally weighted sono caratterizzati dall'uguaglianza dei fattori di ponderazione per tutti gli elementi che formano l'indice), andando così a costituire gli *Indici per il mercato italiano dell'arte moderna e contemporanea: UPB-Arsvalue 50*, *UPB-Arsvalue 100* e *UPB-Arsvalue 200*.

Dario Prunotto, direttore generale di UPB, ha commentato: "*UPB, in collaborazione con Arsvalue, ha elaborato una innovativa metodologia di valutazione, unica in Europa, che ha come obiettivo quello di offrire una lettura chiara, oggettiva e indipendente delle dinamiche del mercato dell'arte, finalizzata a porre l'investitore nella posizione di compiere scelte più consapevoli e rispondenti ad un'ottica finanziaria di rischio/rendimento*"[183]. Carlo Giausa, direttore del settore Wealth Advisory, ha aggiunto: "*L'elemento fortemente innovativo e caratterizzante di questa metodologia è la sua capacità di dettaglio nella catalogazione degli artisti e delle loro opere. In particolare, si tratta di uno strumento di lavoro per coloro i quali considerano l'arte anche come forma di investimento non tradizionale, e di un supporto fondamentale per affrontare e monitorare rischi e prospettive da un punto di vista non solo qualitativo ma anche quantitativo*"[184].

Questa collaborazione è nata quindi dalla volontà di rispondere alla sempre crescente esigenza di trasparenza negli investimenti da parte dei clienti private. Il crescente interesse degli investitori per l'arte sta infatti trasformando un'attività da sempre considerata di pura passione in un *asset class* alternativa di investimento finanziario[185].

3.3.6 Artnet Art Index

La maggior parte degli indici analizzati sino ad ora, ad eccezione dell'AMI elaborato da Candela e Scorcu, hanno posto il loro fondamento principalmente su

[183] Fonte: http://www.unicreditprivate.it/UserFiles/File/Comunicati/ars_value.pdf .
[184] *Ibidem*
[185] Fonte: http://uninews.unicredit.it/it/articoli/page.php?id=6725&modality=accessible .

due metodologie: la *repeat sales regression* e l'*hedonic regression*. Ciò nonostante, un recente studio condotto dai professori Mei e Moses, in collaborazione con Victor Ginsburgh[186], ha sottolineato l'importanza di unire i tratti caratteristici di queste due metodologie in un unico approccio, per cercare di ottenere un indice per il mercato dell'arte il più corretto e attinente possibile. Il metodo della *repeat sales regression,* secondo quanto spiegano gli autori dello studio, risulta essere quello più attinente nelle analisi che comprendono un periodo superiore ai vent'anni e quando la numerosità del campione è molto vasta; ma la parzialità delle transazioni analizzate resta un forte limite a questo approccio.

L'Artnet price database, come si è visto nel paragrafo 3.2.1, raccoglie i dati provenienti dalle case d'asta; da qualche anno l'internet company si è adoperata per la creazione e l'elaborazione di un indice per il mercato dell'arte[187]. Come primo passo, si è cercato di identificare quelle coppie di opere dello stesso autore che possano essere facilmente paragonate tra loro, in modo da costruire un dataset comprendente il numero più ampio possibile di dati (ad esempio, sono stati raccolti tutti i dati riguardanti la serie dei "Tagli" di Lucio Fontana). Utilizzando sempre le informazioni provenienti dalle aste, l'*Artnet Art Index* ha cercato di seguire la linea espressa da Ginsburgh e da Mei e Moses unendo i tratti caratteristici delle principali metodologie sinora adottate. Vengono raccolte le informazioni sia riguardanti le doppie vendite che quelle delle vendite singole, utilizzando solamente le informazioni riguardanti i beni che possono essere raggruppati e comparati tra loro; i dati vengono allora aggregati in quello che viene definito un *Comparable Set*. La particolarità di questo indice è che incorpora degli aspetti della metodologia della RSR, utilizzando i dati provenienti dalle aste e li raggruppa secondo un criterio omogeneo, e altri della regressione edonica, poiché ogni opera viene considerata singolarmente durante il processo di stima. Per questa combinazione di metodologie, può essere definito un modello ibrido.

A livello macro, il sistema di costruzione dell'*Artnet Art Index* consiste in tre stadi.

---

[186] Ginsburgh V., Mei J. E Moses M., *On the Computation of Art Indices*. In Ginsburgh V. e Throsby D., *Handbook on the Economics of Art and Culture,* op. cit. pp. 948-79.

[187] Fonte: Artnet Indices White Paper, www.artnet.com/analytics/reports/white-paper.

Il primo è quello che viene chiamato "*Comparable Identification*": in questa fase gli esperti esaminano e raggruppano i dati delle singole vendite per ogni artista e li ordinano in base a criteri basati sulla stima o su conoscenze pregresse di tipo storico-artistico. Identificare e organizzare le opere dello stesso genere per ogni artista gioca un ruolo vitale nella costruzione di questo indice. Ovviamente l'incremento della eterogeneità dei dati può portare all'introduzione di alcune distorsioni nel modello: per questo è necessario che il livello di omogeneità all'interno dei *Comparable Sets* sia molto alto. Per la classificazione delle opere spesso viene richiesta la consulenza di critici d'arte esterni: le opere vengono classificate per il soggetto rappresentato, la composizione, il periodo storico in cui è stata creata, il colore e la misura.

Il secondo passo per la costruzione dell'indice è l' "*Artist Index Value Calculation*": i "gruppi" omogenei di opere formati nel passaggio precedente concorrono a formare l'indice per l'artista in esame per diversi periodi di tempo. Si è detto all'inizio del paragrafo come l'obiettivo di questo indice sia quello di unire i tratti fondamentali delle due metodologie più frequentemente utilizzate, la RSR e la regressione edonica. Questo nuovo approccio segue allora gli stessi principi alla base del modello della RSR, ma adotta la struttura del modello della regressione edonica; invece di considerare le variazioni dei prezzi tramite le coppie di dati provenienti dalle vendite, ogni vendita viene considerata singolarmente.

La scelta dell'anno base per la costruzione degli indici "singoli" viene presa in base alla sovrapposizione dei dati a disposizione: ovvero, per ogni artista si cerca il primo periodo a disposizione in cui vengono registrate un ampio numero di vendite, non solo per ogni criterio omogeneo di considerazione, il "Comparable Set", ma per tutti i criteri adottati. L'anno base viene quindi posto uguale a cento, e tutti gli altri dati vengono rapportati ad esso.

L'indice viene costruito assumendo che il logaritmo naturale del prezzo di un generico bene i (i=1,...,N), con N che indica la somma totale di opere a disposizione, appartenente al "Comparable Set" s (s=1,...,S) e venduto nel tempo t (t=1,...,T) segue la seguente relazione:

$$\log(price)_{i,s,t} =$$
$$C + \frac{1}{N_s}\Sigma_{t=1}^{T}\Sigma_{j=1}^{N_{st}}\log(price)_{j,s,t} + \Sigma_{t=1}^{T}\beta_t time_{i,t} + \Sigma_{s=1}^{S}\alpha_s Comparable\,Set_{i,s} + \varepsilon_{i,s,t}$$

dove C è una costante, e $time_{i,t}$ è una variabile che assume valore uguale a uno quando l'opera *i* viene venduta nel tempo *t,* e zero altrimenti. Allo stesso modo, $Comparable\,Set_{i,s}$ è una variabile che assume valore uguale a uno quando il bene appartiene al "Comparable Set" *s* e zero altrimenti. N_s è il numero totale di opere d'arte facenti parte del "Comparable Set" *s* e $N_{s,t}$ è il numero totale di opere appartenenti a *s* e vendute nel tempo *t*. $\varepsilon_{i,s,t}$ è il termine di errore. β_t e α_s sono due coefficienti; β_t può essere interpretato come l'impatto marginale del tempo sul logaritmo del prezzo, e quindi il suo valore nell'anno base (t=0) sarà uguale a zero.

Una volta costituito l'indice per ogni gruppo delle opere del singolo artista, questo viene aggiornato mensilmente in seguito all'eventuale entrata nel dataset di nuovi dati relative alle vendite di opere omogenee.

Oltre all'analisi dei singoli indici, l'utente ha a disposizione degli indici del mercato di livello superiore: l'aggregazione degli indici ha portato ala formazione dell'*Artnet C50*^{TM}, ovvero un indice basato sulle performance dei cinquanta migliori artisti del mercato dell'arte contemporanea. Altri strumenti a disposizione sono l'*Impressionist Art Index* e il *Modern Art Index*, basati sempre sulle performance dei migliori artisti in classifica per ogni categoria cui appartengono.

Per la selezione di questi "top-ranked artists" Artnet ha sviluppato un approccio di selezione basato sulle performance annuali. La classifica per ogni artista in un determinato anno viene redatta tramite una formula di decadimento esponenziale, che retrocede di cinque anni; i valori risultanti vengono utilizzati per realizzare, e aggiornare periodicamente, la classifica. Gli artisti vengono classificati nel seguente modo. Il primo passo consiste nel determinare l'universo di artisti presenti in quello specifico settore del mercato in base al loro stile, alla data di nascita o di decesso, e ai movimenti cui vengono associati; vengono poi calcolate,

sempre per ogni artista, tutte le opere vendute e il prezzo medio ottenuto annualmente, ad esclusione delle stampe. Si calcola il prezzo medio ottenuto e lo si moltiplica per il numero di opere vendute; il risultato ottenuto si indica con *m*. Viene allora stilata la classifica generale per l'anno x usando il valore "*m*". Ad esempio, la classifica generale per l'anno x è uguale a:

$$\left[\left(m_{x-1}e^{0}\right)+\left(m_{x-2}e^{-1}\right)+\left(m_{x-3}e^{-2}\right)+\left(m_{x-4}e^{-3}\right)+\left(m_{x-5}e^{-4}\right)+\left(m_{x-6}e^{-5}\right)\right]$$

Gli artisti che hanno ottenuto i valori più alti vengono compresi nella classifica generale e inclusi nel calcolo dell'indice dell'anno x.

Artnet giudica la suo metodologia la più accurata e trasparente attualmente a disposizione, poiché incorpora le caratteristiche uniche delle opere d'arte, mantenendo però la precisione delle vendite ripetute[188].

[188] Si legge "Artnet believes its index methodology to be the most accurate, testable, and trasparent art index commercially available. The metodology successfully incorporates the unique characteristics of art, while maintaining the accuracy of repeat sales". Fonte: Artnet Indices White Paper, www.artnet.com/analytics/reports/white-paper

APPENDICE

Tabella 3.6 Principali studi sulla costruzione degli indici per il mercato dell'arte. Focus sulla tecnica di analisi utilizzata.

AUTORE	ANNO	CAMPIONE	PERIODO DI ANALISI	METODO
Anderson	1974	Paintings in general Paintings in general	1780-1960 1780-1970	Hedonic Repeat Sales
Stein	1977	Paintings in general	1946-1968	Random Samplings
Baumol	1986	Paintings in general	1652-1961	Repeat Sales
Frey & Pommerehne	1989	Paintings in general	1635-1949 1950-1987	Repeat Sales Repeat Sales
Buelens & Ginsburgh	1993	Paintings in general	1700-1961	Hedonic
Pesando	1993	Modern Prints	1977-1991	Repeat Sales
Goetzmann	1993	Paintings in general	1716-1986	Repeat Sales
Barre et al.	1996	Greath Impressionist Other Impressionist	1962-1991 1962-1991	Hedonic Hedonic
Chanel et al.	1996	Paintings in general Paintings in general	1855-1969 1855-1969	Hedonic Repeat Sales
Goetzmann	1996	Paintings in general	1907-1977	Repeat Sales
Pesando e Shum	1996	Picasso Prints	1977-1993	Repeat Sales
Czujack	1996	Picasso Paintings	1966-1994	Hedonic
Mei e Moses	2001	American, Impressionist, Old Masters	1875-2000	Repeat Sales
Ross e Zondervan	1993	Stradivari Violins	1803-1986	Hedonic

Fonte: Ashenfelter O. e Graddy K., Auctions and the Price of Art.

CAPITOLO 4
ANALISI DELLA PERFORMANCE DEGLI INVESTIMENTI NEL MERCATO DELL'ARTE

Gli investitori sono costantemente alla ricerca di beni che possano migliorare il rendimento del loro portafoglio finanziario. In determinati momenti in cui i tradizionali *asset* finanziari hanno riportato scarsi ritorni monetari, la domanda dei beni artistici è stata caratterizzata da una bassa correlazione rispetto ai tradizionali *asset* finanziari, come le azioni e le obbligazioni; numerosi articoli sulla stampa finanziaria riguardanti i prezzi record di alcuni dipinti hanno accresciuto l'idea che l'arte potesse essere un bene in grado di garantire un rendimento proficuo. Nonostante questo, è sempre bene ricordare come l'arte sia completamente differente dal mondo delle azioni e delle obbligazioni; per primo, le opere d'arte non offrono un ritorno in termini di dividendi o di interesse. Inoltre, azioni e obbligazioni vengono negoziate continuamente, mentre il periodo che può intercorrere tra la prima vendita e una successiva di un'opera d'arte può essere di decine di anni; infine, non bisogna dimenticare che l'arte comporta dei rischi che non sono presenti nella detenzione di un pacchetto azionario, come ad esempio il furto, la possibile falsificazione, oltre che a un eventuale danno fisico.

Al fine di capire se i ritorni finanziari conseguenti ad un investimento in arte siano realmente consistenti o magari solo il risultato di una speculazione fortunata, è importante capire se questo tipo di investimento può garantire un ritorno competitivo a basso rischio confrontato con gli investimenti "tradizionali", e vedere se può veramente aiutare a diversificare il portafoglio azionario.

L'analisi economica conduce da più di quarant'anni un tentativo di interpretazione e di indagine dei meccanismi che regolano il mercato dell'arte, con particolare attenzione a quello contemporaneo. Il mercato dell'arte del passato, come scrive Trimarchi (2004) risulta più facile da analizzare, a causa della sua più contenuta dinamica[189]; più complesso risulta invece condurre un'analisi sui mercati dell'arte

[189] Trimarchi M, *I mercati dell'arte contemporanea: preferenze individuali, azione pubblica e strategie private*. In De Luca M. (a cura di), *Creazione Contemporanea: arte società e territorio*

contemporanea, dove oggetto di osservazione sono fenomeni non consolidati, ma ancora "in corso". Se i mercati dell'arte nei secoli passati, scrive ancora Trimarchi, sono stati analizzati in modo critico da storici dell'arte, umanisti e critici, nella nostra epoca è stata introdotta una nuova figura, fondamentale a capire le dinamiche meno superficiali di tali meccanismi: l'economista. Si è cercato di analizzare allora tutti quei meccanismi di creazione, produzione e scambio dell'attività degli artisti, inseriti in un reticolo di istituzioni e individui spesso con interessi divergenti.

La più grande difficoltà che si incontra nello studio dei mercati dell'arte è la comparazione con gli altri mercati, che l'economia considera omogenei (Trimarchi, 2004). Questo paragone risulta quanto mai complesso: sebbene per alcuni elementi si possano riscontrare tratti comuni, il mercato dell'arte è una realtà a sé stante che difficilmente può essere paragonata ad altri segmenti, se non a quello immobiliare[190].

Le analisi empiriche svolte sulla domanda delle opere d'arte hanno focalizzato l'attenzione sull'andamento dei valori monetari raggiunti da tali beni, rilevati dalle vendite all'asta; l'analisi delle variazioni dei prezzi ha spinto gli economisti ad ipotizzare un andamento parallelo dei livelli dei prezzi tra il mercato dell'arte e quello borsistico, anche nel tentativo di valutare e misurare il grado di fungibilità tra investimento in opere d'arte e investimento in titoli azionari[191]. Il mercato dell'arte è molto vivace, con andamenti difficilmente prevedibili, soggetti a oscillazioni irregolari; tuttavia, nonostante anche il mercato borsistico sia soggetto a variazioni improvvise delle quotazioni, non tutti gli studiosi sono concordi nel sostenere che l'arte possa essere una forma alternativa di investimento.

Diversi studi hanno cercato di comparare il rendimento ottenuto da un investimento in arte rispetto a quelli raggiunti da alcuni *asset* azionari, e i risultati conseguiti offrono una grande diversità di opinioni.

Alcuni hanno dimostrato come in determinati periodi l'arte non possa essere considerata un investimento competitivo; Baumol, invece, ha notato come le

---

tra pubblico e privato. Roma, L. Sossella, 2004. p. 23.

[190] A questo proposito si veda Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. cap. 2.

[191] Trimarchi M., *I mercati dell'arte contemporanea: preferenze individuali, azione pubblica e strategie private*. In De Luca M. (a cura di), *Creazione Contemporanea: arte società e territorio tra pubblico e privato*. op. cit. p. 24.

opere d'arte registrino un profitto inferiore se comparate ad azioni "senza-rischio" (i *task-free rate,* normalmente identificate come i Titoli di Stato). Mei e Moses affermano viceversa come il rendimento di un'opera sia lievemente inferiore rispetto ai titoli borsistici ed equivalente (se non superiore) ai titoli di stato; ma tali beni sono caratterizzati da una grande volatilità, ed è proprio questo fattore che può ostacolare l'assimilazione delle opere d'arte, al fianco di altri beni, nel proprio portafoglio finanziario.

Altri studi ancora hanno dato risultati decisamente più positivi, notando come in certi periodi i profitti provenienti da questo settore abbiano battuto sia l'inflazione che molti indici finanziari. Altri hanno mostrato come l'arte abbia una bassa correlazione con gli altri titoli finanziari, rendendola per questo adatta alla diversificazione del rischio. Si vedranno nei paragrafi a seguire i risultati derivanti dai singoli studi.

4.1 L'analisi del rendimento dell'arte: alcuni studi.

La letteratura economica ha affrontato questo argomento con analisi econometriche che spiegano i prezzi delle opere d'arte sulla base di variabili di gusto o di variabili storiche[192](ad esempio Frey e Pommerehne, 1989); a queste analisi si affiancano dei modelli teorici basati sui tradizionali schemi di domanda e di offerta (Baumol, 1986). Il primo filone offre spunti interessanti riguardo alla determinazione dei prezzi dei diversi artisti o delle diverse scuole, ma risulta debole nella spiegazione del livello medio dei prezzi[193]. Anche il secondo filone non riesce a pervenire ad alcuna conclusione precisa sul livello dei prezzi, nonostante sia più fondato da un punto di vista teorico, tanto che Baumol si riferisce ai prezzi del mercato dell'arte come a un *floating crap game.*

A partire dal lavoro di Anderson (1974) un grande numero di studi si sono concentrati sull'analisi del mercato dell'arte cercando di misurare il tasso di ritorno degli investimenti in questo segmento. Sono state applicate diverse metodologie per costruire questi "indici di rendimento"[194]; nonostante le difficoltà derivanti dal

[192] Beltratti A. e Siniscalco D., *Collezionisti, Investitori, Speculatori: la determinazione dei prezzi sul mercato dell'arte*. op. cit. p. 51.
[193] *Ibidem*, p. 52.
[194] Locatelli M. e Zanola R., Investment in paintings: a short-run price index. *Journal of cultural*

campionamento dei dati, il metodo della regressione edonica (Anderson 1974; Frey e Pommerehne 1989; Buelens e Ginsburgh 1993; Goetzmann 1993; Chanel 1996) ha portato alla stima di un indice dei prezzi dei beni utilizzando una regressione dei prezzi delle singole opere sulla base di un certo numero di variabili intrinseche dell'opera. La scelta di queste variabili (come si è detto nel capitolo 2) risulta diversa e problematica. Un'altra tecnica utilizzata è quella del prezzo del dipinto medio (Stein 1977; Chanel 1996): tiene conto di alcuni criteri aprioristici da introdurre, per rappresentare i segmenti del mercato omogenei e/o di pesare i diversi artisti che appaiono nello stesso campione. Il metodo della doppia vendita è stato utilizzato in principio da Baumol (1986) e poi sviluppato da Goetzmann (1993) e Pesando (1993).

Nelle sezioni che seguono si illustrano alcuni studi sulla determinazione dei prezzi e sulla performance ottenuta dal mercato dell'arte. Alla fine del capitolo, in appendice, viene riportata una tabella riepilogativa con tutti gli esiti esaminati.

4.1.1 *Painting as an Investment*: l'analisi di R. C. Anderson.

Uno dei primi studi riguardanti il rendimento di un investimento in opere d'arte è attribuibile ad Anderson (1974)[195]. Egli ha applicato sia il metodo della regressione edonica che quello delle vendite ripetute sulle opere transitate in asta tra il 1780 e il 1970.

L'autore individua come tratto importante del suo studio la considerazione di una "doppia funzione" che caratterizza le opere d'arte, che le distingue dagli altri beni di consumo: esse si caratterizzano sia per una funzione finanziaria che per una estetica e di prestigio. La funzione estetica e di prestigio viene garantita dall'attribuzione, dalla qualità dell'opera, dalla storia che caratterizza l'opera; quella finanziaria è invece funzione della variazione del prezzo. La maggior parte dei collezionisti, sottolinea Anderson, non comprano con l'intenzione di rivendere; anche i collezionisti privati solitamente detengono le opere per un lungo periodo: i dipinti infatti non vengono commerciati con la stessa frequenza di altri beni di

economics, n. 23, 1999. pp. 211-222. p. 212.

[195] Anderson R. C., Paintings as an Investment. *Economic Inquiry*, vol.12, n. 1, 1974. p. 13

consumo. Negli ultimi anni, tuttavia, gli incrementi notevoli dei prezzi hanno attratto un gran numero di speculatori il cui interesse principale è puramente finanziario (Anderson, 1974).

La prima metodologia applicata segnala un profitto per l'investimento in arte del 3,3% annuo. Questa ricerca è basata sulla convinzione che ad ogni bene sia associato un vettore di caratteristiche (Anderson, 1974). Le caratteristiche prese in esame sono quelle che derivano dallo studio di Reintlinger, che includono: l'anno di vendita, il prezzo, le misure (espresse in pollici quadrati)[196], l'anno di produzione, l'età dell'artista al momento della creazione dell'opera, se l'artista era vivo al momento della vendita, il luogo in cui è stata effettuata la vendita. A quest'elenco Anderson ha aggiunto il soggetto rappresentato; l'autore spiega come alcuni temi, come una flagellazione o un martirio, siano potenzialmente acquistabili solo dai musei, poiché nessun privato sceglierebbe di tenere in casa propria un simile tema; include anche i precedenti proprietari, è stato notato come le opere provenienti da collezionisti autorevoli abbiano un margine maggiore di vendita, e la reputazione dell'artista (Anderson, 1974).

Utilizzando il metodo delle vendite ripetute nel medesimo arco temporale, Anderson ha riscontrato un tasso di ritorno circa del 3,7% annuo. L'autore ha analizzato le vendite all'asta per il periodo dal 1653 al 1970, raccogliendo così circa 1730 coppie di osservazioni di vendite e rivendite dei dipinti. È stata utilizzata la regressione per valutare il rendimento nei diversi periodi; nella forma logaritmica il tasso di rendimento per una singola opera può essere espresso come la somma dei logaritmi dei fattori di rendimento annuale[197].

Nella Tabella 4.1 vengono riportate le osservazioni dei prezzi (con P_n si indica il prezzo ottenuto nel periodo *n*, mentre con P_0 il prezzo iniziale) e gli anni di riferimento.

Una difficoltà che si è presentata nell'analisi di questi dati è stata il basso numero di osservazioni disponibili per i primi periodi di possesso dell'opera, oltre che alle grandi variazioni dei prezzi delle opere negli stessi archi di tempo.

[196] A questo proposito si veda anche Frey B. e Pommerehne W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte.* op. cit. p. 158.

[197] Anderson R. C., Paintings as an Investment, op. cit. p. 20.

Il campione è stato suddiviso in cinque categorie: Old Masters, English 18th&19th, Impressionisti e pittori del ventesimo secolo. Nella Tabella 4.2 e nella Tabella 4.3 vengono riportati i risultati di questi studi.

Tabella 4.1 Osservazioni dei prezzi e degli anni di vendita dei dipinti

Oss.	P_n	P_0	Anno vendita	Anno acquisto
1	500	325	1966	1957
2	600	645	1961	1955
3	12450	1750	1968	1954
4	1300	1100	1964	1960

Fonte: Anderson R. C., Paintings as an Investment.

Tabella 4.2 Ritorni stimati per il periodo dal 1780 al 1970

Anno 19th s.	All Paintings				Old Masters				English 18th &			
	β_i	$\sigma_{\beta,i}$	η_i	r_i	β_i	$\sigma_{\beta,i}$	η_i	r_i	β_i	$\sigma_{\beta,i}$	η_i	r_i
1780	1,54	1,47	6	0,36	+							
1785	-1,88	1,04	17	-0,31	+							
1790	2,19	0,75	29	0,55	+				+			
1795	-0,2	0,56	59	0	+				+			
1800	-0,8	0,57	114	-0,15	+				+			
1805	1,59	0,61	136	0,38	+				+			
1810	1,59	0,63	161	-0,27	+				+			
1815	1,8	0,72	174	0,43	+				+			
1820	-1,01	0,71	186	-0,18	+				+			
1825	0,41	0,62	190	-0,8	-0,19	0,72	148	-0,01	-0,56	1,2	35	-0,11
1830	0,06	0,71	203	0,01	0,06	0,9	153	0,01	0,73	1,1	42	-0,16
1835	0,15	0,67	222	0,03	0,44	0,83	158	0,09	-0,54	1,05	53	-0,1
1840	0,42	0,54	234	0,09	0,09	0,64	159	0,02	1,17	0,83	66	0,26
1845	-0,44	0,47	253	-0,08	-0,62	0,58	169	-0,12	-0,37	0,69	76	-0,73
1850	0,86	0,42	281	0,19	0,97	0,53	182	0,22	1,14	0,64	91	0,26
1855	0,23	0,42	313	0,05	-0,21	0,6	197	-0,42	0,4	0,55	108	0,08
1860	0,02	0,42	349	0	-0,01	0,6	207	0	-0,29	0,63	132	-0,07
1865	0,75	0,44	369	0,16	1,13	0,7	211	0,25	0,89	0,6	142	0,2
1870	-0,09	0,4	395	-0,18	-1,21	0,7	206	-0,22	0,16	0,47	162	0,03
1875	-0,06	0,35	452	-0,01	0,5	0,54	225	0,11	0,11	0,48	197	0,02

1880	-0,5	0,35	499	-0,96	-0,3	0,49	248	0,06	-0,7	0,49	216	-0,13
1885	1,27	0,32	534	0,19	0,51	0,54	243	0,11	0,97	0,42	238	0,21
1890	-1,1	0,34	562	-0,2	-0,37	0,63	237	-0,07	-0,46	0,44	266	0,1
1895	0,19	0,4	577	0,04	0,81	0,65	237	0,18	-0,42	0,58	280	0,09
1900	0,38	0,41	590	0,08	0,1	0,67	242	0,02	0,89	0,58	282	0,19
1905	0,22	0,35	604	0,05	0,26	0,62	239	0,54	-0,94	0,46	284	-0,17
1910	0,16	0,36	611	0,03	0,03	0,73	229	0,01	0,44	0,43	291	0,09
1915	-0,1	0,37	594	-0,02	0,15	0,65	215	0,03	-0,22	0,51	285	-0,04
1920	0,08	0,34	579	0,02	-0,33	0,64	216	-0,06	0,6	0,45	273	0,13
1925	-0,31	0,34	571	-0,6	0,97	0,69	207	0,22	-0,96	0,42	268	-0,18
1930	-0,55	0,32	546	-0,11	-0,86	0,6	198	-0,16	-0,42	0,39	246	-0,08
1935	-0,18	0,38	504	-0,04	-0,19	0,62	180	-0,38	-1,08	0,5	216	-0,19
1940	0,65	0,39	482	0,14	-0,16	0,6	166	-0,41	1,79	0,53	200	0,43
1945	0,84	0,38	440	0,18	2,25	0,67	156	0,46	-0,02	0,55	171	0
1950	0	0,39	401	0	-1,44	0,68	142	-0,15	-0,36	0,6	149	-0,07
1955	1,07	0,3	356	0,24	1,37	0,53	119	0,32	1,3	0,47	121	0,3
1960	0,89	0,24	262	0,19	0,63	0,4	86	0,13	0,98	0,38	83	0,22
1965	0,59	0,28	246	0,13	0,6	0,5	31	0,13	0,39	0,49	39	0,08
Costante 0,78				0,06				2,82				
Ritorno medio 0,036				0,037				0,041				
Numero campione 707				1693				643				
R^2 0,394				0,438				0,550				
F 12,1				33,9				19,4				

Fonte: Anderson R. C., Paintings as an Investment.

Tabella 4.3 Ritorni stimati per il periodo dal 1780 al 1970

Anno	Impressionisti				Pittori XX secolo			
	β_i	$\sigma_{\beta,i}$	η_i	r_i	β_i	$\sigma_{\beta,i}$	η_i	r_i
1885	+							
1890	+							
1895	+							
1900	0,26	0,81	32	0,05				
1905	0,53	0,8	38	0,11				

1910	1,02	0,76	53	0,23				
1915	-0,56	0,74	57	-0,11				
1920	-0,4	0,7	62	-0,44				
1925	0,84	0,73	63	0,18	+			
1930	-1,27	0,93	65	-0,22	+			
1935	1,19	1,05	67	0,25	+			
1940	-0,39	0,94	72	-0,75	+			
1945	1,58	0,9	70	0,37	+			
1950	0,75	0,9	64	0,16	0,54	0,63	13	0,11
1955	0,79	0,6	61	0,17	1,26	0,37	17	0,28
1960	1,45	0,41	47	0,11	0,87	0,32	20	0,19
1965	1,33	0,44	24	0,3	1,15	0,45	18	0,25
Costante 5,45				2,83				
Ritorno medio 0,229				0,110				
Ampiezza campione 49				166				
R^2 0,921				0,832				
F 50,2				43,5				

Fonte: Anderson R. C., Paintings as an Investment.

Con β_i è stato indicato il coefficiente per il periodo *i*, ovvero il logaritmo dell'incremento nel periodo *i*; con $\sigma_{\beta,i}$ si indica la deviazione standard di β_i. η_i è il numero delle osservazioni durante il periodo *i*, mentre r_i è il tasso di ritorno annuale durante il periodo *i;* + si riferisce alla stima inclusa nel termine costante.

Anderson nota come i valori da lui ottenuti siano coerenti con quelli provenienti dal Times-Sotheby's Art Index: per il periodo 1951-1969 si vede dalla Tabella 4.4 come il tasso annuale di apprezzamento dei dipinti Impressionisti sia pari al 18%, in linea con quello dell'altro indice (17,2%)(Anderson, 1974) calcolato per lo stesso periodo. Sottolinea inoltre come, sebbene ci siano periodi in cui i gruppi di opere tendono a muoversi nella stessa direzione, ci siano anche periodi di grande variazione dei prezzi.

La stima del rendimento medio trovata con questa analisi, per tutti i dipinti nel

periodo analizzato, è uguale al 3,7%, diversamente da quella calcolata con la regressione edonica (3,3%). La differenza tra questi due risultati può essere imputabile a una diversa selezione del campione analizzato (bisogna anche tenere conto che il metodo della vendita ripetuta comprende solo le opere che sono state vendute minimo due volte, il che potrebbe portare ad analizzare l'andamento di opere più popolari e quindi inclini ad avere una domanda più forte) (Anderson, 1974).

Notando come il recente tasso di crescita dei prezzi sia al di sopra del rendimento nel lungo periodo, conclude affermando che, rispetto agli altri tipi di investimento possibili, le opere d'arte non siano un investimento di grande attrattiva dal punto di vista finanziario, a meno che non si aggiunga, in accordo con quanto dirà Baumol, quello che viene definito il plusvalore estetico.

4.1.2 *The monetary appreciation of paintings*: la valutazione di Stein

Stein, come si è visto nel capitolo 3, è autore di uno studio di poco successivo a quello di Anderson[198]; se nel capitolo 3 è stato descritto il metodo da lui utilizzato per la costruzione di un indice del mercato dell'arte, in questo paragrafo si concentra l'attenzione sul suo contributo riguardo al tasso di ritorno dei dipinti.

Egli afferma come sia opinione comune che il rendimento degli investimenti in opere d'arte nel periodo 1950-1960 sia stato decisamente maggiore rispetto a quelli ottenibili da *asset* azionari; il problema principale per i nuovi investitori che cercano un approccio a questo segmento del mercato per una diversificazione del proprio portafoglio resta la carenza dell'informazione riguardo alla crescita reale del prezzo dei dipinti.

Bisogna tenere conto del fatto che i beni artistici sono allo stesso tempo sia dei beni di consumo durevoli, che garantiscono un flusso di utilità di tipo non monetario, sia un capitale finanziario, e che quindi possono comportare un rendimento economico (Stein, 1977).

La metodologia da lui utilizzata è quella del dipinto medio in cui il prezzo di stima del dipinto medio si ottiene tramite aggregazione delle stime dei dipinti

[198] Stein J. P., The Monetary Appreciation of Paintings. op. cit. pp. 1021-1022.

offerti nelle sessioni d'asta, divisa per il numero totale delle opere. Analizzando i dati delle aste americane e inglesi nel periodo tra il 1946 e il 1968, Stein ha individuato, in quel lasso di tempo, un rendimento annuo del 10,5%; nello stesso periodo, il profitto delle azioni finanziarie era pari al 14,3%. Anche nella sua ottica, l'investimento in arte non appare più profittevole rispetto ad altre forme; inoltre, in seguito alle oscillazioni dei prezzi, non appare neanche più stabile rispetto ai titoli azionari. Insomma, il grado di rischio per questo tipo di investimenti viene giudicato ancora troppo alto.

Tenendo conto del ritorno non monetario che garantisce questo tipo di investimento, l'arte si presterebbe allora ad essere una possibilità per la diversificazione del proprio portafoglio azionario; ovviamente, chi acquista un'opera per puro interesse lucrativo non potrà godere del plusvalore estetico (Stein, 1977).

4.1.3 Baumol e i prezzi innaturali dell'arte

Nonostante gli studi accurati di Anderson e Stein, sarà lo scritto di Baumol[199] ad aprire ufficialmente la strada a questo ambito di studi. Baumol afferma, sulla base di considerazioni sui prezzi del mercato dell'arte per diversi anni, come non esista un livello di equilibrio: i prezzi degli oggetti d'arte vengono da lui considerati "innaturali". I prezzi infatti possono fluttuare più o meno senza meta, e le loro imprevedibili oscillazioni sono adatte all'attività di coloro che trattano le opere d'arte come meri "beni di investimento" (Baumol, 1986). In contrasto con altri beni, si può ben comprendere come il processo di creazione di un equilibrio appaia indebolito, considerando che si va ad analizzare un mercato in cui l'elasticità dell'offerta è pari a zero (il mercato è composto non solo da opere note, ma soprattutto da opere note di artisti defunti) (Baumol, 1986).

Vengono inizialmente segnalate delle importanti distinzioni tra il funzionamento del mercato azionario rispetto a quello artistico. Primo, uno pacchetto azionario è composto da un insieme di titoli omogenei, e quindi perfettamente sostituibili tra di loro; invece, le opere d'arte sono dei beni unici, e saranno sempre imperfetti

[199] Baumol W. J., Unnatural value: or Art Investment Floating Crap Game. *American Economic Review* 76, n. 2, 1986. pp. 10-14.

sostituti. Secondo, un pacchetto azionario è detenuto da molti individui, che sono potenziali commercianti indipendenti in un segmento di mercato perfettamente competitivo; il proprietario di un'opera di Caravaggio, ad esempio, detiene quello che può essere considerato un monopolio di quella determinata opera. Terzo, le transazioni azionarie avvengono molto frequentemente, praticamente in continuazione; la rivendita di un oggetto d'arte può non avvenire prima di cento anni. Quarto, il prezzo dei titoli azionari è, solitamente, un'informazione pubblica; al contrario, il prezzo a cui viene comprata un'opera è conosciuto con certezza solo tra le parti contraenti (Baumol, 1986).

Poiché i dati riguardanti il mercato dell'arte sono sfortunatamente incompleti, e anche quelli disponibili non sono facilmente reperibili, Baumol ha utilizzato l'indice stilato da Reitlinger. Proponendosi l'obiettivo di calcolare il tasso di rendimento, ha analizzato 640 transazioni di vendite ripetute, tra il 1652 e il 1961, e ha calcolato tramite il metodo della doppia vendita una tasso di ritorno medio annuo dello 0,55%: se confrontato con quello delle azioni (2% annuo), risulta nettamente inferiore. Risulta importante sottolineare come dall'analisi di Baumol siano state escluse quelle opere la cui seconda vendita è avvenuta in un periodo di tempo inferiore ai 20 anni, e quelle il cui prezzo (o della prima vendita o di quella successiva) non fosse certo; queste due considerazioni risultano quanto mai fondamentali per l'analisi di un altro studio importante, che parte proprio da questo approccio.

Investire in un quadro piuttosto che in un pacchetto azionario può allora rappresentare una buona scelta per coloro che traggono un alto beneficio dalle caratteristiche estetiche dell'opera: la differenza dell'1,5% viene allora compensata dall'utilità che ne deriva (Baumol, 1986); ma cercare di prevedere gli andamenti di mercato viene definito come un gioco a perdere, soprattutto quando ci riferiamo al mercato dell'arte.

Nonostante lo studio di Baumol sia fondato da un punto di vista teorico, non riesce a pervenire ad alcuna conclusione precisa sul livello dei prezzi, sul loro andamento nel tempo e sulle relazioni tra il rendimento delle opere d'arte con quello di altri segmenti, per questo parla della determinazione dei prezzi come un *floating crap game:* i prezzi non sono ancorati a nessun elemento esterno, come il

costo, e quindi possono fluttuare sulla base di mutamenti non osservabili nei gusti dei consumatori.[200]

4.1.4 *Revisiting Baumol*: lo studio di Buelens e Ginsburgh

Una rivisitazione della teoria di Baumol è data dal contributo di Buelens e Ginsburgh (1993)[201], il quale ha consentito di "scoprire" come ci siano grandi intervalli di tempo in cui l'investimento in arte garantisce una performance migliore rispetto alle azioni finanziarie. Gli autori giudicano infatti l'analisi di Baumol troppo pessimistica: ci sono periodi nei quali i rendimenti provenienti dagli investimenti in arte risultano nettamente superiori a quelli più strettamente finanziari.

Si è visto come Baumol abbia analizzato il tasso di ritorno dei dipinti nel periodo 1650-1960, trovando un tasso medio annuo pari allo 0,55% (parecchio inferiore se considerato a quello azionario, che si aggira intorno al 2%). Questa differenza, scrive Baumol, viene compensata dal piacere estetico che deriva dall'opera stessa. Ma questi risultati appaiono in netto contrasto con quello che si è potuto osservare negli ultimi anni; gli *Iris* di Van Gogh sono stati venduti per 53,9 milioni di dollari nel 1987, recando così al precedente proprietario un tasso di ritorno del 12,5% circa per il periodo 1948-1987.[202] E questo non risulta essere un caso isolato: esempi simili sono *Le nozze di Pierrette* di Picasso (vendute nel novembre del 1989 per 71 milioni di dollari) o il già citato *Ritratto del dottor Gachet* di Van Gogh; stessi risultati sbalorditivi riguardano anche le opere di arte contemporanea, da Jasper Johns, a Jeff Koons, a Maurizio Cattelan.

In questo studio, gli autori non vogliono demolire il lavoro di Baumol, semplicemente cercano di affinarlo. Il punto di partenza di partenza è dato dalla constatazione che in un periodo di analisi tanto lungo (all'incirca trecento anni) il tasso di ritorno risulta essere basso, ma non viene considerata l'ipotesi che ci

---

[200] Beltratti A. e Siniscalco D., *Collezionisti, Investitori, Speculatori: la determinazione dei prezzi sul mercato dell'arte.* op. cit. p.

[201] Buelens N. e Ginsburgh V., Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game". *European Economic Review*, vol. 37, 1993, pp. 1351-1371.

[202] I precedenti proprietari, la famiglia Payson, avevano acquistato il dipinto nel 1948 per 84.000 dollari. Cfr, Buelens N. e Ginsburgh V., Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game". op. cit. p. 1352.

possono essere periodi in cui il rendimento registri un'inversione di tendenza. È stato ricostruito il database da cui è partito Baumol, usando le sue stesse informazioni, ma prendendo in considerazione sia tutte le opere caratterizzate da rivendita, sia quelle rivendute dopo minimo vent'anni. Si è ottenuto un tasso di ritorno medio pari allo 0,65% per tutte le rivendite, e uno dello 0,87% per il campione più ristretto. Questi dati sono diversi da quelli di Baumol.

È stata poi effettuata una distinzione per le opere in base alle scuole di provenienza e in quattro periodi: 1700-1869, 1870-1913, 1914-1950 e 1951-1961; l'anno 1870 viene preso come un punto di riferimento nel cambiamento del gusto, il quale corrisponde approssimativamente con la nascita dell'Impressionismo, mentre il periodo 1914-1949 viene indicato come un periodo di intensi disordini politici ed economici (la prima guerra mondiale, la rivoluzione russa la grande depressione e la seconda guerra mondiale), che ha avuto effetti incisivi sul mercato dell'arte così come sugli altri segmenti. Nelle tabelle 4.4 e 4.5 vengono illustrati, rispettivamente, i risultati derivanti dall'analisi di 1.111 vendite ripetute senza alcuna distinzione, e 723 rivendite separate tra loro da un periodo minimo di vent'anni. Nella prima linea viene indicato il tasso di ritorno, mentre il numero tra parentesi indica il numero di vendite.

Tabella 4.4 Tassi di ritorno per periodi e scuole (tutte le vendite)

	1700-1961	1700-1896	1870-1913	1914-1949	1950-1961
All painters	0,65 (1,111)	1,86 (199)	3,57 (219)	-6,00 (79)	20,30 (7)
English painters	-0,26 (554)	4,15 (50)	3,19 (127)	-6,90 (51)	-
Non-English painters	1,55 (577)	1,09 (149)	4,10 (92)	-4,36 (28)	20,30 (7)
Dutch painters	2,59 (149)	1,75 (48)	7,69 (19)	-1,06 (7)	32,68 (2)
Italian painters	1,57 (169)	1,37 (58)	0,94 (26)	-1,10 (2)	-
Impressionisti e seguaci	4,06 (37)	-	11,90 (10)	-19,48 (5)	28,40 (1)

Fonte: Buelens N. e Ginsburgh V., Revisiting Baumol's “Art as Floating Crap Game”.

Tabella 4.5 Tassi di ritorno per periodi e scuole (rivendite separate da più di 20 anni)

	1700-1961	1700-1869	1870-1913	1914-1949	1950-1961
All painters	0,87 (723)	2,59 (111)	2,19 (77)	-2,79 (11)	-
English painters	-0,35 (357)	4,76 (25)	0,29 (48)	-4,37 (6)	-
Non-English painters	2,06 (366)	1,96 (86)	5,33 (29)	-0,89 (5)	-
Dutch painters	2,66 (95)	2,35 (25)	13,71 (4)	-	-
Italian painters	2,18 (129)	1,95 (36)	4,40 (10)	-1,10 (2)	-
Impressionisti e seguaci	3,32 (21)	-	4,93 (2)	3,60 (1)	-

Fonte: Buelens N. e Ginsburgh V., Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game".

(*n*): numero delle vendite osservate per il periodo in analisi.

La discrepanza tra i dati delle due tabelle non risulta di fondamentale importanza poiché, come scrivono gli autori, il tasso di ritorno di entrambe le vendite risulta piuttosto elevato; non è l'intervallo minimo di vent'anni a fare la differenza nell'analisi. Si nota anche come i tassi di ritorno siano ben lontani dall'essere uniformi nel corso di due secoli; sono generalmente positivi, sia in base alla divisione per scuole che per periodi, ad eccezione del periodo 1914-1950[203].

Si osserva come una grande porzione dei dipinti inglesi presenti nel campione mostri un alto tasso di rendimento per il XVIII e prima metà del XIX secolo, ma subisca un forte crollo nel periodo successivo; inoltre, nonostante il numero delle rivendite sia piuttosto basso, ci si accorge dell'alto tasso che caratterizza le opere impressioniste. Se si esclude il periodo di crisi globale del 1914-1950, il tasso di ritorno per le opere d'arte risulta superiore a quello azionario (2,5%).

La differenza tra i risultati ottenuti da Buelens e Ginsburgh rispetto a quelli di Baumol dipende principalmente dal fatto che l'analisi effettuata da quest'ultimo

[203] Gli autori spiegano come in realtà, in un periodo di crisi come quello della prima metà del XX secolo, essendo le opere d'arte dei "depositi portatili di valore", il loro tasso di ritorno sarebbe dovuto aumentare, contrariamente a quanto verificatosi. Una possibile spiegazione potrebbe essere data dalla presenza di opere di scarsa qualità sul mercato; oppure dal fatto che a causa della crisi i collezionisti erano obbligati a rimettere in commercio anche i loro beni più preziosi. Cfr, Buelens N. e Ginsburgh V., Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game". op. cit. p. 1355.

risulta essere stata fortemente influenzata dal periodo della crisi: ma questo periodo non può risultare rappresentativo dell'andamento del mercato (Buelens e Ginsburgh, 1993)
Con questi risultati gli autori non intendono affermare che l'investimento in arte è migliore o peggiore rispetto a quello di altri beni finanziari, ma semplicemente dimostrare come ci siano movimenti artistici e lunghi periodi di tempo che registrano rendimenti superiori rispetto agli altri.

4.1.5 *Acconunting for Taste*, il contributo di Goetzmann

Lo studio di Goetzmann (1993)[204] si concentra sulla costruzione di un indice per il mercato dell'arte analizzando i movimenti dei prezzi delle opere d'arte rispetto alle fluttuazioni del mercato finanziario per il periodo 1715-1986. L'autore ha trovato una forte correlazione tra la ricchezza della popolazione e la conseguente domanda per l'arte: egli afferma come la domanda per questo segmento cresca all'aumentare del reddito disponibile dei consumatori. Nonostante ci si aspetti che i beni "collezionistici" siano una copertura contro le fluttuazioni del mercato, ci si accorge che non sempre è così; a causa dell'elevato rischio che la caratterizza, l'arte non risulta essere un investimento così allettante, sebbene, come si vedrà a breve, l'arte abbia registrato rendimenti superiori rispetto a quelli provenienti dal mercato azionario.

Goetzmann (1993) ha utilizzato come fonti il catalogo Reintlinger e quello Mayer ed ha analizzato i prezzi di vendita e di rivendita di tutte quelle opere che sono state commerciate per almeno due volte. La metodologia usata, anche questa volta, è quella dell'analisi delle vendite ripetute. Tutti i prezzi riscontrati sono stati convertiti nella sterlina inglese.
Il campione conta 3329 coppie di prezzi per un totale di 2809 opere diverse. Sono state escluse dal campionamento tutte le opere che hanno subito un aumento di valore significativo in seguito alla vendita e i capolavori che, in modo diretto o tramite acquisto di terzi finanziatori, sono finiti nelle collezioni museali. Questa

[204] Goetzmann, W. N., Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries. *The American Economic Review*, vol. 83, n.5, dicembre 1993. pp. 1370-1376.

selezione può comportare un serie di possibili distorsioni di valutazione.

Tutti i dati provengono ovviamente dalle case d'asta che, come si è già detto, riflettono solo una parte di quello che è il mercato reale; inoltre, concentrarsi solo su queste transazioni, non permette di analizzare le variazioni dei prezzi di tutte quelle opere che non hanno una domanda tanto ampia da transitare in asta[205]. A causa di questa e altre distorsioni, il tasso di ritorno medio che viene calcolato è da considerarsi approssimativo, con un limite superiore al rendimento medio ottenuto da altri investitori, soprattutto se si tiene conto degli elevati costi di transizione.

Goetzmann (1993) ha utilizzato il metodo della *repeat sales regression* (RSR): il beneficio di utilizzare questa metodologia, spiega l'autore, è che permette di costruire un indice che fornisce dati riguardanti anche il tasso di ritorno, e non tiene conto di quegli attributi specifici che sono caratteristici, invece, della regressione edonica. Lo svantaggio, del resto, è dovuto al fatto che in questo modo si analizza il mercato in maniera puramente parziale. Nella Tabella 4.6 vengono riportati i risultati ottenuti tramite la regressione e i tassi di ritorno annuali per il periodo 1720-1990. La statistica *t* suggerisce come i rendimenti prima del 1850 sia poco stimati, mentre quelli del XX secolo siano relativamente affidabili.

Alcune osservazioni riguardo a quanto esposto nella Tabella 4.6. Le stime della prima e dell'ultima decade sono basate su dati incompleti, poiché la prima vendita analizzata risale al 1715 e l'ultima al 1986. La regressione statistica per i minimi quadrati ordinari (OLS) restituisce una stima di R^2 uguale allo 0,59.

La Tabella 4.6, inoltre, rende un'interessante prospettiva sull'andamento del mercato dell'arte nel lungo periodo. Ci sono apparentemente tre "*bull markets*" nel segmento dell'arte: 1780-1820, 1850-1870 e 1940-1986. Quest'ultimo risulta essere il più forte e il più duraturo dei tre. Questi tre periodi coincidono con la crescita del livello dei prezzi del consumatore, mentre l'incremento nel diciannovesimo secolo dei prezzi dell'arte si allontana significativamente dal

[205] Le case d'asta hanno un basso incentivo a vendere opere per le quali non c'è un pubblico sufficientemente ampio; per queste opere, è bene riferirsi al mercato primario dell'arte, dove i commercianti possono concentrare la loro attività su artisti poco noti per riferirsi a un pubblico altrettanto selezionato. Cfr, Goetzmann, W. N., Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries. op. cit. p. 1371.

prevalente trend deflazionistico.

Tabella 4.6 Il tasso di ritorno annuale di un investimento in arte, 1720-1990

Stima OLS			
Decade	Coefficiente	*t*	Ritorno annuale
1720	-10,8	-1,18	-0,66
1730	-1,62	-0,32	-0,15
1740	3,69	0,73	0,45
1750	-2,01	-0,53	-0,18
1760	0,98	0,28	0,1
1770	0,94	0,59	0,1
1780	-0,01	-0,01	0
1790	0	-0,01	0
1800	0,89	1,49	0,09
1810	0,02	0,04	0
1820	0,5	0,94	0,05
1830	-0,74	-1,39	-0,07
1840	-0,09	-0,2	-0,01
1850	0,41	1,08	0,04
1860	0,61	1,88	0,06
1870	1,21	3,79	0,13
1880	-0,71	-2,24	-0,07
1890	0,41	1,77	0,04
1900	-0,1	-0,43	-0,01
1910	0,44	2,02	0,05
1920	0,06	0,28	0,01
1930	0,15	0,68	0,02
1940	-1,05	-4,87	-0,1
1950	1,31	5,7	0,14
1960	1,06	5,26	0,11
1970	1,02	6,32	0,11
1980	0,7	5,49	0,07
1990	1,74	9,16	0,19

Fonte: Goetzmann, W. N., Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries.

Si notano anche tre "*bear markets*": 1830-1840, 1880-1900 e 1930-1940; si trova una buona correlazione con l'ampio periodo di recessione economica che ha colpito la Gran Bretagna e gli Stati Uniti. Il periodo che va fino al 1940 mostra un ampio incremento nei prezzi dell'arte: questo fenomeno senza precedenti suggerisce, secondo l'autore, un fondamentale cambiamento nella domanda per le opere d'arte.

La Tabella 4.7 compara le stime medie annuali e la deviazione standard dell'indice per il mercato dell'arte con quelli delle azioni, dei titoli di stato e dell'inflazione.

Tabella 4.7 Medie annuali e deviazione standard per l'arte e per gli altri investimenti

Rendimento	Media	Deviazione standard
1716-1986 (tasso di ritorno decennale)		
Inflazione	0,012	0,183
Tasso di ritorno della Bank of England	0,045	0,093
Titoli di stato inglesi	0,043	0,196
Azioni inglesi	0,015	0,196
Arte	0,032	0,565
1850-1986 (tasso di ritorno decennale)		
Inflazione	0,024	0,242
Tasso di ritorno della Bank of England	0,042	0,130
Titoli di stato inglesi	0,041	0,215
Azioni inglesi	0,026	0,260
Arte	0,062	0,650
1900-1986 (tasso di ritorno decennale)		
Inflazione	0,042	0,088
Tasso di ritorno della Bank of England	0,047	0,036
Titoli di stato inglesi	0,048	0,106
Azioni inglesi	0,049	0,219
Arte	0,175	0,528

Fonte: Goetzmann, W. N., *Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries.*

Per l'intero periodo preso in esame, Goetzmann (1993) sottolinea come i titoli di stato inglesi abbiano registrato un rendimento superiore a quello dell'arte: questo è dovuto principalmente al rendimento decisamente negativo che caratterizza il mercato dell'arte nel primo periodo. Se si focalizza l'attenzione agli ultimi cinquant'anni, è invece il rendimento dell'arte a superare quello dei titoli di stato e delle azioni: i prezzi dell'arte sono cresciuti con un tasso del 6,2%, mentre quello delle azioni del 2,6%. Seppur impressionante, spiega sempre l'autore, questa crescita dei prezzi dell'arte è stata accompagnata da una grande volatilità.
Nonostante l'arte per un lungo periodo abbia registrato degli incrementi maggiori rispetto a quelli provenienti da altre forme di investimento, Goetzmann (1993) afferma che l'arte non risulta essere attrattiva per un investitore che colloca la maggior parte del suo portafoglio sui titoli di stato; può risultare utile per la diversificazione, ma sempre a condizione che l'investitore sia a conoscenza dei grossi rischi che questo può comportare.

L'autore conclude affermando come dal suo studio sia emersa una forte correlazione tra l'andamento del mercato azionario e quello borsistico; questa sua teoria viene confermata da un test condotto da Clive W. J. Granger su dati annuali per il periodo 1900-1986: i prezzi dell'arte tendono a seguire i trend del mercato azionario, sottolineando ancora una volta la forte correlazione tra i due mercati. La domanda per l'arte aumenta quando cresce il reddito dell'investitore. Quindi, la natura soggettiva del valore estetico suggerisce che l'unico limite per l'acquisto delle opere d'arte è dato dalla disponibilità economica dei collezionisti che lo desiderano.

4.1.6 *Art as an Investment*: l'analisi di Pesando.

Pesando (1993)[206], come si è accennato nel Capitolo 3, è stato uno dei primi ricercatori a non utilizzare i dipinti nella sua analisi; a differenza degli altri studi esaminati, egli ha concentrato il suo studio sulle stampe di artisti come Picasso, Mirò e Chagall.

[206] Pesando J. E., Art as an Investment: the Market for Modern Prints. *American Economic Review*, vol. 83, n.5, 1993. pp. 1075-1089.

La sua analisi parte dal presupposto che in un mercato in equilibrio, i tassi di rischio provenienti da investimenti svariati dovrebbero essere uguali; quindi anche quelli provenienti dal mercato dell'arte dovrebbero essere in linea con quelli di altri segmenti. Ma, come si è visto, il mercato dell'arte è caratterizzato da tutta una serie di peculiarità che lo rendono "unico": oltre alla scarsità delle informazioni riguardanti le transazioni, le vendite di beni artistici non avvengono con frequenza regolare, e proprio per questo non è facile costruire degli indici dei prezzi prontamente allineati con quelli di altri segmenti. Pesando ha allora deciso di analizzare il mercato delle stampe, a causa della loro più facile commerciabilità. Se nel suo studio Baumol poteva contare un numero di 640 dati di coppie di vendite ripetute per un periodo di oltre tre secoli, Pesando ha costruito il suo indice su una base di 27961 coppie di dati per il periodo 1977-1992, selezionando (oltretutto) solo ventotto artisti tra tutti quelli presenti nel mercato.

Questi dati sono la base fondamentale per un indice semi-annuale, espresso in dollari americani: scopo del lavoro è quello di confrontare il rischio e il rendimento che caratterizzano questo segmento del mercato dell'arte con quelli provenienti dal mercato finanziario.

La fonte utilizzata da Pesando è il *Gordon's Print Price Annual*, pubblicato annualmente a partire dal 1978: in esso sono presenti tutti i prezzi record raggiunti dalle stampe vendute nelle maggiori case d'asta al mondo (Sotheby's. Chriestie's, Hotel Drout, Hauswedell & Nolte, Kornfeld). Negli annuali tutte le stampe vengono correlate dal nome dell'artista, dal titolo, dal prezzo, dall'eventuale presenza della firma dell'artista[207], e dal luogo e data di vendita; per le vendite non avvenute in America, i prezzi sono stati convertiti al dollaro americano utilizzando i dati forniti giornalmente dal *The Wall Street Journal*. Le stampe vengono infine suddivise in tre grandi classi: quelle Old Master (Rembrandt, Durer etc.), quelle contemporanee (Johns, Stella, Hockey) e quelle moderne (Picasso, Mirò, Chagall). Lo studio di Pesando si focalizza su queste ultime.

Per quantificare il tasso di rischio e di rendimento proveniente dal mercato delle stampe, l'autore ha costruito un indice dei prezzi; per fare questo, ha utilizzato la già citata metodologia della *repeat sale regression*. Come si è detto, questo

[207] Come per i dipinti, anche una stampa autografata raggiunge prezzi più elevati rispetto a quelle che ne sono sprovviste.

metodo viene impiegato quando lo stesso oggetto (in questo caso una stampa) viene venduto in due diverse occasioni. L'indice aggregato dei prezzi per le stampe moderne in osservazione semestrali viene presentato nella Tabella 4.8 e raffigurato nella Figura 4.1.

Si è detto come per l'elaborazione dell'indice globale delle stampe moderne Pesando abbia analizzato un campione di 27961 coppie di dati; per costruire quelle di Picasso, 6010. Il coefficiente R^2 per l'indice globale è pari allo 0,239, per quello di Picasso 0,390.

Quest'ultimo dato indica come i prezzi delle stampe di Picasso si muovano in modo più linearmente (ovvero le quotazioni di Picasso tendono ad avere tutte uno stesso livello, al loro interno sono meno soggette a fluttuazioni) rispetto a quelli di tutti gli altri artisti incorporati nell'altro indice (Pesando, 1993).

Dalla figura 4.1 si possono notare i picchi che hanno segnato l'andamento di questo mercato nel 1990: sia i prezzi nominali che quelli reali hanno subito un aumento considerevole, soprattutto rispetto alla recessione degli anni 1981-82. Il boom di quegli anni del mercato dell'arte era già stato documentato, ma come sottolinea Pesando, è proprio grazie alla costruzione degli indici dei prezzi che si possono analizzare con precisione le fluttuazioni dei valori.

Il primo valore presente nella Tabella 4.9 indica il rendimento semestrale delle stampe; la prima deviazione standard equivale a 0.099, mentre la seconda vale 0.019. La differenze tra le due deviazioni, pari a 5,21, sottolinea come i rendimenti siano stati misurati in modo accurato (Pesando, 1993).

Un'importante precisazione da fare è che l'indice dei prezzi qui misurato non tiene conto del tasso di “buy-in”, ovvero del non venduto; per questa ragione, l'indice potrebbe sottostimare la reale volatilità dei prezzi di offerta.

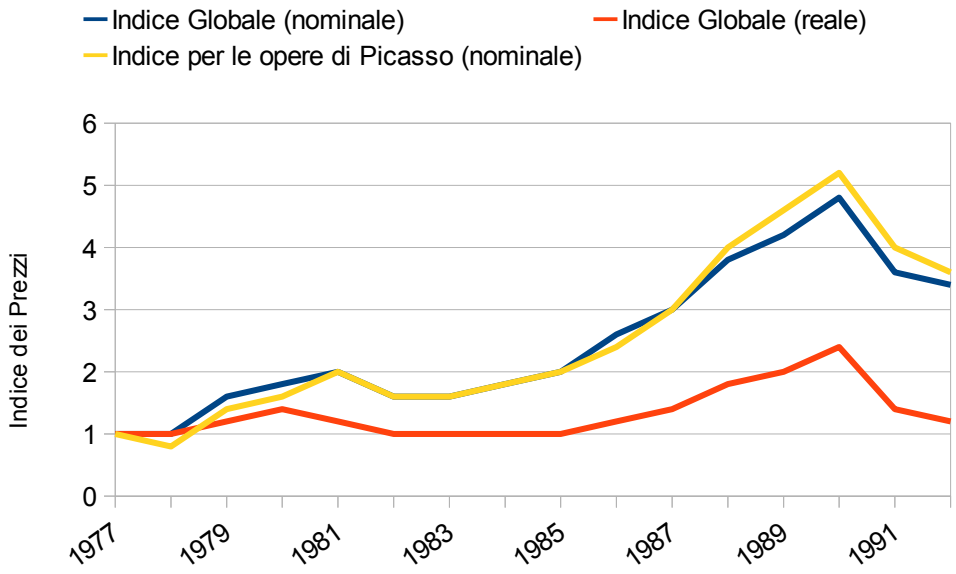
Per ogni semestre, è stato quindi calcolato il rendimento (espresso in dollari americani) partendo dall'indice dei prezzi reali sopra calcolato. I tassi di ritorno, per le stampe nel loro complesso e più in specifico per quelle di Picasso, vengono illustrati nella Tabella 4.9.

Tabella 4.8 Indice semestrale dei prezzi delle vendite di stampe moderne, 1977-1992.

Anno	b = log index	SE (b)	$(b-b_1)$	SE $(b-b_1)$
1977:1	0,000	0,000	-	-
1977:2	-0,025	0,027	-0,025	0,027
1978:1	0,178	0,024	0,203	0,024
1978:2	0,028	0,152	0,022	0,022
1979:1	0,421	0,025	0,090	0,022
1979:2	0,529	0,026	0,108	0,019
1980:1	0,597	0,024	0,067	0,018
1980:2	0,666	0,026	0,068	0,017
1981:1	0,628	0,024	-0,038	0,017
1981:2	0,576	0,026	-0,052	0,017
1982:1	0,497	0,025	-0,078	0,018
1982:2	0,443	0,028	-0,054	0,020
1983:1	0,496	0,026	0,053	0,021
1983:2	0,472	0,027	-0,023	0,019
1984:1	0,548	0,026	0,075	0,018
1984:2	0,541	0,027	-0,006	0,017
1985:1	0,619	0,026	0,078	0,018
1985:2	0,645	0,028	0,025	0,019
1986:1	0,839	0,026	0,194	0,019
1986:2	0,872	0,028	0,033	0,019
1987:1	1,092	0,026	0,220	0,019
1987:2	1,117	0,028	0,024	0,019
1988:1	1,258	0,026	0,141	0,019
1988:2	1,367	0,027	0,108	0,017
1989:1	1,456	0,026	0,089	0,016
1989:2	1,553	0,027	0,097	0,015
1990:1	1,577	0,027	0,023	0,015
1990:2	1,459	0,028	-0,118	0,017
1991:1	1,257	0,029	-0,201	0,019
1991:2	1,228	0,031	-0,029	0,021
1992:1	1,213	0,030	0,014	0,022
1991:2	1,088	0,033	-0,124	0,204

Fonte: Pesando J. E., Art as an Investment: the Market for Modern Prints.

Figura 4.1 Prezzi semestrali nominali e reali delle stampe moderne, 1977-1992



Fonte: Pesando J. E., Art as an Investment: the Market for Modern Prints.

Tabella 4.10 Rendimenti delle stampe moderne e dei tradizionali *assett* finanziari, 1977-1992.

Portafoglio	Media	Deviazione Standard
Stampe		
Globali	1,51	19,94
Picasso	2,1	23,38
Azioni (S&P 500)	8,14	22,47
Titoli di Stato (USA)	2,54	21,83
Buoni del Tesoro (USA)	2,23	3,43

Fonte: Pesando J. E., *Art as an Investment: the Market for Modern Prints.*

Si nota dalla Tabella 4.9 come il tasso medio delle stampe “globali” sia pari all'1,51%, mentre per quello di Picasso ben il 2,10%; entrambi hanno valori inferiori se paragonati a quelli finanziari. Ma allo stesso tempo va sottolineato come la deviazione standard delle stampe in generale raggiunga il 19,94% e quelle di Picasso il 23,38%: partendo dall'analisi di questi valori, Pesando afferma come il portafoglio delle stampe abbia un grado di rischio (approssimativamente)

comparabile con quelle delle azioni e dei Titoli di Stato. Le stampe quindi possono risultare un buon investimento se vengono incluse in un tradizionale portafoglio finanziario, per garantire una riduzione del rischio (Pesando, 1993). Non bisogna però dimenticare che i costi di transizione per la compravendita delle stampe (come per l'arte in generale) risultano essere più incisivi di quanto non lo siano quelli del mercato azionario.

4.1.7 Le quotazioni degli ottocento «pittori più famosi del mondo» secondo Frey e Pommerehne

Uno studio significativo e di grande importanza è stato quello effettuato da Frey e Pommerehne[208]. Come accennato nel capitolo 2, gli studiosi hanno preso in esame l'andamento nel corso del tempo delle quotazioni dei dipinti degli ottocento «pittori più famosi del mondo», secondo l'elenco stilato da Reintlinger; tra questi, 305 hanno visto almeno una loro opera acquistata o venduta presso le *majors* Christie's e Sotheby's, o presso altre celebri istituzioni europee o nordamericane (Frey e Pommerehne, 1991). Non sono stati considerati i dipinti acquistati ai "mercatini delle pulci"[209], e quelli sul cui prezzo di vendita non si avesse la piena certezza.

Il tasso di rendimento è stato misurato calcolando il tasso di interesse composto risultante dalla differenza tra il prezzo lordo di acquisto e il prezzo netto di vendita (Frey e Pommerehne, 1991); i costi variano infatti a seconda dei periodi e dei luoghi di vendita considerati, ma anche dei dipinti trattati.

Anche Frey e Pommerehne hanno operato un'ulteriore scrematura del campione analizzato da Reitlinger, scegliendo quei dipinti che in un arco di 350 anni fossero stati venduti almeno due volte; i tassi di rendimento sono stati calcolati per dipinti venduti all'asta che siano stati posseduti per un periodo di almeno 20 anni, in

[208] Frey B. S. e Pommerehne W. W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*. op. cit.

[209] Un caso celebre fu quello relativo al *Ritratto Maschile* di Franz Hals, attualmente esposto al Kimbell Art Museum di Forth Worth. Il dipinto venne acquistato nel 1963 come opera anonima dal commerciante di opere d'arte Christio, al "mercato delle pulci" di Arnhem, per 40 fiorini (attualmente corrispondenti a circa 10 sterline). Dopo essere stato riconosciuto come opera autentica del maestro olandese da parte del direttore del Frans Hals Museum di Harlem, il dipinto raggiunse nel 1965 una quotazione di 73.500 sterline da Chriestie's. Ma questo rimane comunque un caso isolato. Cfr, B. S. Frey, W. W. Pommerehne, *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte.* op. cit. p. 177.

modo da escludere dal calcolo le analisi ritenute puramente speculative: poiché nel breve periodo le quotazioni dei dipinti fanno registrare forti oscillazioni, i due autori hanno scelto di utilizzare il metodo usato da Baumol. Tra l'altro è convinzione diffusa che la speculazione di breve periodo sia scarsamente profittevole, a causa soprattutto degli elevati costi di transizione legati alle vendite d'asta. Proprio per questo motivo, Sotheby's raccomanda ai propri acquirenti di possedere le opere acquistate per un periodo minimo di 7-10 anni, per sostenerne il valore (Frey e Pommerehne, 1991).

La Tabella 4.10 mostra i tassi di rendimento per i dipinti posseduti per un periodo di almeno vent'anni venduti all'asta.

Tabella 4.10 I tassi di rendimento reali sui dipinti per il periodo 1635-1987 (in percentuale su base annua)

Medio	1,5
Mediano	1,8
Minimo	-19
Massimo	26
Deviazione standard	5
Numero di transazioni	1198

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

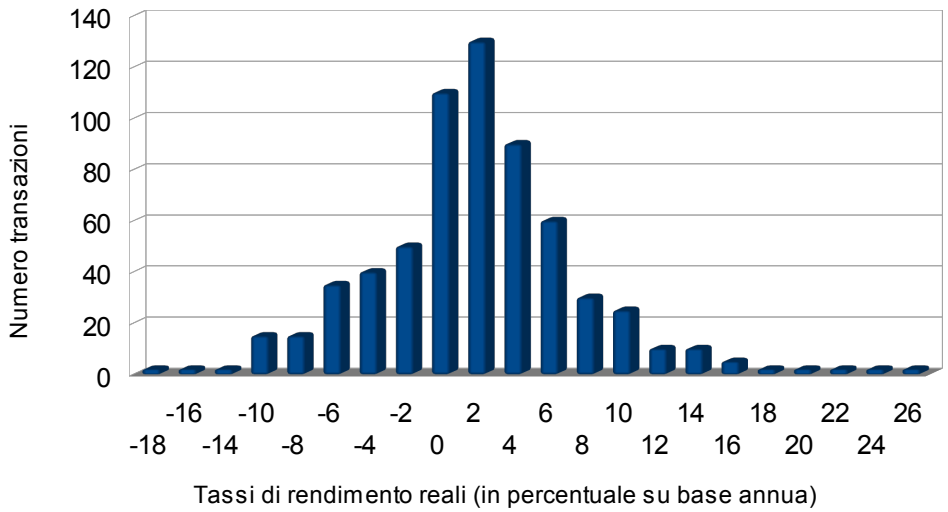
I calcoli presenti nella tabella sono stati effettuati a prezzi costanti[210] (prendendo come base annua il 1900); si nota come il tasso di rendimento reale medio sia uguale all'1,5%, con una deviazione standard del 5%. Se venissero esclusi i costi di transizione, il rendimento medio, affermano gli autori, aumenterebbe al 4,0% annuo.

La figura 4.2 mostra come il tasso di rendimento per le opere d'arte sia caratterizzato da una grande variabilità: il rendimento più alto registrato dagli studiosi tedeschi equivale al 26% annuo, mentre quello più basso fu del -19% annuo. Su un totale di 1198 transazioni analizzate, 724 (circa il 61%) hanno

[210] Frey B. e Pommerehne W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*. op. cit. p. 182.

fruttato un rendimento positivo, 113 (9% circa) un tasso di ritorno nullo, e ben 361 (il restante 30%) un rendimento negativo.

Figura 4.2 La distribuzione dei tassi di rendimento reali sui dipinti, 1635-1987



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

All'interno del campione analizzato, il reddito più elevato in termini monetari è stato registrato dall'opera di Frans Hals "*Uomo in nero*" con un tasso di ritorno del 26,3% annuo; venduto nel 1885 da Chriestie's a Londra per poco più di 5 sterline, raggiunse nel 1913 da Sotheby's, sempre a Londra, una quotazione che superò le 9000 sterline. Un ritorno medio annuo del 10% è stato registrato per opere di autori quali Vincent Van Gogh, Eduard Manet, Paul Gauguin, Claude Monet, Paul Cézanne, Henri Matisse e Pierre Auguste Renoir; ovviamente anche i tassi di ritorno delle opere di questi artisti hanno avuto forti oscillazioni: Frey e Pommerehne sottolineano come alcuni loro dipinti abbiano avuto un tasso di rendimento modesto, alle volte anche negativo. L'opera registrata come quella con la perdita più forte è lo schizzo a olio di John Singer Sargent "San Virgilio": venne acquistato nel 1925 per 7350 sterline, e venduto poi a Londra da Christie's nel 1952 per sole 105 sterline: il rendimento di quest'opera è pari a -19,3%.
Nella Tabella 4.11 vengono riportati i tassi di rendimento reali in funzione del periodo di detenzione dei dipinti.

Tabella 4.11 I tassi di rendimento reali sui dipinti: valori medi e variabilità in funzione della durata del periodo di possesso, 1635-1987.

Periodo di possesso (in anni)	Numero di transizioni	Tasso di rendimento (%)				Deviazione standard
		Medio	Mediano	Min.	Max.	
20-39	493	1,7	2,1	-19	26	6,3
40-59	286	1,1	1,3	-12	13	5
60-79	165	1,1	1,4	-9	12	4,4
80-99	121	1,9	1,9	-5	8	2,8
100-119	66	1,7	2	-3	6	2,4
120-139	28	2,2	2,6	-1	5	1,6
140-159	15	1,8	2,2	-2	4	1,9
160-179	19	1,1	0,8	0	4	1,3
180-199	2	-	1,5	1	2	-
200-219	2	-	2	1	3	-
265	1	-	-	2	2	-
Media	1198	1,5	1,8	-19	26	5

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

In generale si osserva come gli investitori che hanno ottenuto forti guadagni o forti perdite abbiano posseduto le opere per un periodo relativamente breve. Ad esempio, chi ha posseduto un'opera per un periodo compreso tra i 20 e i 39 anni ha ottenuto un rendimento compreso tra il -19 e il +26 percento, con una deviazione standard del 6,3%. In linea di massima si osserva come l'intervallo di variazione dei tassi di rendimento si restringe all'aumentare della durata del periodo di possesso, 3e tende a un valore pari a circa il 2% annuo (Frey e Pommerehne, 1991).

Gli autori affermano come investire in dipinti (venduti all'asta) per il periodo compreso tra il 1635 e il 1987, non abbia rappresentato un buon investimento da un punto di vista economico: il tasso di ritorno reale risulta essere inferiore a quello che si sarebbe potuto ottenere dalle attività finanziarie. Inoltre non bisogna dimenticare l'alto tasso di rischio: 5,0 per i beni artistici, 1,7 per le attività finanziarie. Il minor tasso di ritorno sulle opere d'arte non può essere attribuito a un minor premio per il fattore rischio.

In conclusione, le opere vendute all'asta non risultano essere un investimento

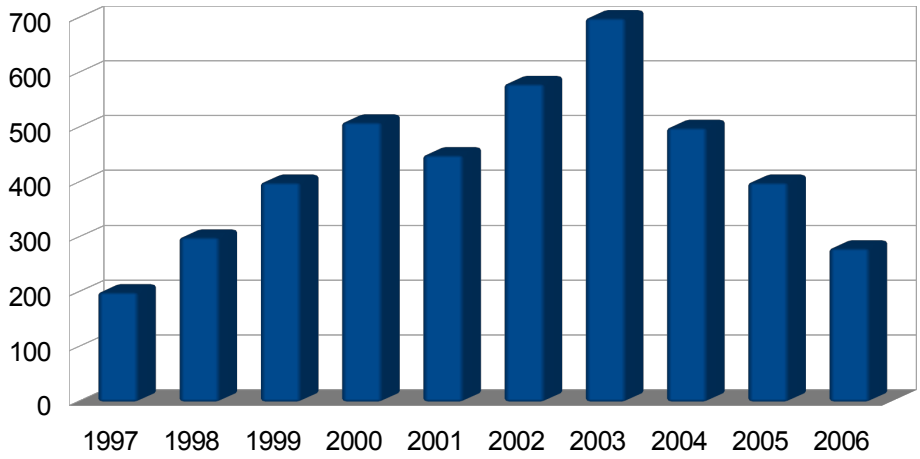
particolarmente redditizio da un punto di vista meramente economico. Un ruolo determinante deve allora essere svolto da tutti quegli elementi di godimento estetico e prestigio sociale che il consumatore può trarre dall'acquisto di tali beni. Ma, sottolineano gli autori, si notano delle discrepanze se si vanno ad analizzare i rendimenti nei periodi precedenti e successivi alla guerra: si sostiene spesso come il mercato dell'arte abbia subito delle mutazioni a partire dalla fine della Seconda Guerra Mondiale, soprattutto in seguito all'entrata nel mercato di nuove figure di collezionisti ben distanti da quelle dei periodi precedenti. Il periodo in esame è stato quindi suddiviso in due sottoperiodi: il primo che comprende acquisti e vendite precedenti al 1950 (1635-1949) e il secondo (1950-1987), riguardante le vendite successive.

4.1.7.1 Il rendimento nel periodo 1635-1949

Per il periodo che si estende fino alla Seconda Guerra Mondiale, il tasso di ritorno reale sulle opere d'arte fu in media dell'1,4% annuo (con un valore mediano dell'1,7%), mentre il tasso di interesse (nominale) dei Titoli di Stato per lo stesso periodo fu circa del 3,3% (avendo già tenuto conto del tasso di inflazione pari allo 0,4%). Il costo-oppurtunità di investire nei beni artistici piuttosto che in attività finanziarie fu dell'1,9% annuo.

È possibile operando nel mercato dell'arte ottenere in modo sistematico dei profitti superiori alla media? Prima di tutto bisogna considerare come le quotazioni dei dipinti siano in parte soggetti alle mode, elemento difficilmente prevedibile. Pittori che nel tempo hanno conosciuto momenti di fama alterni sono ad esempio Jan Vermeer, Joseph Turner e El Greco. L'andamento, ad esempio, delle opere di Turner, è quanto mai significativo. Nel 1980 fu venduta da Parke-Bernet's a New York l'opera *Juliet and her Nurse*, per 6,4 milioni di dollari, e nel 1984 *Seascape: Folkstone* raggiunse da Sotheby's a Londra i 9,8 milioni di dollari. Ma negli ultimi anni le sue quotazioni hanno subito un andamento altalenante, come riportato in Figura 4.3.

Figura 4.3 Andamento delle quotazioni di Turner, 1996-2006.



Fonte: Balzani E.,Quanto valgono i grandi vedutisti della Laguna. *Investire*, n. 080, maggio 2007.

Questo, ovviamente, non è un caso isolato; pittori del calibro di Jacques Louis David, Jean Dominique Ingres, Dante Gabriel Rossetti, Sir John Everett Millais hanno subito l'influenza delle mode.

4.1.7.2 Il rendimento nel periodo 1950-1987

Nel periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale, il tasso di ritorno reale sui dipinti (acquistati sia prima che dopo il 1950) risultava essere dell'1,7%, mentre quello azionario poteva vantare un rendimento nominale del 7,5% annuo. Ma in questo periodo bisogna considerare l'elevato tasso di inflazione, che raggiunse un valore medio del 5,1%; il rendimento reale delle attività finanziarie risultò essere del 2,4% annuo. Il costo-oppurtunità di investire in termini reali, spiegano gli autori, fu dello 0,7%, decisamente inferiore rispetto a quello del periodo precedente.

Frey e Pommerehne sostengono come, con ogni probabilità, il motivo principale per cui investire in opere d'arte sia diventato relativamente più conveniente non

sia da ricercare in un aumento del loro tasso di ritorno reale (ha subito effettivamente un aumento modesto, dall'1,4 all'1,7%). La ragione fondamentale dell'attrattiva di questo segmento del mercato è da ricercare piuttosto nell'aumento del tasso di inflazione (passato da un valore medio dello 0,5 per cento annuo per il periodo precedente al 1950 a oltre il 5% per il periodo successivo), a cui non si è accompagnato un corrispondente aumento del tasso di interesse nominale a lungo termine sulle attività finanziarie, con il risultato che questo tipo di investimento è divenuto meno attraente agli occhi degli investitori (il tasso di rendimento reale sulle attività finanziarie è infatti diminuito dal 3,3% al 2,4% annuo)[211].

4.1.7.3 Le differenze tra i due periodi

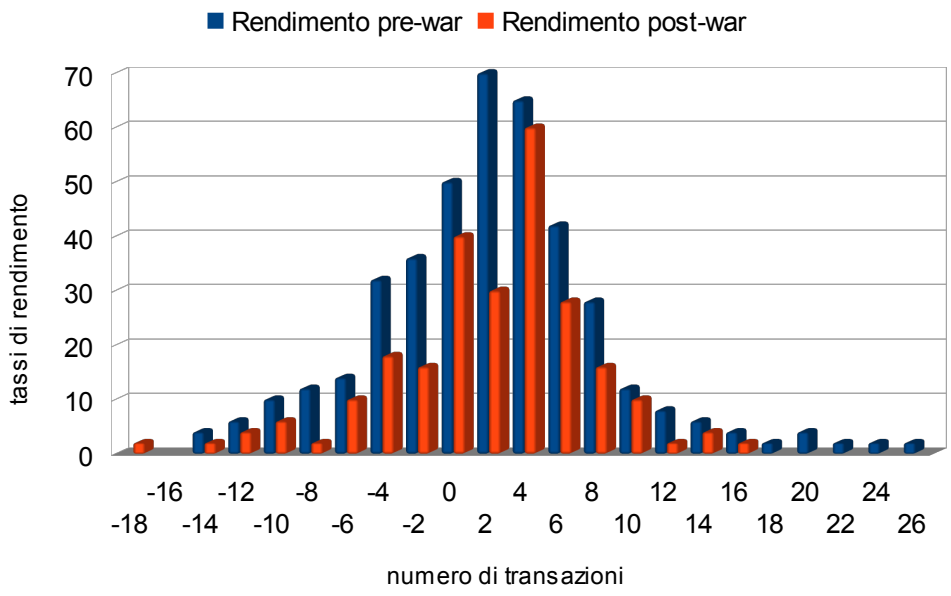
Nella figura 4.4 vengono poste a confronto le distribuzioni dei tassi di ritorno reali dei due periodi.

Con il colore blu viene indicato il rendimento ottenuto nel primo periodo, precedente alla guerra, con il rosso quello successivo. Si nota come proprio in questo secondo periodo la profittabilità degli investimenti in dipinti non sia mutata in modo significativo rispetto al periodo precedente (Frey e Pommerehne, 1991).

Nella Tabella 4.12 si trovano i dati riguardanti i tassi di rendimento reali per i due dipinti; nel periodo successivo alla Seconda Guerra Mondiale la situazione sembra decisamente migliorata sotto il profilo economico: è stato registrato un lieve aumento del tasso di rendimento reale (uguale allo 0,3%), e una diminuzione della deviazione standard. Tuttavia, i maggiori guadagni risultano essere inferiori rispetto a quelli del periodo precedente, e le perdite maggiori furono superiori; questo è stato compensato dall'aumento della quota della transazioni che hanno fornito un tasso di ritorno positivo (un 56 contro un 59 per cento).

[211] Frey B. e Pommerehne W., *Muse e Mercati. Indagine sull'economia dell'arte*. op. cit. p. 192.

Figura 4.4 Tassi di rendimento reali (in percentuale su base annua)



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

Tabella 4.12 I tassi di rendimento reali sui dipinti per i periodi precedente e successivo al 1950

Vendite e acquisti effettuate tra il	Numero di transizioni	Tasso di rendimento reale (in percentuale su base annua)							Deviazione standard
		Medio	Mediano	Positivo	Nullo	Negativo	Min	Max	
1635 e il 1949	783	1,4	1,6	59	9	32	-15	26	5,3
		(N=463)		(N=73)		(N=247)			
1950 e il 1987	415	1,7	2	63	10	27	-19	16	4,7
		(N=261)		(N=40)		(N=114)			

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

Questi risultati confermano, scrivono Frey e Pommerehne,come sia privo di senso sostenere che si sia verificato di recente un consistente aumento della profittabilità degli investimenti in dipinti rispetto al trend di lungo periodo; il tasso di rendimento reale dell'1,7% annuo, infatti, è solo di poco superiore a quello del periodo precedente (mentre il rischio non è sostanzialmente diminuito), ma è ancora sensibilmente inferiore a quello che è possibile ottenere investendo il

proprio denaro in attività finanziarie (Frey e Pommerehne, 1991).

Secondo lo studio dei due autori, per concludere, il tasso di ritorno reale dei dipinti è sempre stato inferiore a quello delle attività finanziarie, al contrario del rischio che ha raggiunto livelli superiori. Ma nonostante ciò, i dipinti non garantiscono solo un ritorno di tipo finanziario, ma portano beneficio di altro tipo, di tipo soggettivo, che derivano dal godimento dell'opera in sé. Il rendimento complessivo che si ottiene da un investimento in opere d'arte è composto quindi non solo dalla parte economica, ma anche da una soggettiva; se volessimo "aggiungere" questo nuovo valore, proprio di ogni bene artistico, allora il rendimento totale eguaglierebbe quello delle attività finanziarie (che per ipotesi non contengono nessuna componente soggettiva). Anche se l'investimento in arte non si rivela così attraente come a una prima vista, esistono numerose ragioni che possono indurre un individuo a preferire questo tipo di bene rispetto ai classici investimenti finanziari. Se il piacere che egli trae da un'opera d'arte è sufficientemente elevato, questo nuovo tipo di investimento risulta più che comprensibile.

4.2 L'interesse economico verso le opere d'arte

Il fatto che il mercato sia cresciuto fortemente negli ultimi venti anni sottolinea come l'arte abbia acquistato un notevole potere di attrattiva nei confronti dei collezionisti. L'apertura di gallerie in tutto il mondo, il fiorire ovunque di fiere e biennali, il proliferare delle vendite non si spiegherebbe se alla base non ci fosse un forte interesse economico e commerciale. L'opera d'arte, del resto, è un bene completamente diverso da tutte le altre forme di investimento, e come si è visto nel primo capitolo, risulta difficile individuare i fattori che ne determinano il prezzo. Come scrive Fabrizio Lemme, "*che si voglia o no, l'arte, oltre ad essere un prodotto dello spirito, quando si esprime in un oggetto materiale che può costituire oggetto di scambio, è merce*"[212]. Esiste tuttavia una norma che nega al

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

bene artistico questa qualità: è un articolo di legge, l'art. 1, terzo comma della legge n. 84 del 1990, inserito in un testo normativo dedicato alla precatalogazione del patrimonio artistico italiano; la norma recita: «*I beni artistici, in quanto elementi di identificazione della cultura nazionale, non costituiscono merce*»[213]. Nonostante ciò, si vedrà nei prossimi paragrafi come l'arte venga considerata a tutti gli effetti una pura merce di scambio: l'arte, e soprattutto quella contemporanea, ormai è una merce alla stregua di tante altre, e l'artista stesso è diventato anch'esso una merce, non più giudicato per il messaggio che intende trasmettere, ma per la sua capacità di generare soldi e mercato. L'arte è da sempre inserita in un mercato fatto di committenti e denaro, e nonostante possa sembrare "denigratorio" relegarla a mero oggetto di scambio, non si può escluderne questa particolarizzazione.

Il profilo del potenziale collezionista di opere d'arte contemporanea, come scrive Alessia Zorloni[214], è rappresentato da un individuo la cui classe sociale di provenienza generalmente appartiene al mondo dell'imprenditoria o dell'alta finanza, con un livello di reddito e patrimoni molto elevati, con un grado di istruzione tendenzialmente medio-alto e con interessi e atteggiamenti rivolti al consumo culturale. In tale ottica si può pensare di identificare gli altri beni di lusso che possono entrare in "competizione", sul piano dei desideri, con le opere d'arte; ad esempio le automobili di lusso, i luxury yatch, i jet privati, gioielli e orologi pregiati. Il mercato dell'arte, scrive sempre la Zorloni, si trova all'apice di questa piramide del lusso, occupando una posizione preminente[215]. Questi prodotti, ovviamente, si rivolgono ad una clientela molto facoltosa: sono i cosiddetti "*high net worth individuals*" (HNWI), con risorse finanziarie superiori al milione di dollari.

I patrimoni di costoro, come anche il loro stesso numero, sono cresciuti negli ultimi anni, nonostante alcune oscillazioni negative dell'economia: questo potrebbe essere un segnale positivo di come, seppur in modo disomogeneo, la ripresa economica globale sia in atto.

[213] Lemme F., *I fondi di investimento in opere d'arte: presupposti economici, tipologia, prospettiva*. In Riscossa G. (a cura di), *Il mercato dell'arte. Aspetti pubblici e privati.* op. cit. p. 67.
[214] Zorloni A, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit.
[215] *Ibidem,* p. 152.

Per stimare e valutare le potenzialità del mercato dell'arte, risulta di grande importanza analizzare l'evoluzione degli HNWI in termini di numero e di ricchezza complessiva; il mercato delle opere d'arte, all'interno di una determinata area geografica, dipende dalle dimensioni del patrimonio degli individui. Quindi, più alto è il numero e il livello medio di ricchezza di questo segmento, tanto maggiori saranno le potenzialità in termini di mercato di quella determinata area geografica.

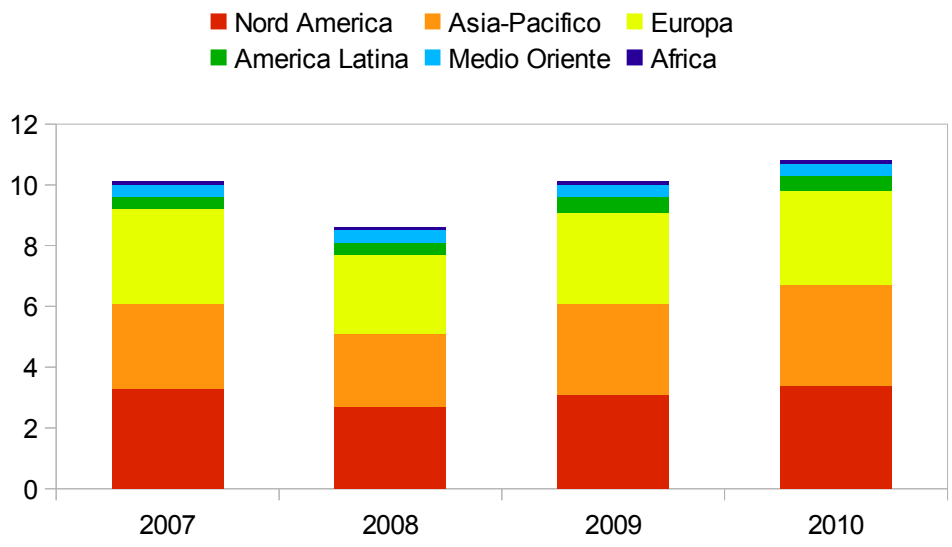
Secondo il World Wealth Report 2011, in cui confluiscono le analisi condotte da Merril Lynch Global Wealth Management insieme a Capgemini, nel tentativo di indagare il potenziale mercato dei beni di lusso, hanno condotto a risultati decisamente interessanti. Secondo questo report, il numero di persone al mondo con un patrimonio finanziario di almeno un milione di dollari è aumentato nel 2010, superando i massimi livelli raggiunti nel 2007. Nella figura 4.5 vengono illustrati il numero di HNWI per area geografica (periodo 2007-2010), e nella figura 4.6 la distribuzione della ricchezza mondiale per area geografica.

A livello geografico, la popolazione ricca continua ad essere concentrata negli Stati Uniti, nel Giappone e nella Germania, che da sole ricoprono il 53% di tale categoria; questa concentrazione è tuttavia destinata a diminuire, soprattutto a causa della continua e rapida crescita dei paesi emergenti. L'Asia è infatti diventata il secondo continente più ricco al mondo, superando in modo definitivo l'Europa; a guidare le regioni asiatiche è la Cina, che si mette al quarto posto nella classifica mondiale della ricchezza: questo spiega perchè questo Stato sia attualmente il primo mercato dell'arte al mondo per volume di affari[216].

Dal 2009 al 2010 i paesi che hanno avuto una crescita maggiore sono l'India (20,8%), la Cina (12%) e l'Australia (11,1%). Per quanto riguarda il nostro paese, il numero di individui facoltosi ha subito un calo del 4,7% nel 2010, perdendo una posizione nella classifica mondiale (dal nono al decimo posto). Questo è in parte causato dalla moderata crescita del PIL (solo un +1,3%, ben al di sotto della media europea).

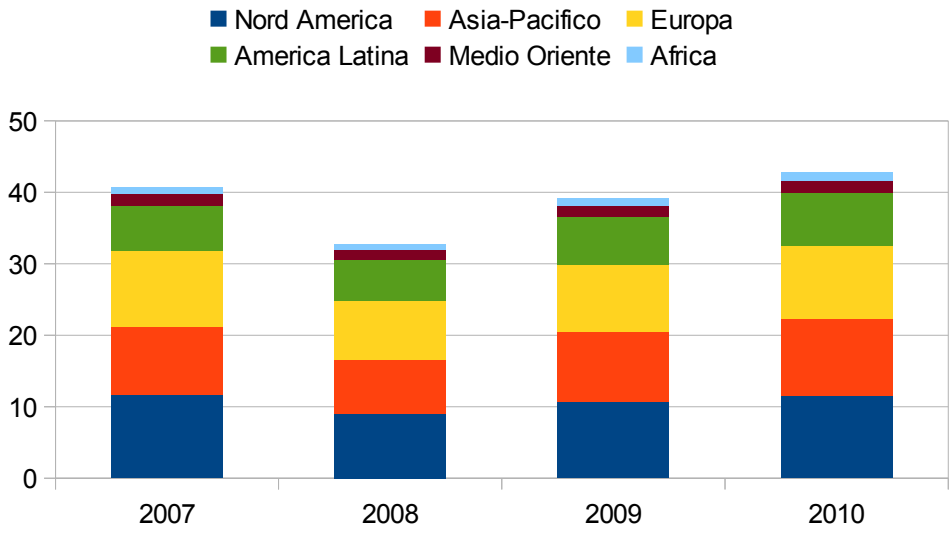
[216] Fonte: Artprice, *Tendenze del mercato dell'arte del 2010*, www.artprice.com.

Figura 4.5 Numero di HNWI per area geografica, 2007-2010



Fonte: Capgemini e Merril Linch, *2011 World Wealth Report*, Merril Lynch Global Wealth Management e Capgemini, New York.

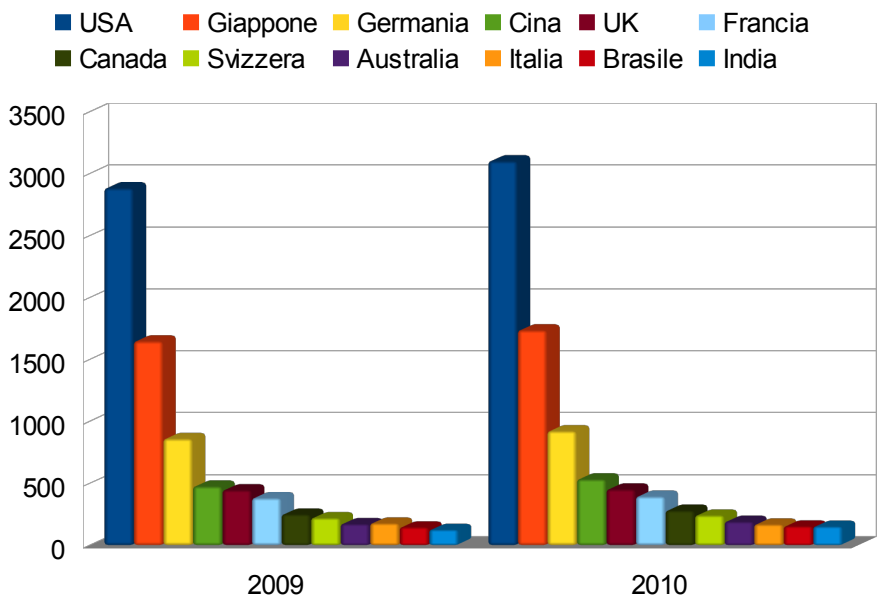
Figura 4.6 Distribuzione della ricchezza per area geografica, 2007-2010.



Fonte: Capgemini e Merril Linch, *2011 World Wealth Report*, Merril Lynch Global Wealth Management e Capgemini, New York.

La figura 4.7 permette di osservare il tasso di crescita del numero degli HNWI.

Figura 4.7 Numero di HNWI per paese, 2010



Fonte: Capgemini e Merril Linch, *2011 World Wealth Report*, Merril Lynch Global Wealth Management e Capgemini, New York.

Nel paragrafo 4.6 si vedrà come il fattore della ricchezza dei singoli paesi abbia una fortissima influenza nel mercato dell'arte, e come gli individui HNWI giochino un ruolo importante nei fondi di investimento in arte. Come ha sottolineato lo studio di Goetzmann (1993) e come sottolinea Clare McAndrew, l'arte è un bene di lusso caratterizzato da un'alta elasticità della domanda: la crescita dei beni artistici è proporzionale alla crescita del reddito degli individui[217]. Le opere d'arte vengono definite dalla McAndrew come dei beni posizionali[218]: sono beni rari e unici da creare una distinzione sociale.[219] Sebbene tutti i beni siano soggetti a una diminuzione dei prezzi al crescere dell'offerta, le opere d'arte si comportano in modo opposto; l'elasticità connessa all'acquisto di tali beni può essere allora espressa dalla formula:

[217] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*. op. cit.
[218] Per beni posizionali si intendono quei beni consumati per la posizione relativa che il loro consumo consente di occupare all'interno della scala sociale. Cfr, Bruni L., *Note sul consumo della felicità*. In Umanità nuova, n. 38, 2010.
[219] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*. op. cit. p. 17.

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

dove Q è la quantità di opere d'arte richiesta e W la ricchezza. Michael Bryan[220] ha trovato come il valore della "*real economic growth elasticity*" per le opere d'arte si aggiri intorno all'1,35: ulteriore prova che le opere d'arte sono un bene di lusso.
Quest'effetto ha delle ricadute sia a livello micro che a livello macro. Al livello micro riguarda appunto l'aumento della richiesta di tali beni da parte dei singoli individui al crescere del loro reddito; a livello macro, comporta ugualmente un aumento della domanda, ma questa volta da parte dello Stato in questione: la ricchezza interna è collegata all'aumento di investimenti nel settore artistico. La bolla speculativa che ha colpito il Giappone negli anni ottanta è stata accompagnata da una loro più forte presenza nel mercato artistico. E allo stesso tempo, più recentemente, si è visto l'aumentare la domanda nel settore artistico dei paesi emergenti quali la Cina, l'India e la Russia[221].

4.2.1 I nuovi collezionisti e la nascita delle *corporate collections*

Si è visto nel primo capitolo come il collezionista d'arte sia un privato che svolge un'attività di raccolta di opere per soddisfare motivi diversi: passione, interesse culturale, godimento estetico, prestigio personale, investimento economico e altri elementi profondi che attengono alla sfera psicologica.
I collezionisti di arte contemporanea, più nello specifico, vengono normalmente distinti sulla base dell'incidenza sul mercato dell'arte, in due categorie: quella dei piccoli e medi collezionisti e quella dei grandi collezionisti[222]. Nel primo gruppo sono compresi tutti quei collezionisti che acquistano opere per importi relativamente limitati, e possono essere suddivisi a loro volta, come scrive sempre la Zorloni, in conservatori e collezionisti d'avanguardia. I primi sono coloro che comprano artisti noti e dalle quotazioni abbastanza stabili, mentre gli altri sono

[220] Bryan M. F., Beauty and the Bulls: the investment Characteristics of paintings. *Economic Review*, Federal Reserve bank of Cleveland, 1985. p. 4.
[221] *Ibidem*, p. 21.
[222] Zorloni A,, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. pp.163-164

maggiormente disposti a rischiare puntando su artisti emergenti, giovani o addirittura sconosciuti: il loro interesse per l'arte viene quindi visto come stile di vita caratterizzato da ambizioni culturali alla moda[223].

La seconda grande categoria è quella dei grandi collezionisti; solitamente sono persone molto facoltose che curano la loro collezione per amore dell'arte o per aumentare la propria immagine; nell'estate 2011 la rivista americana ARTnews[224] ha pubblicato un articolo riguardante i duecento collezionisti più prestigiosi al mondo, indicando anche i primi dieci più attivi sul mercato internazionale (è interessante notare come nove su dieci siano presenti nella lista dei cento miliardari pubblicata da Forbes[225]).

Alcuni dei collezionisti più potenti riescono anche a condizionare il mercato, favorendo alle volte l'affermazione di qualche artista emergente tramite acquisti consistenti (si pensi all'importanza che può acquisire un artista sconosciuto dopo che Pinault ne ha acquistato delle opere). Ma soprattutto i collezionisti guidano il lato dell'offerta: sebbene ci siano opere caratterizzate da un'elevata domanda, ci sarà sempre un numero finito di beni a disposizione nel mercato, soprattutto se sono state create da artisti oramai deceduti. Ed è proprio quest' "offerta fissa" a causare l'aumento vertiginoso dei prezzi[226].

I collezionisti di arte contemporanea possono anche essere suddivisi in base alle loro motivazioni di consumo; troviamo innanzitutto coloro che acquistano per pura passione: il rendimento che può comportare la detenzione di un'opera d'arte non è che un pensiero marginale, poiché la loro attenzione è focalizzata sul semplice godimento estetico.

Ma poi ci sono anche quei collezionisti che acquistano tali beni come dimostrazione del proprio *status symbol* o come possibile investimento.

Tra coloro che decidono di investire ingenti somme di denaro nell'acquisto di opere d'arte (Principalmente arte contemporanea) si collocano anche le imprese e le fondazioni bancarie.

---

[223] Zorloni A,, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 164.
[224] Www.artnews.com
[225] Www.forbes.com
[226] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*. op. cit. p. 19.

Tabella 4.13 I dieci collezionisti più attivi sul mercato internazionale

1	Héléne e Bernard Arnoult (Parigi) Settore: beni di lusso (LVMH) Interessi: arte contemporanea
2	Debra e Leon Black (New York) Settore: finanziario Interessi: Old Masters; Impressionisti; scultura cinese; arte contemporanea; arte moderna.
3	Edyte L. e Eli Broad (Los Angeles) Settore: immobiliare e finanziario Interessi: arte contemporanea
4	Halit Cingillioglu (Istanbul) Settore: finanziario Interessi: Arte moderna e contemporanea, Impressionisti
5	Alexandra e Steven A. Cohen (Greenwich) Settore: finanziario Interessi: Arte moderna e contemporanea, Impressionisti
6	Laurence Graff (Gstaad) Settore: goielli Interessi: Arte moderna e contemporanea, Impressionisti
7	Philip S. Niarchos (Londra-Parigi-Saint Moritz) Settore: trasporti e finanza Interessi: Old Masters, Arte moderna e contemporanea, Impressionisti
8	Françoise Pinault (Parigi) Settore: beni di lusso (PPR) e casa d'asta (Chriestie's) Interessi: Arte contemporanea
9	Emily e Mitchell Rales (New York) Settore: manifatturiero Interessi: Arte moderna e contemporanea
10	Sheikh Abdullah Bin Mohammed Bin Saud Al Thani (Londra-Doha) Settore: immobiliare e finanziario Interessi: Arte moderna e contemporanea; Old Masters; Arte islamica; architettura.

Fonte: ARTnews, agosto 2011, www.artnews.com

L'International Art Alliance di Largo, in Florida, pubblica periodicamente il *Directory of Corporate Art Collection*, un annuario delle collezioni d'arte aziendali; secondo quanto viene qui riportato, alla metà degli anni Ottanta (quindi nel momento il cui il collezionismo aziendale raggiunse il suo massimo splendore) negli Stati Uniti circa cinquecento società avevano avviato una propria collezione d'arte contemporanea; le aziende analizzate erano distribuite su tutto il territorio nazionale e in ogni settore dell'economia: da quelli affini all'arte, come

l'editoria, ai laboratori chimici, alle compagnie aeree o alle società ferroviarie[227]. L'ingresso delle *corporate art collections* nel sistema dell'arte ha contribuito ad allargare l'interesse nei confronti dell'arte contemporanea, legittimando in modo ancora più esplicito l'intreccio funzionale dei valori simbolici dell'arte con le più concrete e produttive strutture economiche e finanziarie[228].

L'arte allora può svolgere delle funzioni di prestigio non solo per i singoli individui, ma per le aziende stesse, in seguito a una ponderata strategia d'immagine. Le più grandi collezioni al di stampo aziendale fanno parte di imprese del calibro della Chase Manhattan Bank, Philipp Morris, Microsoft Art Collection, Chemical Bank, AT&T, l'editrice Playboy, la Ciba-Geigy e un altro grande numero di banche. In Francia nel 1984 è stata fondata da Dominique Perrin la Fondazione Cartier (fondation.cartier.com) con il dichiarato obiettivo di promuovere l'arte contemporanea in tutte le sue forme ed espressioni mediante diverse attività (mostre, collezioni, nuove acquisizioni, libri), tra cui la biennale parigina Mois de la Photo[229]. Ma anche altre aziende hanno deciso di affiancare la loro immagine a quella dell'arte contemporanea: Deutsche Bank e Beck's sponsorizzano mostre ed eventi culturali, UBS patrocina Art Basel, Champagne Laurent-Perrier sostiene manifestazioni internazionali di rilievo (non ultima l'inaugurazione del Museo Punta della Dogana a Venezia).

Quindi sebbene il collezionismo aziendale sia spesso legato all'interesse personale dell'imprenditore, negli ultimi anni ha assunto le vesti di un elemento di forte impatto per aumentare l'immagine dell'impresa stessa; questo, ovviamente, senza tralasciare l'elemento patrimoniale, in quanto la collezione costituita può sempre essere vista come un ulteriore investimento dal punto di vista finanziario[230].

Quali possono essere i motivi che guidano la creazione di una *corporate collection*? Alla base dei risultati di una recente ricerca realizzata da The Boston

---

[227] Zorloni A,, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 168.

[228] *Ibidem*, p. 168.

[229] "*Aiutando una grande varietà di artisti a inventare, creare ed esporre, la Fondazione promuove l'arte contemporanea per la sua possibilità di dar voce alle inquietudini del mondo moderna e opera perchè quest'arte possa essere accessibile a un più vasto pubblico*". (http://www.cartier.it/la-storia/notizie-eventi/fondation-cartier-pour-lart-contemporain/a-proposito-della-fondation-cartier#/la-storia/notizie-eventi:/la-storia/notizie-eventi/fondation-cartier-pour-lart-contemporain/a-proposito-della-fondation-cartier)

[230] Zorloni A, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 169.

Consulting Group (2011)[231] sui principali istituti bancari, si potrebbe affermare che le più ricorrenti sono tre: comunicare i valori aziendali (sul sito della banca J. P. Morgan si legge "*i valori intrinseci che attraverso la collezione il gruppo intende comunicare sono: individualità, originalità, diversità e innovazione*") favorire processi di apprendimento interno ("*il concetto che guida la collezioni di Deutsche Bank è l'Art at Work: l'arte che vive nei luoghi di lavoro e nasce con l'intento di creare un rapporto quotidiano tra i collaboratori della banca*" -Deutsche Bank-) e creare ambienti confortevoli ("*an ABM AMRO's art collection is intended primarly to adorn its employees' working enviroment, most works are displayed in the bank's major offices..*" -ABN AMRO-)[232]. In particolare le collezioni sono utilizzate per attività d'apprendimento interno e come strumento di comunicazione sia interna che esterna[233].

4.2.2 Il lato della domanda mirato all'investimento

La domanda "speculativa", in questo caso intesta come il lato della domanda teso all'investimento, nasce da tutti quei soggetti come le banche, le *corporate art collections* e i fondi pensionistici che in questi ultimi anni hanno deciso di legare la propria immagine a quella dell'arte e con l'intenzione di ottenere delle rivalutazioni del capitale investito. In base ai criteri perseguiti è importante fare una distinzione tra colui che viene definito investitore rispetto al semplice speculatore.

L'investitore ha come obiettivo quello di diversificare il suo portafoglio (e quindi anche il suo patrimonio) e considera il bene artistico come un bene rifugio; agisce solitamente in un'ottica di medio-lungo periodo, acquistando le opere solo quando il mercato dell'artista è già formato (quindi nel momento in cui la domanda è

[231] The Boston Consoulting Group, Federico Lalatta Costerbosa, "Quale potenziale per le Fondazioni e gli Istituti di Credito dai prestiti di opere d'arte?". *Atti del convegno Valorizzazione del Patrimonio Artistico delle istituzioni finanziarie*, Fondazione Pinacoteca Giovanni e Marella Agnelli, Torino, 14 aprile 2011. Ulteriori informazioni sono state tratte da http://www.arteconomy24.ilsole24ore.com/news/2011/04/09/25_B_PRN.php , http://www.arcadja.com/artmagazine/it/2011/04/06/valorizzazione-del-patrimonio-artistico-delle-istituzioni-finanziarie-opportunita-e-problematiche-dellattivita-di-prestito/ .

[232] The Boston Consoulting Group, Federico Lalatta Costerbosa, "Quale potenziale per le Fondazioni e gli Istituti di Credito dai prestiti di opere d'arte?" op. cit.

[233] Zorloni A, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p.171.

sostenuta da accertamenti sicuri sulla base dei dati ottenuti dalle aste internazionali). Per compiere le scelte giuste, spesso si fa guidare da un Art Advisor.

Lo speculatore, invece, tende ad agire in un'ottica di breve periodo: acquista nel momento in cui il mercato di un artista si deve ancora formare; e se il trend dell'artista acquistato non dovesse salire, tende a disfarsi velocemente delle opere. A differenza degli altri *buyers*, lo speculatore ha come scopo quello di trovare un impiego finanziario che gli possa garantire il rendimento più elevato: punterà maggiormente su quelle opere caratterizzate dal più rapido rialzo delle quotazioni. Egli acquista, in poche parole, per "fare l'affare": sarà particolarmente sensibile all'aumento dei prezzi, al rischio finanziario e a tutti quegli altri rischi che potrebbero insorgere (ad esempio una possibile falsificazione)[234]. In realtà in questo brevissimo elenco dei protagonisti della domanda "speculativa" potrebbero essere citati anche gli investitori in *art funds:* alcuni di questi, infatti, per ottimizzare il proprio portafoglio finanziario affidano la gestione del loro patrimonio a gestori esperti, con l'unico obiettivo di aumentare le proprie ricchezze. Ma di questo ne parleremo in un altro paragrafo.

Le principali determinanti della domanda "speculativa" sono una funzione dell'andamento dei rendimenti sui mercati finanziari, della disponibilità di liquidità per fortune fatte altrove (per esempio nel campo immobiliare o borsistico) e della presenza di strutture di mercato aggreganti la domanda e l'offerta, come le case d'asta[235]. I vantaggi che si possono ottenere da questo tipo di investimento, scrive sempre la Zorloni, possono essere ricondotti principalmente a quattro motivazioni. La prima è la *diversificazione*: l'investitore che mira ad ottenere un buon tasso di ritorno dai propri risparmi deve diversificare i propri investimenti, valutandone la redditività nel lungo periodo senza compiere operazioni affrettate. Poi c'è l'elemento della *redditività*: si è visto nei paragrafi precedenti come le analisi svolte sulla domanda per le opere d'arte si siano concentrate in particolar modo sull'andamento dei valori economici dei beni stessi, rilevati tramite i prezzi di aggiudicazione delle aste. L'analisi delle variazioni dei prezzi ha spinto gli economisti ad ipotizzare un andamento parallelo

[234] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*. op. cit. p. 24.
[235] Zorloni A,, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p.181.

tra il mercato dell'arte contemporanea e il mercato borsistico, anche nel tentativo di valutare e misurare il grado di fungibilità tra investimento in opere d'arte e investimento in titoli azionari (Trimarchi, 2004). Al terzo posto si trova la *fiscalità*: in alcuni paesi chi acquista in opere d'arte può godere di alcune agevolazioni fiscali rispetto a chi investe invece nei più tradizionali settori dell'immobiliare e finanziario. Il principale vantaggio per i privati che desiderano investire in opere d'arte e che vivono in paesi che non pongono tassazioni, è quello di non pagare tasse sul Capital Gain in caso di plusvalenza dalla compravendita di opere d'arte; inoltre, sulle opere d'arte non vengono mai applicate le tasse di successione, nemmeno se il capitale ereditato supera la soglia di non tassabilità[236]. Inoltre, dal 1996 un libero professionista può dedurre l'1% dell'acquisto come spesa di rappresentanza; ciò significa che un'impresa può detrarre come costi di produzione le spese per quadri se li colloca in un locale di rappresentanza[237]. Ultimo elemento è la *fruibilità*: l'arte più di ogni altra forma di investimento garantisce una fruizione estetica al possessore dell'opera.
Acquistare un'opera d'arte come bene di consumo o come investimento dipende esclusivamente dalle preferenze dell'acquirente e dai suoi intenti finanziari. Ad ogni modo, sottolinea la McAndrew, nessuna delle due posizioni estreme può portare esclusivamente vantaggi. L'elemento della liquidità nel mercato dell'arte è troppo bassa da permettere le tattiche dei comuni investitori certi di trarne un profitto; inoltre, anche i collezionisti più appassionati sarebbero degli imprudenti se non tenessero conto delle implicazioni finanziarie del loro investimento[238].

4.2.3 Come si valuta l'investimento in arte?

Gli studi compiuti nell'ambito dell'economia dell'arte hanno posto l'accento sull'individuazione di due tipi di rendimenti che si ottengono quando si sceglie di acquistare delle opere d'arte[239]. Il rendimento finanziario viene misurato tramite il cambio del valore della moneta; il "rendimento fisico", come viene definito da

[236] Informazioni tratte dal sito www.artantide.com .
[237] A questo proposito si vedano il sito www.artantide.com e Zorloni A,, *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p.182.
[238] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*. op. cit. p. 24.
[239] Frey B. S., *Arts & Economics. Analysis & Cultural Policy.* Berlino, Springer-Verlag, 2000. p. 165.

Frey, o meglio il dividendo estetico, viene misurato indirettamente dalla differenza tra il rendimento finanziario dell'opera d'arte, e il rendimento ottenuto da altri segmenti più strettamente finanziari, come le azioni o i titoli di stato. Questo approccio si basa sull'assunto che gli attori siano razionali, che il mercato sia in una situazione di equilibrio, e che i diversi rischi siano tra loro paragonabili (Frey, 2000).

L'evoluzione interna e la crescita della domanda esterna nel mercato dell'arte hanno portato alla conclusione che, per la prima volta, l'arte ha iniziato ad essere accuratamente esaminata per il suo valore come un bene finanziario. E come tutte le altre forme di investimento, uno dei punti di partenza nell'analisi dell'arte come "nuova" forma di investimento è la valutazione del rendimento finanziario nel tempo. Si è visto come nella maggior parte degli studi analizzati nel paragrafo primo abbiano sottolineato la presenza del valore estetico; ma in questo momento si vogliono considerare solo le implicazioni strettamente finanziarie.

La prima considerazione da fare è che ogni tipo di valutazione del tasso di ritorno per questo segmento del mercato risulta problematica; quando si fa attenzione agli andamenti dei titoli di una società, il rendimento è facilmente osservabile se si analizza come si stanno comportando (in un certo momento) le quote di società comparabili a quella in cui si è deciso di investire. Se invece si vuole studiare l'andamento delle quotazioni di un certo artista, non si ha a disposizione un simile meccanismo di comparazione.

Per comprendere i tratti distintivi che caratterizzano un investimento in arte rispetto a quelli tipici dei segmenti immobiliare (case e terreni) e finanziario (azioni, obbligazioni, titoli di stato), è bene allora individuare le caratteristiche reali e quelle finanziarie.

Le prime fanno riferimento a tutti quegli elementi che si è visto essere tipici e caratterizzanti dei beni artistici: la loro unicità, il tempo che può trascorrere tra le vendite di uno stesso oggetto, la difficoltà di reperimento dei dati. Le caratteristiche finanziarie riguardano i costi di mantenimento, i costi di transizione sul prezzo finale di vendita (l'intermediazione viene pagata di solito un 15% sia dall'acquirente che dal venditore) o il diritto di seguito.

Uno studio interessante riguardo ai benefici che comporta l'investimento in arte è

ad opera di Frey e Eichenberger[240]. I due autori scrivono come i benefici fisici dell'arte possono essere facilmente misurati guardando alle differenze tra il rendimento finanziario di un investimento in arte ed ai rispettivi rendimenti degli *asset* finanziari. Ma questo metodo, scrivono ancora gli autori, non può essere veramente indicativo dei benefici che può comportare l'investimento in arte.
Vengono proposti due approcci più diretti. Il primo viene chiamato "*rental fees for art object*". In questo caso, prendendo in prestito le opere d'arte, i consumatori pagherebbero in proporzione a quanto desiderano avere, anche se per u tempo limitato, l'opera a disposizione. Ovviamente, questo tipo di mercato dell'arte "a prestito" non esiste; ma, si chiedono gli autori, perché questo mercato che rivelerebbe i "puri" benefici fisici dell'arte è assente? Probabilmente, la risposta sta nell'*ownership effect* dei proprietari. Un'opera d'arte garantisce un beneficio maggiore ai proprietari rispetto alla detenzione di altri *asset*. Se questa strada non trova ancora sbocchi applicativi, se ne può intraprendere un'altra, anche questa ancora poco sperimentata. Si tratta di misurare i benefici dell'arte tramite la willingness to pay dei consumatori per vedere le opere nei musei, soprattutto per quei musei ubicati fuori dal centro delle città; i costi sostenuti per visitarli potrebbero essere una misura significativa dei benefici che comportano ai consumatori le opere d'arte (Frey e Eichenberger, 1995).

4.3 I Fondi di Investimento in arte

Si è visto come l'arte non abbia sinora avuto una valutazione univoca sulla reale possibilità di diversificare un portafoglio azionario. Ma l'analisi si è concentrata su quelle figure che utilizzano principalmente le aste per effettuare i loro acquisti, considerandole come un tramite per fare il buon investimento.
Da qualche anno si sono sviluppati i fondi comuni di investimento in arte: individui facoltosi dalle grandi possibilità economiche affidano la gestione (e quindi la diversificazione) del proprio portafoglio azionario ad un gruppo di esperti che investono i loro capitali nel mercato dell'arte.

[240] Frey B. S. e Eichenberger R., On the Rate of return in the art market: Survey and evaluation. In *European Economic Review*, vol. 39. 1995, pp. 528-537.

Esistono vari modi per investire in arte. Se l'acquisto diretto richiede una conoscenza approfondita delle opere e degli artisti (adatto principalmente ai collezionisti "esperti"), gli investitori che ne sono privi possono ricorrere ai fondi di investimento in arte: sono dei fondi simili a quelli tradizionali per modalità e struttura, ma offrono all'investitore la possibilità di diversificare il proprio portafoglio finanziario tramite le opere d'arte[241].

Gli Art Investment Funds rappresentano una nuova strada per coloro che desiderano investire una parte dei propri risparmi. Il funzionamento di tali fondi è simile a quello per gli altri *asset* finanziari, solo che cambia il campo di applicazione: l'acquisto di opere d'arte.

A sottoscrivere questi fondi sono gli HNWI visti nel paragrafo 4.2, ovvero individui che hanno a disposizione ingenti somme di denaro da reinvestire per diversificare il proprio portafoglio. Ed è solo a questi individui dal patrimonio medio-alto che viene proposta questa nuova possibilità di diversificazione, e vengono esclusi coloro che non hanno somme abbastanza elevate. L'arte continua ad essere una bene d'élite. Ma perchè scegliere questo fondo di investimento rispetto a quelli più tradizionali? La principale motivazione è la diversificazione: ogni sottoscrittore può decidere se concentrare le sue quote su un singolo artista e dividerle su diverse correnti, effettuando così una "diversificazione nella diversificazione" e abbassando non di poco il livello di rischio. Inoltre, chi decide di approcciare all'arte in questo modo avrà delle spese minori; quando un singolo individuo decide di acquistare un'opera all'asta, deve sempre calcolare circa un 20% di buyer's premium, mentre se acquista in galleria dovrà considerare una commissione che mediamente si aggira intorno al 30%. A queste percentuali vanno poi aggiunti i costi di trasporto, le assicurazioni, i costi di conservazione. Il fondo, invece, acquistando un gran numero di opere, può ottenere prezzi ridotti sulle commissioni con le case d'asta e con gli altri *dealers*. I costi somigliano a quelli degli hedge found: 2-5% di tasso d'ingresso, più un 2-3% per le commissioni di gestione e un 20% di tasso di performance[242].

---

[241] Signer R. e Baumann D., *Il mercato dell'arte torna a crescere*. In https://infocus.credit-suisse.com/app/article/index.cfm?fuseaction=OpenArticle&aoid=306447&coid=162&lang=IT , 12 maggio 2011.

[242] Pirrelli M., *La corsa ai fondi di investimento in arte*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il Sole 24 Ore, 1 dicembre 2007.

Questi fondi possono essere chiusi, privati o hedge; vengono sottoscritti su richiesta dell'investitore e spesso dislocati in paesi off shore; solitamente non sono vigilati, né dalla Fsa né da altre autorità, ad eccezione, in Italia, del fondo Pinacotheca di Vegagest autorizzato dalla Banca d'Italia (non ancora operativo)[243]. I benchmark di riferimento di questi fondi sono indici come il Mei Moses, Artnet, Art Market Research e Artprice. Ed è proprio grazie ai risultati di questi indici che si dispone di dati utili per analizzare la performance e i benefici derivanti dalla diversificazione.

All'investitore non è richiesta una particolare conoscenza della storia dell'arte o dei movimenti artistici; sono i gestori del fondo, infatti, ad assemblare la collezione. Terminata la collezione e finito il periodo di investimento (il cosiddetto periodo di Lock-in) l'insieme di opere viene rimesso nel mercato per essere vendute secondo modalità precedentemente stabilite. I profitti che ne derivano vengono divisi tra gli investitori che hanno sottoscritto le quote.

Le tipologie di fondi in circolazione sono principalmente due: quelli a lungo termine (dieci anni) con lock up che vanno dai tre ai cinque anni e diversificazione su tutto il periodo della storia dell'arte, e quelli a breve termine (cinque anni) che puntano sul contemporaneo, dove è più facile fare *trading*[244]. Andy Warhol, ad esempio, è ritenuto moneta scambiabile con gran facilità, così come Keith Haring e Roy Lichtenstein, per non parlare degli artisti indiani e cinesi emergenti[245].

In teoria, secondo quanto detto sopra, investire in un *art fund* dovrebbe rappresentare un'attività meno rischiosa e meno onerosa dell'investire "direttamente" in arte; ma, nella pratica, gli esiti di cui si ha notizia certa non sono stati dei migliori. La crisi ha decimato molti di quei fondi lanciati nel mercato dal 2006, negli anni del boom del mercato; tra le vittime il Trading Art Fund lanciato da Chris Carlson e Justin Williams, che potevano vantare della presenza di un consigliore del calibro di Charles Saatchi, è andato in liquidazione alla fine del 2009[246]. Stessa sorte è toccata alla serie di fondi Osian's, in seguito

[243] Pirrelli M., *La corsa ai fondi di investimento in arte*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il Sole 24 Ore, 1 dicembre 2007.
[244] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p.187.
[245] Pirrelli M., *La corsa ai fondi di investimento in arte*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il Sole 24 Ore, 1 dicembre 2007.
[246] Pirrelli M., *L'arte rilancia, i fondi seguono*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il

all'accantonamento di questa scelta da parte degli investitori ai primi sentori della tendenza economica negativa.

Il 2010 ha mostrato un inizio più solido in riferimento a tale segmento: ha visto le sottoscrizioni da parte della Pericca Merchant Bank di New York che ha lanciato il Contemporary Art Fund (fondo di diritto lussemburghese) e di Studio Investimenti Sg di San Marino che ha ottenuto l'approvazione dalla Banca Centrale di San Marino per il Regolamento di Gestione del Fondo Scudo Arte Moderna che investe l'80% in beni artistici e il restante 20% in *asset* finanziari. Nel 2011 è stato lanciato anche in Russia il primo grande fondo d'investimento in arte, Sobranie, quotato per 467 milioni di dollari. Ma la vera rampa di lancio arriva dalla Cina: il pericoloso boom del mercato dell'arte è contagiato dalla presenza di svariati Chinese Art Investment Trusts, moltiplicatisi negli ultimi anni; il governo ha definito obiettivo primario il settore dei beni culturali, e sono sorte così le borse valori dell'arte per investitori cinesi (la Shenzhen Cultural Asset and Equity Exchange)[247].

Segue l'America Latina con Artemundi e Brazilian Golden Art Fund che hanno raccolto poco più di 100 milioni di dollari tra il 2009 e il 2011. Negli Stati Uniti si è recentemente costituita l'Art Investment Council, seconda associazione dopo la nascita nel 2009 di The Art Fund Association[248].

4.4 Arte come bene rifugio o come asset class?

Le opere d'arte sono da sempre patrimonio della cultura dell'umanità; ma nel corso del tempo hanno cambiato la loro funzione. Se inizialmente venivano collezionate e acquistate esclusivamente per la loro funzione estetica e decorativa, negli ultimi anni l'arte è diventata un bene rifugio contro l'inflazione, un bene di lusso in grado di garantire un certo *status symbol* all'acquirente, e anche un *addictive good*, ovvero un bene che può creare una certa dipendenza.

Sole 24 Ore, 23 aprile 2011.

[247] Pirrelli M., *Fotografia degli Art Fund: ecco vince e chi perde*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il Sole 24 Ore, 10 marzo 2012.

[248] "*Se l'opera d'arte diventa oggetto del desiderio del portfolio manager*", 21 gennaio 2012, http://www.arteconomy24.ilsole24ore.com/art/approfondimenti/2012-01-21/opera-diventa-oggetto-desiderio-074552_PRN.php .

Tecnicamente un'opera d'arte può essere definita come un oggetto unico, fatto manualmente con intento decorativo, sotto il diretto controllo dell'artista[249]. Di conseguenza il bene può essere classificato in base al procedimento utilizzato (disegno, scultura, fotografia, pittura, installazione) e dal tipo di tecnica adoperata (acrilico, olio, tempera, pastello, collage ecc..), dal tipo di supporto (tela, cartone, metallo, legno ecc..), dalla dimensione o dalla funzione.
L'opera d'arte è forse in assoluto il bene caratterizzato dal maggior numero di peculiarità. Può essere per prima cosa identificato come un bene durevole, poiché la sua funzione non è limitata nel tempo. Ma può anche essere vista come un bene rifugio, quindi come una prevenzione contro i pericoli dell'inflazione, un bene che salvaguarda il reale potere d'acquisto del denaro investito[250]. Nei molti studi effettuati sull'argomento, alcuni dei quali analizzati nei paragrafi precedenti, si è visto che non sempre l'arte garantisce dei rendimenti alla pari di quelli dei titoli azionari. Ma è anche vero che dagli studi si è visto come raramente tali beni abbiano perso il loro valore nel corso del tempo. Certamente il rischio c'è, come del resto c'è in ogni forma di investimento possibile. Ma l'arte come l'oro, scrive la Zorloni, è un investimento improduttivo utilizzato per attività speculative[251]. Si vedrà nel capitolo 5 come in realtà il mercato dell'arte abbia una bassa correlazione con il mercato azionario, e che i crolli delle quotazioni non vanno di pari passo. L'arte si conferma come un riparo dalle fluttuazioni dei prezzi borsistici.

Una serie di annunci riportati dai media riguardanti i prezzi di aggiudicazione delle aste hanno consacrato l'arte come un *asset class*. Allo stesso tempo, è chiaro come le componenti di un'opera d'arte siano diverse da quelle dei "classici" investimenti finanziari, quindi l'arte può essere considerata anche come un bene di consumo[252]. I proprietari di un'opera d'arte traggono piacere dal loro intrinseco valore, facendola diventare un bene di lusso, che dona prestigio e ricchezza a chi

[249] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 44.
[250] "*Se l'opera d'arte diventa oggetto del desiderio del portfolio manager*", 21 gennaio 2012, http://www.arteconomy24.ilsole24ore.com/art/approfondimenti/2012-01-21/opera-diventa-oggetto-desiderio-074552_PRN.php .
[251] *Ibidem*
[252] Mandel B. R., Art as an Investment ad conspicuous consumption good. *American Economic Review*, n. 99, 2009. pp. 1653-1663. p. 1653.

la detiene. Il possesso di un'opera d'arte comunica come forse nessun altro bene il gusto raffinato di chi l'ha acquistata, e di conseguenza ne consacra l'appartenenza a un'élite. L'arte assume le vesti anche di bene simbolico.

Un'opera d'arte è quindi caratterizzata da multidimensionalità, in quanto può essere valutata sotto molteplici profili, dal soddisfacimento di un bisogno immateriale edonistico manifestato dal singolo collezionista, alla capacità di generare valore monetario con il passare del tempo; è un prodotto dalla natura ambigua, la cui valutazione può risultare anche molto diversa secondo il ruolo istituzionale o la competenza estetica di chi la effettua: un artista, un critico, un mercante, un collezionista[253].

4.5 Il fattore rischio

Si è visto come, rispetto alle azioni o ai titoli di stato, l'arte abbia l'indubbio vantaggio di essere caratterizzata da un ulteriore elemento: il plusvalore estetico. A differenza di altri tipi di investimento, chi decide di investire in questi beni ne può godere materialmente, aumentando anche il proprio prestigio sociale. L'arte ormai è diventata uno *status symbol*.

Al di là di questi aspetti, come scrive Alberto Fiz, "*chi investe in arte scommette sul futuro: gioca una carta difficile ma ha sempre la segreta speranza di fare grandi scoperte*"[254]. Sono noti e sono già stati citati numerosissimi casi in cui chi abbia deciso di acquistare tali beni e poi di rivenderli abbia avuto dei guadagni altissimi; inoltre, in diversi paesi le spese per l'arte possono essere detratte dal reddito, riuscendo così ad ottenere numerose agevolazioni fiscali.

Ricapitolando, i vantaggi connessi a questa forma di investimento sono il godimento estetico, l'affermazione di uno *status symbol*, la possibilità di altissimi guadagni (spesso superiori ad ogni altra forma di investimento), la detassazione. Ma a quali rischi?

In primo luogo bisogna sottolineare come l'arte sia un tipo di investimento basato esclusivamente sul *capital gain*, ovvero sul surplus che si ottiene al momento

[253] Trimarchi M, *I mercati dell'arte contemporanea: preferenze individuali, azione pubblica e strategie private*. In De Luca M. (a cura di), *Creazione Contemporanea: arte società e territorio tra pubblico e privato*. Roma, L. Sossella, 2004. p.25.
[254] Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea*. op. cit. p. 114.

della vendita[255]. Se tramite le azioni l'investitore ottiene annualmente un dividendo, i dipinti non comportano delle entrate regolari; al contrario, richiedono ingenti spese di assicurazione. Ma questo è solo uno degli aspetti che può saltare all'occhio dell'investitore meno esperto.
Come scrive Frey i "puri speculatori" abbandonano il mercato quando aumentano i rischi finanziari, come le variazioni dei prezzi, e quelli inerenti ad altri fattori, ad esempio l'incerta attribuzione. I "collezionisti puri", invece, restano più insensibili a certi rischi: loro comprano in funzione del loro godimento estetico, e non vengono influenzati negativamente dalle fluttuazioni dei prezzi o dall'incertezza della firma (Frey, 2000). Per questa categoria di collezionisti, la maggior parte del rendimento di un'opera è dato proprio dal plusvalore estetico.

Il principale rischio finanziario che caratterizza ogni tipo di investimento è quello riferito al tasso di rendimento[256]. Il *trade-off* tra rischio e rendimento riveste un'importanza determinante negli investimenti finanziari[257]. Solitamente, i rendimenti più alti si ottengono dagli investimenti più rischiosi.
Un investimento viene comunemente definito come un "consumo differito nel tempo"; questo differimento nel tempo va remunerato mediante un rendimento positivo, creando quindi ampie opportunità di consumo future rispetto a quelle che si possono avere nel presente. Gli investitori baseranno allora le loro scelte sul rendimento atteso (in termini reali). I fattori principali che influiscono sui rendimenti richiesti dagli investitori sono solitamente tre: il tasso di rendimento reale delle attività prive di rischio; il tasso di inflazione; il rischio associato all'investimento[258].
Il rendimento di un bene misura quanto ci si aspetta di guadagnare con la detenzione di un determinato bene[259]. Quando si compie un investimento, per stimare il tasso di rendimento atteso in uno specifico periodo di detenzione

[255] Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea.* op. cit. p. 117.
[256] A questo proposito si veda anche Damodaran A., *Finanza aziendale*. Milano, APOGEO, 2006. pp. 50-70 e 96-137, e Ross S. A., Westerfield R. W. E Jaffe J. F., *Finanza aziendale*. Bologna, IL Mulino, 1996.
[257] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management*. Roma, Bancaria Editrice, 2000. p. 17.
[258] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management*. op. cit. p. 18.
[259] Helbrun J. e Gray C. M., *The Economics of Art and Culture*. op. cit. p. 178.

servirebbe conoscere il prezzo del bene alla fine di tale periodo; ma la stima di questo prezzo finale è sempre soggetta a incertezza e volatilità[260].
Il rendimento unitario, ovvero il rendimento di una somma di denaro investita in un determinato *asset*, può essere espresso dalla formula:

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

dove r indica il rendimento unitario del bene, espresso in percentuale; C è il dividendo ricevuto o il coupon payement, espresso in unità monetarie; P_{t+1} è il prezzo stimato nel tempo $t+1$ mentre P_t è il prezzo attuale di mercato, e S è il beneficio non monetario che deriva dalla proprietà del bene. Per le opere d'arte ci si aspetta che C abbia un valore uguale a zero, ma potrebbe in realtà assumere anche valori negativi, quando vengono presi in considerazione elementi come i prezzi di assicurazione o di mantenimento. Normalmente, sempre facendo riferimento al mercato dell'arte, S avrà un valore positivo. Contrariamente, per *asset* di tipo finanziario, S tenderà allo zero e C assumerà un valore positivo[261].
Quando ci si riferisce agli investimenti nel mercato dell'arte, i rischi iniziano a sorgere dalle fluttuazioni cui sono soggetti i prezzi tra il momento della prima vendita e quello della rivendita; come per ogni tipo di risorsa su cui si è deciso di investire una somma di denaro, il principale obiettivo dell'investitore sarà quello di minimizzare il *downside risk* per un certo livello di rendimento, o di massimizzare il rendimento per un certo livello di rischio[262]. Altro scopo dell'investitore sarà quello di avere un portafoglio che abbia un equilibrio tra tutte le sue parti costituenti, sempre per ridurre al minimo il rischio.

Per misurare il rischio di un singolo bene, vengono usate diverse misure statistiche di dispersione e volatilità. La volatilità viene calcolata come la variazione o come la deviazione standard del rendimento[263], ovvero la misura tra

[260] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 88.
[261] Helbrun J. e Gray C. M., *The Economics of Art and Culture*. op. cit. pp. 178-179.
[262] Helbrun J. e Gray C. M., *The Economics of Art and Culture*. op. cit. p. 85.
[263] In generale, al concetto di volatilità viene corrisposta una misura statistica della variabilità: quella più immediata è la varianza (o lo scarto quadratico medio) dei rendimenti in un determinato

quanto il rendimento effettivo raggiunto si discosta da quello medio o da quello atteso[264]; per il mercato dell'arte sarà necessario usare delle misure storiche di volatilità[265].

Quando si parla di *risk free rate* ci si riferisce a quei beni caratterizzati dall'assenza di rischio, come possono essere i titoli di stato[266]. È sempre possibile, ad ogni modo, cercare di stabilire il tasso di rendimento medio di un certo *asset* guardando ai tassi medi e ai valori della deviazione standard registrati nei periodi passati; nonostante ciò, gli investitori cercheranno sempre di avere un quadro completo del mercato, e quindi baseranno la loro analisi riferendosi anche ai rendimenti derivanti da altri tipi di beni in altri segmenti di mercato.

Ad esempio, il compratore che acquistò l'opera di Monet *Dans la Prairie* (venduto nel febbraio 2009 da Christie's a Londra per 16 milioni di dollari) avrà, con molte probabilità, considerato il rischio e la performance: di tale opera rispetto a tutti gli altri lavori di Monet; le opere specifiche di Monet rispetto all'andamento di quelle impressioniste francesi nel loro complesso; sempre quelle di Monet con quelle impressioniste in generale; i valori dell'autore rispetto all'indice di azioni e/o obbligazioni[267].

4.5.1 Il coefficiente beta

Nel modello *capital asset pricing*, come si vedrà più avanti, il coefficiente beta

---

periodo storico. Un indice di variabilità utilizzato solitamente come misura della volatilità dei rendimenti è la varianza calcolata in un certo periodo:

$\sigma_r^2 = \frac{1}{T-1} \Sigma_{t=1}^{T} (r_t - r)^2$. La media aritmetica dei rendimenti *r* è il parametro attorno al quale si calcolano gli scostamenti al quadrato nell'espressione della deviazione standard. Cfr, Gallo G. M. e Pacini B., *Metodi quantitativi per i mercati finanziari*. Roma, Carocci Editore, 2003. pp. 251-252.

[264] La deviazione standard misura la dispersione dei prezzi intorno alla loro media, e sei i prezzi restano gli stessi al variare del tempo, sarà uguale a zero. Cfr, McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 89.

[265] Per un'analisi della volatilità nel mercato dell'arte si veda Bocart F. Y. R. P. e Hafner C. M., "*Econometric analysis of volatile art markets*". Discussion Paper, Université catholique de Louvain, 2011.

[266] Il tasso di rendimento privo di rischio è il rendimento richiesto su un investimento caratterizzato da assenza di incertezza sui flussi di cassa prodotti. Cfr, Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management.* op. cit. p. 18.

[267] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 89.

individua la componente del rischio di un'iniziativa che deve essere remunerata[268]. Uno dei modi più comuni per valutare il rischio relativo di un bene è quindi quello di calcolare il coefficiente beta. Beta (β) viene definita come una misura sistematica del rischio di un bene o la tendenza del rendimento di tale bene a rispondere alle oscillazioni del mercato. Il concetto del coefficiente beta è ben radicato nella comunità finanziaria, e vi si fa riferimento frequentemente nelle discussioni tecniche sui singoli titoli azionari[269]. Solitamente vengono realizzate delle stime sulle quotazioni dei titoli utilizzando delle serie storiche, calcolando dei valori medi in modo da poter analizzare i valori approssimativi dei rendimenti attesi, le varianze e le covarianze. I valori di beta subiscono quindi delle leggere variazioni nel tempo, ma a meno che non si verifichino eventi di portata eccezionale, tendono a mantenere dei valori relativamente stabili.

Il parametro beta rappresenta la componente non diversificabile di rischio associata a qualsiasi titolo, e misura la covarianza standardizzata tra il rendimento del titolo e il rendimento del mercato, fornendo dunque una indicazione circa la reattività del rendimento di un singolo titolo rispetto ad una variazione percentuale del rendimento del portafoglio di mercato[270]. Il beta è dato quindi dalla seguente formula:

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

dove $\sigma_{i,m}$ rappresenta la covarianza tra il rendimento atteso del titolo *i* e quello del portafoglio di mercato, mentre σ_m^2 indica la varianza del rendimento atteso del portafoglio di mercato. Il beta del portafoglio di mercato si ottiene grazie alla media ponderata dei coefficienti beta dei singoli titoli presenti sul mercato, e viene espresso dalla formula:

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

[268] Massari M. e Zanetti L., *Valutazione finanziaria*. Milano, McGraw Hill, 2004. p. 137.
[269] Luenberger D. G., *Finanza e Investimenti. Fondamenti matematici*. Milano, APOGEO, 2006. p. 185.
[270] Capizzi V., *Il Capital Asset Pricing Model e le operazioni di Corporate e Investment Banking*. Abstract, pubblicato presso il sito www.sdabocconi.it.

dove X_i rappresenta la quota di valore di mercato del titolo *i* rispetto alla capitalizzazione complessiva[271].

Ad esempio, tenendo in considerazione l'esempio sopra citato, se si considera R_m come il rendimento delle opere di Monet e con R_{FI} quello delle opere impressioniste francesi, il valore beta per le opere di Monet (β_m) sarà[272]:

$$\beta_m = cov \frac{(R_m R_{FI})}{\sigma R_{FI}}$$

dove $cov\ (R_m R_{FI})$ è la covarianza tra il rendimento del mercato specifico di Monet rispetto a quello del mercato dei pittori impressionisti francesi nel loro complesso, e σ è la deviazione standard del rendimento delle opere impressioniste francesi. La covarianza, quindi, misura semplicemente come due variabili si muovono o variano insieme, o la loro correlazione rispetto ad altri beni.

La base rappresenta il mercato come un intero (in questo caso, le opere impressioniste francesi) e il suo valore beta ha un valore pari a 1. Il valore beta di un determinato bene viene comparato a quello del mercato (le opere di Monet) che possono avere un valore maggiore o minore di 1, e misura la relazione esistente tra i prezzi di questo specifico segmento e tra quelli del mercato. Se il valore risulta essere maggiore di 1, i prezzi di tale bene saranno più volatili rispetto a quelli del mercato, e ci si può aspettare quindi una grande fluttuazione; se il valore beta, invece, è minore di 1 il bene tenderà a muoversi più lentamente rispetto al mercato. Un valore beta pari allo 0,33 potrebbe indicare che, in media, i prezzi delle opere di Monet si muovono un terzo "più velocemente" nel mercato rispetto a quelli delle opere impressioniste: questo "sottomercato" è circa tre volte meno

[271] Capizzi V., *Il Capital Asset Pricing Model e le operazioni di Corporate e Investment Banking*. Abstract, pubblicato presso il sito www.sdabocconi.it
[272] Cfr, McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 90.

rischioso o meno volatile[273]. Se il mercato dovesse crescere del 10%, ci si aspetterà una crescita del 3,3% per le opere di Monet; al contrario, se il mercato dovesse subire un calo del 10%, allo stesso modo avremo un calo dei prezzi dei dipinti di Monet del 3,3%. Queste opere possono allora essere considerato meno rischiose (o meno volatili) rispetto all'andamento del mercato più ampio.[274]

Per concludere, il beta è un buon indicatore del rischio sistematico di un bene; esprime la reattività dei singoli *asset* alla variazione nel rendimento del mercato[275]. I coefficienti beta che misurano il rischio nei modelli finanziari sono caratterizzati da due elementi base da tenere a mente durante la stima. La prima è che beta misura il rischio aggiunto di un portafoglio diversificato, più che il rischio totale; è possibile quindi che un investimento sia ad alto rischio in termini di rischio individuale, ma a basso rischio in termini di rischio di mercato[276]. La seconda caratteristica è che il coefficiente beta misura il rischio relativo di un bene, e per questo risulta essere standardizzato intorno ad uno.

Gli investitori possono utilizzare il calcolo del valore beta per modificare il contenuto del loro portafoglio azionario nel tempo ad ogni cambiamento del mercato. Se il mercato è in fase di crescita (la cosiddetta fase *bull market*), in linea teorica gli investitori sarebbero portati a mantenere le proprie azioni che registrano alti valori di beta, volendo così ottenere prestazioni migliori del mercato. Nella fase del *bear market*, gli investitori devono tenere conto dei valori bassi di beta per cercare di non avere un ribasso del loro portafoglio e per cercare un investimento che sia il meno rischioso possibile.

Solitamente nel mercato finanziario è raro trovare valori beta negativi, ad eccezione dei valori dei capitali privati che tendono ad esserne maggiormente colpiti, soprattutto quando si effettua un'analisi di lungo periodo. Alcuni segmenti del mercato dell'arte possono registrare valori beta negativi se comparati ad indici azionari, poiché non seguono sempre il *trend* del mercato finanziario. Ad ogni

---

[273] McAndrew C., *Fine Art and High Finance.* op. cit. p. 90.

[274] Allo stesso modo, un valore beta pari al -0,10% indicherebbe che in media i prezzi del bene in questione si muovono un decimo di più rispetto a quelli del mercato, ma questa volta in senso contrario: valori di beta negativi sono meno comuni, ma implicano che se il mercato dovesse crescere del 10%, ci si dovrebbe aspettare una perdita del tasso di ritorno del nostro bene dell'1%.

[275] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management.*op. cit. p. 40.

[276] Damodaran A., *La stima dei parametri di rischio*. Working paper, Stern School of Business, 2006. Reperibile dal sito: www.evaluation.it/downloads/Estimating_Risk_Parameters.pdf

modo, un valore negativo indica semplicemente che il bene ha una correlazione inversa rispetto al mercato: alcuni settori del mercato dell'arte con un valore beta negativo tendono ad aumentare al crollo di altri *asset* finanziari e vice versa.
È importante sottolineare come il valore beta di un titolo non abbia nulla a che fare con la sua deviazione standard o con la sua varianza: mentre il beta misura il rischio sistematico, questi ultimi sono indicatori di rischio totale; due titoli con identico beta possono registrare livelli di varianza molto diversi[277]. Questo è dovuto al fatto che una buona parte della varianza dei rendimenti di un *asset* è spiegata dal rischio non sistematico, eliminabile tramite una buona diversificazione.

Il problema maggiore dell'analisi di beta, come di altre misure statistiche, è che mostrano cosa è appena successo nel mercato, oppure illustrano i movimenti passati, ma non ci danno alcuna garanzia sugli andamenti futuri. Proprio per questo motivo vengono utilizzati principalmente per le analisi di breve periodo, cosa non molto comune quando ci si riferisce al mercato dell'arte. Questa misura viene quindi applicata a questo segmento del mercato per restituire un quadro di come i beni artistici e quelli azionari abbiano interagito nel passato, dando quindi all'investitore un suggerimento nella scelta di come combinare tra loro i diversi beni nel proprio portafoglio in un'ottica di lungo periodo.

4.5.2 Correlazione e diversificazione

Tutte le moderne forme della quantificazione del rischio derivano dalla teoria elaborata dall'economista Harry Markovitz, il quale ha sviluppato e formalizzato il concetto di "*non buttare tutte le uova in un unico paniere*" e l'ha applicato agli strumenti finanziari riguardanti la gestione del portafoglio[278]. Il modello di Markovitz fornisce un procedimento per l'individuazione dell'insieme di portafogli efficienti composti da titoli compresi nell'universo delle attività finanziarie con rendimento soggetto a rischio[279]. Il primo passo consiste

[277] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management.* op. cit. p. 40.
[278] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 92.
[279] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e*

nell'individuazione dei rendimenti e delle deviazioni standard attesi dall'insieme dei titoli a disposizione, oltre ai parametri di variabilità congiunta (la covarianza e il coefficiente di correlazione).

Tre sono i concetti chiave di questa teoria che possono fornire un aiuto importante per comprendere come l'arte possa aiutare a raggiungere la diversificazione ipotizzata da Markovitz. Il primo afferma come il rendimento del portafoglio sia dato dal rendimento medio dei singoli *asset* presenti nel portafoglio, mentre il rischio totale del portafoglio non è dato dalla media dei rischi dei singoli *asset*, e sarà generalmente inferiore al rischio medio di ogni bene. Il secondo sostiene come la bassa correlazione tra le componenti del portafoglio azionario comporti un basso livello di rischio ("principio della diversificazione"). Infine, scrive Markowitz, il rischio di ogni singolo bene può essere pensato come costituito da due componenti: il rischio specifico, non sistematico (si riferisce al rischio derivante dai cambiamenti dei prezzi dovuti a determinate condizioni esterne al mercato: questo rischio può essere facilmente eliminato dal portafoglio tramite un'efficiente diversificazione) e il rischio "non specifico" o di mercato (comune a tutte le classi di beni, causato da movimenti interni del mercato: questo rischio può essere misurato semplicemente calcolando il fattore beta dei singoli beni)[280].

Il concetto principale per una corretta gestione di un portafoglio finanziario è quello della diversificazione. Riuscire ad assemblare beni tra loro non correlati garantisce un livello di rischio decisamente inferiore: la diversificazione è semplicemente una strategia che mira a ridurre l'esposizione al rischio semplicemente combinando una varietà di *asset* diversi tra loro, che quindi non tendono a muoversi nella stessa direzione. L'obiettivo quindi è proprio la creazione di un portafoglio che possa restituire un alto tasso di rendimento ma con un livello di rischio particolarmente basso; mira ad appianare gli effetti rischiosi causati da eventi non sistematici. Quando si combinano insieme due o più titoli, le cattive notizie che influenzano negativamente il rendimento di un bene sono compensate dalle buone notizie che influenzano positivamente il rendimento dell'altro: tali buone o cattive notizie si cancellano l'un l'altra e in tal modo

*tecniche per l'attività di asset management.*op. cit. pp. 57-58.

[280] A questo proposito si veda anche: Damodaran A., *Finanza aziendale*. op. cit. pp. 56-59.

riducono il rischio del portafoglio[281]. La diversificazione quindi può essere molto efficace per ridurre il rischio, anche se non ne permette la definitiva eliminazione[282].

Investire in arte comporta un grosso beneficio alla diversificazione del portafoglio, e non solo in portafogli composti unicamente da titoli economici-finanziari, ma anche effettuando un alto grado di diversificazione in un portafoglio composto unicamente da opere d'arte: è possibile combinare in modo strategico opere appartenenti a diversi artisti e a diverse correnti artistiche[283]; ovviamente anche in quest'ultimo caso più varia sarà la selezione delle opere maggiore sarà la possibilità di diminuire il livello di rischio[284]. La McAndrew scrive come sia stato dimostrato da diversi studi che non solo i diversi generi d'arte mostrano una bassa se non una negativa correlazione con azioni, obbligazioni e altri *asset* nel lungo periodo, ma che le stesse opere tra loro risultano essere non correlate.

Si può adottare l'uso di una matrice, che viene raffigurata in Tabella 4.14, per mostrare il diverso grado di correlazione che intercorre tra alcuni *asset* presi in esempio; la correlazione serve a misurare il grado con cui coppie di beni si muovono nella stessa direzione, e traduce la misura della covarianza in una scala da -1 (o meno 100%) a +1 (o più 100%). Per calcolare la correlazione basta dividere la covarianza per gli scarti quadratici medi dei due titoli[285].

Considerando il fattore correlazione, ci sono tre diverse possibilità. Due beni possono mostrare una correlazione positiva: se un bene registra una crescita sul mercato, allora anche l'altro tenderà a crescere; diversamente, se due beni sono correlati in modo negativo, alla crescita dei prezzi di uno, quelli dell'altro crolleranno, e vice versa. Oppure, come ultima possibilità, tra due beni può non esserci alcuna correlazione: i due *asset* non registrano alcun legame tra loro, e i loro prezzi risultano indipendenti gli uni dagli altri, e possiamo definirli *beni incorrelati*.

---

[281] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management.* op. cit. p. 11.
[282] Ross S. A., Westerfield R. W. E Jaffe J. F., *Finanza aziendale*. op. cit. pp. 304-306.
[283] *Ibidem*, p. 93.
[284] Per quanto riguarda i benefici della diversificazione si veda anche Rigoni U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio.* Torino, G. Giappichelli Editore, 2006.
[285] Ross S. A., Westerfield R. W. E Jaffe J. F., *Finanza aziendale*. op. cit. p. 324.

Ma la correlazione può essere anche forte o debole, nel senso che la relazione tra i prezzi dei beni può essere molto significativa come anche molto debole. Più il coefficiente si avvicina a zero (sia dai valori positivi che da quelli negativi) più debole sarà la relazione tra i beni; la perfetta o assoluta indipendenza si raggiunge quando il coefficiente è pari a zero. Gli investitori cercheranno allora di affiancare degli *asset* che abbiamo una negativa o lievemente positiva (se non proprio uguale a zero) correlazione rispetto a tutti gli altri beni, per migliorare i potenziali benefici della diversificazione.

Il giudizio di ciò che può essere considerata un'indipendenza accettabile può essere altamente soggettivo. Solitamente i manager definiscono un livello accettabile di indipendenza un valore di correlazione inferiore al 50%, sebbene il valore ideale per una bassa correlazione si aggiri intorno al 25%.

Nella tabella 4.14 viene mostrato la matrice, tratta dal libro di Claire McAndrew, che esprime il grado di correlazione tra alcuni *asset* economico-finanziari e altri provenienti dal mercato dell'arte.

Nella matrice sono riportati i valori della correlazione per tre diversi settori dell'arte comparati all'indice azionario Standard & Poor's 500, all'indice del prezzo dell'oro e a quello dei prezzi dei consumatori (come misura dell'inflazione).

La tabella 4.14 offre un esempio di come i prezzi dell'arte abbiano avuto in diversi periodi una bassa se non negativa correlazione con gli altri indici finanziari; l'indice per i Dutch Old Master, ad esempio, ha una correlazione decisamente negativa sia con l'indice S&P 500 che con quello per i prezzi dell'oro: questi *asset* si muovono in direzioni completamente diverse. I risultati indicano come ci sia l'effettiva possibilità di includere le opere d'arte in un portafoglio azionario, garantendo una notevole diversificazione[286].

Nella matrice sono riportati i valori della correlazione per tre diversi settori dell'arte comparati all'indice azionario Standard & Poor's 500, all'indice del prezzo dell'oro e a quello dei prezzi dei consumatori (come misura dell'inflazione).

La tabella 4.14 offre un esempio di come i prezzi dell'arte abbiano avuto in diversi periodi una bassa se non negativa correlazione con gli altri indici finanziari; l'indice per i Dutch Old Master, ad esempio, ha una correlazione decisamente

[286] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 95.

negativa sia con l'indice S&P 500 che con quello per i prezzi dell'oro: questi *asset* si muovono in direzioni completamente diverse. I risultati indicano come ci sia l'effettiva possibilità di includere le opere d'arte in un portafoglio azionario, garantendo una notevole diversificazione[287].

Tabella 4.14 Matrice con i diversi gradi di correlazione degli *asset* in esame, 2008-2009

	Dutch Old Masters	American Pop Art	Italian Contemporary	S&P 500	CPI YOY	Gold Spot $/oz.
Dutch Old Masters	1	0,7	-0,82	-0,77	-0,37	-0,7
American Pop Art	0,7	1	-0,31	-0,21	0,3	-0,62
Italian Contemporary	-0,82	-0,31	1	0,96	0,73	0,4
S&P 500	-0,77	-0,21	0,96	1	0,81	0,41
CPI YOY	-0,37	0,3	0,73	0,81	1	0,08
Gold Spot $/Oz.	-0,7	-0,62	0,4	0,41	0,08	1

Fonte: McAndrew C., *Fine Art and High Finance.*

È sempre bene ricordare come queste statistiche sulla correlazione indichino sì la direzione e l'estensione delle associazioni tra i diversi *asset*, ma non rivelino nulla riguarda alla causalità. Ad esempio, la correlazione tra i Dutch Old Masters e S&P 500 è negativa per un valore pari a -0,77%, ma questo valore non indica quale effetto può comportare, ad esempio, una crescita del 10% dell'indice S&P 500 sui prezzi delle opere dell'artista Jan Davidsz de Heem; la matrice di correlazione mostra semplicemente valori che si riferiscono all'andamento passato.

Inoltre, non bisogna pensare che un aumento dell' 1% dei prezzi dell'indice di S&P 500 comporti necessariamente un rialzo dei prezzi degli altri *asset*.

La diversificazione dei vari beni (o, come viene definita, *asset allocation*) è il fondamento di ogni investimento prudente e di successo per il lungo periodo.

[287] McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 95.

Questo è l'unico modo possibile per cercare di ridurre al minimo il livello di rischio a cui viene continuamente esposto il portafoglio finanziario. Si è visto nei capitoli precedenti come le case d'asta pubblichino i cataloghi con tutte le informazioni riguardanti le opere in vendita qualche settimana prima della seduta; questo per fare in modo che i collezionisti abbiano tutto il tempo di valutare se e cosa comprare. Nei cataloghi vengono forniti due prezzi, quello di stima massima e quello di stima minima. Tra questi due prezzi si trova il prezzo di riserva del venditore, che però non viene mai rivelato (ogni casa d'asta ha il proprio modo di porre i prezzi di massima e di minima in relazione a quello di riserva). Guardando alla relazione che intercorre tra i prezzi di vendita raggiunti nel mercato e quelli precedenti di stima si può cercare di valutare il rischio relativo ad un investimento in arte. In questo caso, il rischio può essere valutato attraverso la deviazione tra il prezzo di vendita e quello che la casa d'asta sperava di ottenere (quindi il prezzo di stima massimo). Se il prezzo finale di un'opera risulta essere al di sopra di quello di stima, si registra un inaspettato beneficio dovuto al rialzo delle quotazioni; se, al contrario, l'*hammer price* è a un livello inferiore, si potrebbe essere in presenza di un effetto di *downside*.

Supponendo che le stime degli esperti siano effettuate in modo coerente ed efficiente[288], si può andare a calcolare questa variazione dei prezzi. La McAndrew ha quindi introdotto nel suo lavoro il termine di *hammer ratio,* indicando così il rapporto tra il prezzo di vendita dell'opera (l'*hammer price*) e la media delle stime dell'opera. Viene indicato dal rapporto:

$$HR = P/M$$

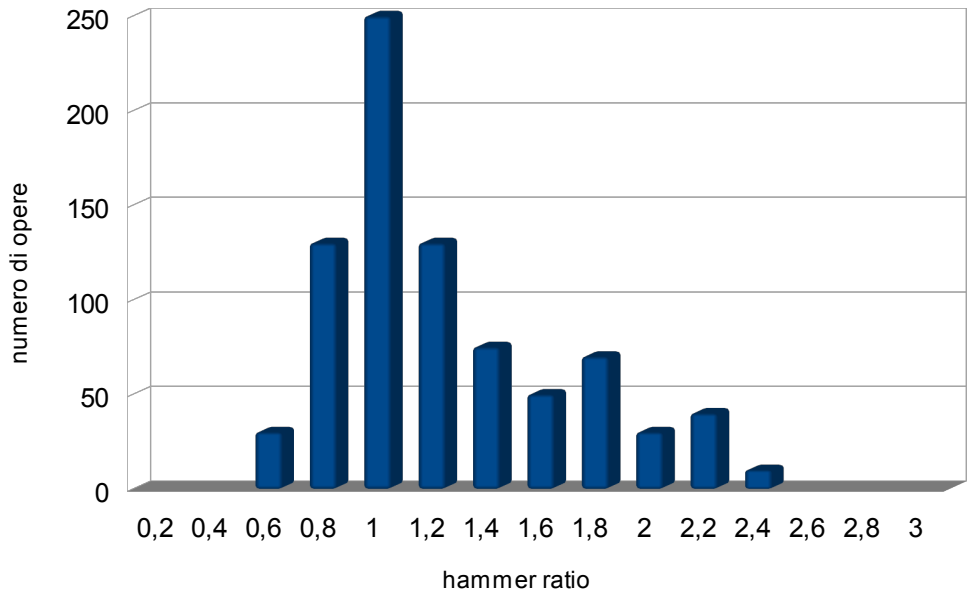
dove l'*hammer ratio* (HR) è uguale al prezzo di vendita (P) diviso per la media tra le due stime (M).

Invece di guardare alle variazioni dei prezzi nel tempo, gli investitori possono

[288] La McAndrew sottolinea come in un suo studio precedente, in collaborazione con Thompson, abbia analizzato il comportamento degli esperti delle case d'asta per valutare se le loro stime potessero essere soggette a delle distorsioni volontarie (come ad esempio hanno sostenuto Mei e Moses nel loro studio). Sono arrivati alla conclusione che gli esperti non avrebbero interesse a sovrastimare, e tanto meno a sottostimare, le stime delle opere; i valori che vengono indicati derivano da un lavoro accurato sugli indici e sulle quotazioni dei singoli artisti. Cfr, McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. pp. 96-99.

guardare al valore di questo rapporto. Nella figura 4.8 viene mostrato un esempio[289] di questa applicazione prendendo a riferimento le opere dei pittori impressionisti francesi. Si nota subito guardando la figura come la distribuzione dell'*hammer ratio* non sia simmetrico, ma anzi, è decisamente inclinato verso destra.

Figura 4.8 Tassi di *Hammer Ratio* calcolati per le opere degli impressionisti.



Fonte: McAndrew C., *Fine Art and High Finance.*

L'analisi del portafoglio attraverso lo studio delle proprietà della distribuzione congiunta dei suoi elementi trova una naturale applicazione nella valutazione del rischio connesso alle fluttuazioni future del suo valore, in particolare a quelle variazioni di valore di segno negativo contro le quali si intende cautelarsi, o che servono a sintetizzare le caratteristiche di rischiosità del portafoglio medesimo[290]. A questa esigenza risponde una misura semplice e sintetica nota come *Value at Risk*.

Il *Value at risk*, o VaR, è un tipo di analisi usata nel mercato finanziario per fornire una stima del valore che si può perdere nella detenzione di un portafoglio in un

[289] Cfr, McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit.
[290] Gallo G. M. e Pacini B., *Metodi quantitativi per i mercati finanziari*. op. cit. p. 333.

determinato arco temporale.

Nel caso di normalità dei rendimenti, il rischio legato alla detenzione di un portafoglio può essere misurato tramite la varianza del rendimento; una metodologia proposta da J. P. Morgan (1995) effettua la misurazione del rischio in termini della varianza della ricchezza finale dell'investitore anziché della varianza dell'investitore[291]. Partendo dalla conoscenza della probabilità dei rendimenti di un portafoglio in un certo orizzonte temporale, il VaR corrisponde al valore della massima perdita in cui si può incorrere nel futuro[292].

Solitamente si tende a misurare il lato sinistro della distribuzione dell'*hammer price* (si faccia sempre riferimento alla figura 4.8), dove il valore HR è minore di 1, ovvero dove i prezzi hanno reso meno di quanto ci si aspettava. Dalla distribuzione dei valori nel grafico, un analista può derivare tutto un insieme di fattori che indicano la presenza del *downside risk* per l'investimento in arte. Ma anche un comune investitore può percepire importanti informazioni guardando alla distribuzione dell'*hammer ratio:* la distribuzione tende a concentrarsi soprattutto a destra. La maggior parte dei valori di HR sono maggiori di 1, e questo significa che i prezzi di vendita hanno superato quelli di stima. Ovviamente questi sono quei beni su cui spera di investire ogni individuo. I beni, invece, che hanno un valore HR inferiore a 1, rappresentano il *downside risk*.

La varianza di una distribuzione dei rendimenti è una misura di quanto i rendimenti realizzati si scostino dal rendimento medio; in quanto tale, la varianza riflette sia i rendimenti superiori al rendimento medio (*upside risk*) che quelli inferiori (*downside risk*)[293]. Spesso però la nozioni di rischio viene associata solamente al suo aspetto negativo, quindi al *downside risk*; esiste una misura, detta semi-varianza, che riflette proprio questo fattore. Per calcolarla basta sostituire nella formula della varianza i rendimenti realizzati inferiori al rendimento medio di portafoglio[294].

---

[291] Gallo G. M. e Pacini B., *Metodi quantitativi per i mercati finanziari*. op. cit. p. 50.

[292] Nel caso in cui l'orizzonte temporale sia uguale a un giorno, il termine utilizzato è Daily Earnings at Risk o DEaR; il VaR sarà allora calcolato moltiplicando il valore DEaR per la radice quadrata dell'orizzonte temporale τ desiderato. Cfr, Gallo G. M. e Pacini B., *Metodi quantitativi per i mercati finanziari*. op. cit. p. 334.

[293] Damodaran A., *Finanza aziendale*. op. cit. p. 57

[294] Se i rendimenti seguono una distribuzione normale, la semi-varianza e la varianza coincidono; ma se i rendimenti seguono una distribuzione non-simmetrica, semi-varianza e varianza possono differire notevolmente. Cfr, Damodaran A., *Finanza aziendale*. op. cit. p. 57.

Quindi, quando parliamo di *downside risk* ci riferiamo a quei valori dei prezzi raggiunti dal bene investito che sono sotto a una soglia minima posta dall'investitore. Rappresenta la differenza tra il rendimento effettivo e il rendimento atteso (se quello effettivo è inferiore a quello atteso). Il *downside risk* può essere espresso dalla formula:

$$Dsr = \sqrt{\frac{\Sigma_{i=1}^{n}\left[Er_i\left(ifEri \leq 0\right)\right]^2}{n-1}}$$

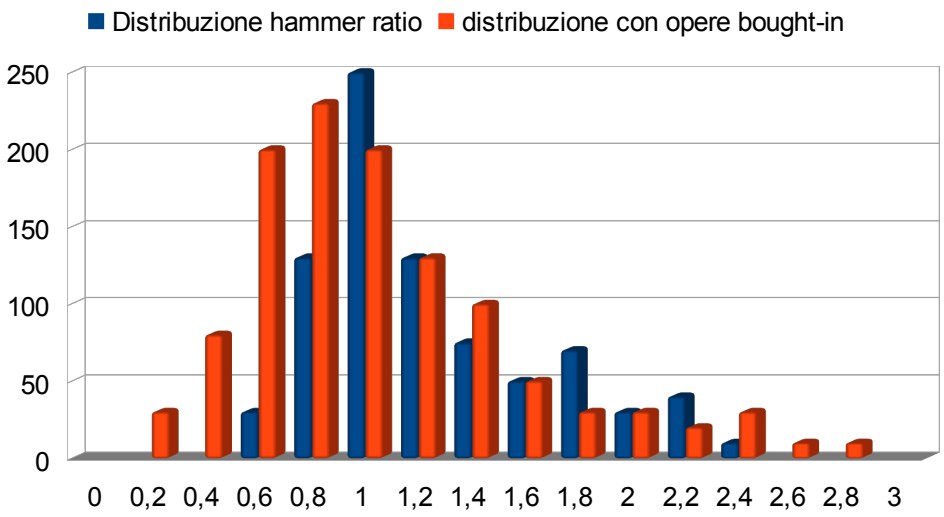
In generale, le misure di *downside risk* sono legate alla definizione di "momento negativo parziale" (LPM), ossia alla misura statistica della parte sinistra, o comunque della parte di perdita, della distribuzione di probabilità dei rendimenti[295].

Ad ogni modo, nonostante l'analisi dell'*hammer ratio* possa fornire un'indicazione sull'andamento delle opere in esame, è insufficiente per misurare il *downside risk*, soprattutto a causa della mancata inclusione delle opere soggette al fenomeno del buy-in nell'analisi[296]. La figura 4.8 rappresenta quindi un'analisi parziale: per essere incluse nel grafico, le opere devono aver registrato una vendita con un minimo di successo. Nella figura 4.9 sono stati inseriti anche i valori di buy-in.

I dati di buy-in risultano di fondamentale importanza per l'analisi che ne deve fare l'investitore: infatti considerando il nuovo grafico, in figura 4.9, si può facilmente osservare come il segmento del *downside risk* sia aumentato notevolmente rispetto a quello precedente. Considerare solo le vendite che, come scrive la McAndrew, hanno avuto successo, può ingannare un investitore inesperto.

[295] Cherubini U. e Della Lunga G., *Il rischio finanziario*. Milano, McGraw Hill, 2001. pp. 154-155.
[296] Si veda a questo proposito Frova S., Galbiati P. e Massari M., Cambiamento e rischio aziendale. In *Finanza Marketing Produzione*, n. 4, dic. 1992, pp. 7-72.

Figura 4.9 Aggiunta dei valori di bought-in a quelli dell'Hammer Ratio



Fonte: McAndrew C., *Fine Art and High Finance.*

4.5.3 La valutazione della performance

La teoria riguardante gli investimenti è caratterizzata da due problemi. Il primo consiste nel determinare la migliore linea d'azione in una situazione di investimento (individuazione del migliore portafoglio, determinazione della strategia ottimale per la gestione di un investimento, selezione di progetti di investimento da un gruppo di possibili alternative ecc..); il secondo tipo di problema consiste nel determinare il prezzo corretto, o di equilibrio, di un titolo[297]. Un'analisi che si è concentrata su questo secondo punto, condotta principalmente da Sharpe, Lintner e Mossin, ha dato vita al *Capital Asset pricing Model* (CAPM), che deriva dall'approccio media-varianza sviluppato da Markovitz per la teoria del portafoglio. Si vedrà come la teoria del CAPM può essere utilizzata per valutare le prestazioni (quindi la performance) di un portafoglio azionario.

Il peso di un titolo in un portafoglio viene definito come una frazione del capitale del portafoglio stesso attribuita al titolo; il peso di un titolo nel portafoglio finanziario è uguale al rapporto tra il valore del capitale totale di quel titolo e il valore del capitale dell'intero mercato[298]. Questi pesi vengono definiti pesi di

[297] Luenberger D. G., *Finanza e Investimenti. Fondamenti matematici*. op. cit. p. 179.
[298] *Ibidem*, p. 180.

capitalizzazione, e possono essere indicati con w_i. Ovviamente all'aumentare della domanda dei titoli i rispettivi pesi tenderanno a crescere, mentre al suo calare diminuiranno.

Il CAPM si fonda sulla spiegazione di due diversi ma allo stesso tempo collegati modelli: la *capital market line* (CML) e la *security market line* (SML).

L'insieme efficiente dei titoli compresi in un portafoglio può essere rappresentato graficamente da una retta, detta appunto *capital market line*, che mostra la relazione tra il tasso di rendimento atteso dal portafoglio e il suo rischio (misurato dalla deviazione standard). La *capital market line* stabilisce come all'aumentare del rischio dovrebbe aumentare anche il corrispondente tasso di rendimento. L'inclinazione della retta fornisce un valore che viene denominato prezzo del rischio: indica quanto deve aumentare il tasso di rendimento di un portafoglio all'aumentare della deviazione standard (quindi del rischio). La *security market line* esprime la struttura rischio-rendimento dei titoli in base al CAPM ed enfatizza il fatto che il rischio di un titolo è funzione della sua covarianza con il mercato, o una funzione del suo valore beta[299].

Il CAPM formalizza semplicemente l'idea che gli investitori richiedono rendimenti extra per il fatto di assumere rischi investendo in determinate attività, piuttosto che in attività a rischio zero[300]. Esistono in letteratura significativi contributi che applicano ai dipinti i modelli tipici degli equilibri finanziari; ad esempio, Stein (1977) e Pesando (1993) si riferiscono al *Capital Asset Pricing Model* per studiare i prezzi delle opere d'arte moderna[301]. Pesando (1993) considera, riferendosi al modello media-varianza dell'equilibrio di portafoglio di Markowitz, l'investimento in arte come un'attività che può ridurre il rischio, specie inflazionistico, di altre attività finanziarie (Candela e Scorcu, 1995), per percentuali non elevate: "*il portafoglio a varianza minima è composto per il 94% da titoli del Tesoro e per il 6% da stampe moderne*" (Pesando, 1993).

La performance di un investimento si riferisce al mutamento intervenuto nel valore del fondo in un determinato periodo di tempo in conseguenza all'attività

[299] Luenberger D. G., *Finanza e Investimenti. Fondamenti matematici.* op. cit. p. 187.
[300] Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari. Modelli e tecniche per l'attività di asset management.* op. cit. p. 85.
[301] Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta*. op. cit. p.28.

svolta dagli agenti di mercato[302]. Esaminare la performance di un *asset*, o di un portafoglio in generale, significa effettuare calcoli su periodi significativi che coprano almeno un anno, in quanto per periodi brevi si possono ottenere risultati fuorvianti[303]; la performance indica i risultati conseguiti, calcolabili sulla base delle variazioni di valore delle quotazioni.

Per misurare l'efficienza dei singoli *asset* presenti nel portafoglio azionario, occorre stabilire dove essi si posizionino rispetto alla *capital market line*. Per fare questo risulta utile l'indice elaborato da William Sharpe, il quale fornisce una misura della performance di un portafoglio. L'indice viene espresso dalla formula:

$$SR = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

dove r_p indica il rendimento atteso del portafoglio, σ_p la sua deviazione standard (quindi il rischio) e r_f il rendimento degli *asset* privi di rischio. L'indice esprime quindi il rendimento di un portafoglio azionario al netto del riskfree - rate, in rapporto al rischio del portafoglio stesso.
Un altro indice adatto alla valutazione del rischio finanziario presente in un portafoglio è quello elaborato da Jack Treynor. Diversamente da Sharpe, egli utilizza non il valore della deviazione standard (σ), ma il valore beta. L'indice assumerà quindi la forma:

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

L'utilizzo dello scostamento quadratico medio e del beta del portafoglio per misurare l'unità di rischio fornisce una buona rappresentazione del rischio di perdita se la distribuzione di probabilità dei rendimenti è simmetrica; se invece la

[302] Fossati G., *I fondi comuni di investimento, con nozioni di Borsa*. Milano, Giuffrè Editore, 1985. p. 131.
[303] De Marchi G. e Roasio G., *I fondi comuni di investimento. Come funzionano e quando convengono*. Milano, Il Sole 24 Ore, 1996. p. 123.

probabilità di osservare diminuzioni di prezzo è maggiore della probabilità di osservare movimenti della stessa dimensione in senso positivo, l'utilizzo dello scostamento quadratico medio può rappresentare una sottovalutazione del rischio di perdita[304]. In questo caso, l'indice di Sortino fornisce una misura della performance corretta per il rischio di perdita (*downside risk*).

I risultati che si ottengono utilizzando i due diversi indici possono produrre risultati divergenti, a causa ovviamente delle diverse misure del rischio adottate[305].

[304] Cherubini U. e Della Lunga G., *Il rischio finanziario*. Milano, McGraw Hill, 2001. p. 154.

[305] Pastorello S., *Rischio e rendimento. Teoria finanziaria e applicazioni econometriche*. Bologna, Il Mulino, 2001. pp. 220-223.

APPENDICE

Tabella 4.16 Rendimenti dell'investimento in dipinti, antichità e oggetti da collezione

Oggetto	Periodo di tempo	Rendimento (valore percentuale)		Rendimento in investimenti alternativi (valori percentuali)	Autori
		Reale	Nominale		
Dipinti in generale					
	1880-1970		3,3	b 6,6 (st)	Anderson (1974)
	1652-1961	0,55		2,5 (gb)	Baumol (1986)
	1635-1987	1,5		3,0 (gb)	Frey (1989)
	1716-1986	2		3,3 (BoEr)	Goetzmann (1993)
	1700-1986	c 0,9			Buelens/Ginsburgh (1993)
	1946-1968		10,5	14,3 (st)	Stein (1977)
	1950-1987	1,6		2,4 (gb)	Frey/Pommerehne (1989)
Dipinti specifici					
Impressionisti	1951-1969		17,2		Anderson (1974)
	1700-1961	c 3,0			Buelens/Ginsburgh (1993)
Tardo Rinascimento	1951-1969		7,8		Anderson (1974)
Dipinti Inglesi	1700-1961	c 0,6			Buelens/Ginsburgh (1993)
Dipinti di un gruppo selezionato di artisti	1960-1988	6,7		Higher (jap. st) Lower (US st)	Chanel ety al. (1994)
Dipinti moderni cinesi	1980-1990		53		Mok et al. (1993)

Altre opere					
Disegni	1951-1969		27		Anderson (1974)
	1950-1970	11,3			Holub et al. (1993)
Acquerelli	1950-1970	15,8			Holub et al. (1993)
Stampe	1977-1992	1,5		2,5 US gb), 8,1 (st)	Pesando (1993)
Antichità					
Violini Stradivari	1803-1987	2,2			Ross and Zondervan (1993)
Oggetti da collezione					
Boccali da birra Mettlach	1983-1993	-1,1		3,3 (tb)	Kelly (1994)
Soldatini giocattolo	1967-1982		19		Wellington/Gallo (1984)
Armi antiche	1978-1984	-2,3		4,0 (90-day Tb)	Avery/Colonna (1987)
Collezioni					
H. Mettler: opere impressioniste	1915-1979	2,8		1,2 (gb Svizzeri)	
G. Guterman: old masterpieces	1981-1988	3,2		6,9 (US gb)	
British Rail Pension		6,9		7,5 (FTI)	

[a] gb = government bonds; st=stocks; BoEr=Bank of Ingland Rate; Tb=Treasury Bills; FTI = Financial Times Index. [b] Vedere Anderson (1974), p.25. [c] Vedere Buelens e Ginsburgh (1993, p.1358).

Fonte: Frey B. S., *Arts & Economics. Analysis & Cultural Policy.*

CAPITOLO 5
IL TREND DEL MERCATO

Una breve rassegna nella storia moderna del mercato dell'arte mostra alcuni dei fattori che ne hanno modellato il commercio nel tempo, ampiamente (ma non completamente) dovuti ai movimenti del potere economico e della ricchezza della popolazione[306]. Sebbene gli epicentri geografici del commercio internazionale dell'arte siano cambiati attraverso i secoli, molti dei vecchi poli sono ancora dominanti nel moderno mercato dell'arte, e contribuiscono tutt'ora alla circolazione e al sostegno di opere ed artisti.

Molti storici segnano come il periodo seguente alla rivoluzione industriale, quando l'arte iniziò ad essere commerciata maggiormente e il ruolo primario del mecenate andava scemando, abbia contribuito a dare l'impulso a quello che si può definire il moderno mercato artistico. La nascita di una nuova classe media in quest'epoca porta a una nuova tipologia di collezionisti, i quali, per la prima volta, hanno sia il tempo che i soldi per collezionare arte. Durante il XVIII secolo, l'Inghilterra e la Francia emergono come i maggiori centri dell'arte globale e centri focali per il commercio, mentre altri paesi, come l'Italia, si comportano da risorsa primaria per i ricchi compratori europei.

Il mercato inglese si estende durante la seconda metà del XVIII secolo, e le prime grandi case d'asta iniziano ad apparire, come Christie's e Sotheby, che controllano incontrastate il mercato odierno. Durante il 1800, una varietà di fattori causano lo spostamento geografico del mercato dell'arte da Londra a Parigi, soprattutto per quanto riguarda i movimenti avanguardistici, e Parigi gode della posizione di capitale culturale per un lungo periodo[307].

Gli acquirenti americani iniziano a dominare il commercio globale dell'arte durante la recessione del mercato tra il 1920 e il 1930. Nonostante Parigi torni ad

[306] C. McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op.cit. p. 4.

[307] In realtà, il dominio francese in questo campo è stato relativamente di breve durata, poiché eventi politici ed economici di più ampia portata, come il crollo della borsa di Wall Street e la svalutazione del franco francese, hanno condotto i commercianti a spostare il centro del mercato verso gli Stati Uniti e l'Inghilterra, dove l'economia non aveva subito un declino.

avere un *revival* come centro mondiale dell'arte tra il 1950 e il 1960, dal 1960 dominano incontrastate New York e Londra: da un lato per aver stabilito le basi del commercio e del potere economico e, dall'altro, grazie all'introduzione di un nuovo sistema di tasse sulle vendite di arte in Francia[308].

In questi anni, le principali case d'asta di Christie's, Sotheby's e Parke-Bernet a New York crescono, e iniziano ad attirare un grande interesse da parte di ricchi collezionisti e investitori, specialmente per quanto riguarda le vendite di arte moderna. Negli anni precedenti, i compratori alle aste tendevano ad essere un piccolo numero di acquirenti specializzati in grado di interpretare i movimenti di mercato; durante il 1960 e, soprattutto, prima della recessione del 1970, l'arte inizia ad essere promossa come una copertura contro l'ingente problema dell'inflazione,[309] e le case d'asta iniziano ad attirare un crescente numero di clienti.

Per rispondere a queste nuove esigenze, iniziano ad emergere alcune "super-gallerie", con centri globali in diverse città in tutto il mondo. Sebbene le vendite in molti settori furono colpite da eventi economici di grande portata, come la crisi dell'olio nel 1973, il mercato dell'arte subì degli incrementi, ad opera di investitori, speculatori e collezionisti. Durante il 1970, la distinzione tra i due centri di arte internazionale si definì sempre di più: New York prese la prima posizione nei settori quali arte contemporanea, impressionismo e post-impressionismo, mentre Londra si affermava come centro internazionale per gli Old Masters, l'arte inglese e francese del diciottesimo secolo, e per le antichità asiatiche.

Durante il periodo di prosperità del 1980, i centri artistici fiorirono notevolmente, e diventò molto popolare e spesso anche molto vantaggioso comprare arte. Il mercato dell'arte globale entrò in un periodo di boom dal 1987, segnato da prezzi record battuti alle aste soprattutto nei settori moderno e contemporaneo, specialmente a New York[310].

[308] C. McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op.cit. p. 4.

[309] Nel 1969 è stata abolita la norma che consentiva ad artisti e mercanti di effettuare donazioni esentasse a musei ed enti pubblici, dichiarando per ciascuna opera valori molto elevati, sulla base delle più alte quotazioni di mercato: l'abolizione di questa norma pose un freno ad un artificiale innalzamento dei prezzi, specie nelle aste. Cfr. A. Vettese, *Investire in Arte,* op. cit. p. 171.

[310] Fu proprio nel boom del 1990 che il famoso *Ritratto del Dottor Gachet* di Van Gogh venne battuto alla cifra record di 82.5 milioni di dollari, nella sede di Christie's a New York, da un magnate giapponese, Ryoei Saito.

La bolla del mercato dell'arte alla fine del 1980 è stata particolarmente esasperata dal continuo comprare dei giapponesi, principalmente nei settori dell'Impressionismo e del Post-impressionismo:[311] questa bolla venne in gran parte alimentata dall'evasione fiscale e dall'inflazione, che portò all'accumulo di ricchezze in beni[312]. Un eccesso di denaro, combinato con una mancanza di discriminazione dei nuovi acquirenti, ha causato però un brusco aumento dei prezzi, spesso con alte cifre pagate per opere mediocri. Questo boom dell'arte è finito improvvisamente nel 1990, con un inaspettato rialzo dei tassi di interesse da parte delle banche giapponesi, che ha portato molti collezionisti ad andare in perdita, spesso a causa di un crollo della liquidità dovuto ad investimenti sbagliati[313]. Molte collezioni sono rimaste nei caveau delle banche, precedentemente fissate come garanzia a fronte dei finanziamenti aziendali, falliti durante la recessione giapponese.

In seguito a questo ribasso internazionale tra il 1990 e il 1991, il mercato dell'arte è avanzato regolarmente sia in termini di volume che di valore. Sebbene in molti settori si è assistito ad una leggera flessione nel 2002-2003, il mercato nel suo complesso ha avuto andamenti crescenti.
Il ventunesimo secolo ha testimoniato la crescita strabiliante delle opere d'arte nel

---

[311] Il grande boom del collezionismo aziendale americano e giapponese si attribuisce quindi a una legislazione particolarmente tenera con gli acquirenti, che consente di detrarre dalle tasse buona parte del denaro speso per le opere d'arte. Nel 1986 negli stati americani viene però abolita questa norma che prevedeva un'importante detrazione fiscale, con l'intenzione di frenare quel processo che andava sempre più somigliando a un'evasione. Queste leggi molto favorevoli hanno lasciato il posto ad altre in modo da lasciare spazio alla sola regola dell'investimento: dal 1987 gli americani hanno comprato arte soprattutto per investire denaro, e non più per risparmiare sulle tasse. Al progressivo irrigidimento della legislazione fiscale statunitense si contrappone un ammorbidimento di molti stati tra cui il Giappone: qui infatti le imprese possono registrare tra i costi le loro collezioni d'arte, al punto che tramite le agevolazioni fiscali lo stato finanzia gli acquisti (in una percentuale fino al 52 %). Questo fenomeno spiega perché dagli anni ottanta i musei nipponici ed europei si siano arricchiti in proporzione più di quelli americani. Cfr. A. Vettese, *Investire in Arte*, op. cit. pp. 171-172.
[312] C. McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. p.4.
[313] James Heilbrun e Charles M. Gray, nel volume *The Economics of Art and Culture*, analizzano il crollo dei prezzi del 1990 utilizzando simultaneamente il Sotheby's Aggregate Index e il Daily Telegraph index of art prices. Nonostante i diversi campi di analisi (non vengono specificate le differenze) i due autori sottolineano come gli indici abbiano registrato un andamento parallelo delle quotazioni. Questo a prova che, seppur costruiti con metodologie differenti, e nonostante prendano in considerazione i soli dati proveniente dalle aste, gli indici del mercato dell'arte a disposizione riflettono un andamento coerente con quanto avviene nel mercato globale inteso in un'accezione più ampia. Cfr, Heilbrun J. e Gray C. M., *The Economics of Art and Culture*. Cambridge, The Edinburgh Building, 2001. pp. 165-167.

mercato internazionale. I valori hanno toccato le cime nel 2007 dopo diversi anni di rapida crescita, con un mercato globale stimato oltre i 65 miliardi di dollari. Questa cifra rappresenta la più alta mai raggiunta, e l'ammontare si è più che duplicato in un periodo di soli cinque anni. Dopo un 2003 che aveva visto i valori in calo, si è assistito a un aumento di valore all'incirca del 28% annuo. Alcune categorie in particolare hanno avuto una crescita vertiginosa, come l'arte contemporanea, l'impressionismo e l'arte moderna. Ed è l'arte contemporanea ad aver avuto una crescita eccezionale, diventando la categoria con i prezzi più alti raggiunti nelle maggiori case d'asta nel 2007. Si analizzeranno ora con maggior attenzione gli anni dal 2008 al 2011 compreso: vengono ritenuti particolarmente importanti nell'analisi del mercato dell'arte per le accentuate fluttuazioni dei prezzi verificatesi.

5.1 L'anno 2008

"2008 will be remembered in art market history as a turning point, beginning in a mood of speculative euphoria and ending in violent contraction. Between the multi-million dollar sales of the spring and the extreme wariness of buyers in the autumn, the art market fell victim to the economic and financial crisis as it spread round the globe[314]"

Dopo sette anni consecutivi di rapida inflazione dei prezzi, il mercato dell'arte ha assistito ad un cambiamento nel 2008, con un calo dovuto sia alla crisi della finanza globale che alla fase della recessione economica.[315]

Il mercato dell'arte figurativa, leader nella fase di espansione, è stato il settore maggiormente colpito dalla contrazione dei prezzi del 2008, con le vendite alle aste in ribasso di oltre un 10% rispetto ai valori del 2007. Il calo dei prezzi nel 2008 rappresenta la caduta più evidente nel mercato dal precedente 1991 (nonostante le cifre del 2008 non siano molto distanti da quelle raggiunte prima del boom del 2007).

[314] Artprice, Art market trends 2008. www.artprice.com.
[315] C. McAndrew, *Fine Art and High Finance,* op. cit. p.5.

Le contrazioni dei prezzi non rivelano le informazioni più importanti del mercato: non indicano quali settori hanno avuto contrazioni più forti rispetto agli altri, o che grado di qualità delle opere fosse presente sul mercato rispetto agli anni precedenti. Il mercato dell'arte ha continuato ad essere dominato dagli Stati Uniti e dall'Inghilterra, che insieme hanno dominato più dei due terzi del commercio artistico globale.

Dopo sette anni di crescita continua dei prezzi, il mercato dell'arte ha registrato un cambiamento radicale nel 2008, in concomitanza con la crisi finanziaria ed economica dei sistemi internazionali. La contrazione dei prezzi che si è verificata è stata paragonata a quella precedente del 1990. Ma le due situazioni derivano da cause esterne differenti. Negli anni '90 il mercato è stato guidato principalmente dalle banche e dai collezionisti asiatici[316], che hanno contribuito a dare una forte accelerazione ai prezzi delle opere moderne e impressioniste; i prezzi sono ben presto saliti alle stelle, anche per lavori di qualità mediocre. Nel 1991 il mercato ha iniziato la sua fase di caduta, anticipata già dai risultati delle ultime aste del 1990, che registravano un tasso di buy-in pari al 25%. Dal 2000 si sono affacciati nuovi collezionisti, provenienti principalmente dalla Russia e dall'Asia. Questo nuovo lato della domanda si è dimostrato fin dall'inizio frenetico, con una partecipazione alle case d'asta in aumento del 47% rispetto alla decade precedente; ma questi buyers hanno dimostrato d'essere fin dall'inizio più attenti e selettivi nella selezione delle opere, probabilmente messi in guardia dalla bolla speculativa degli anni 90. Il volume delle vendite, ad ogni modo, ha continuato a salire; alla fine del 2008 il fatturato registrato dalle vendite all'asta è stato di 8,3 miliardi di dollari. Il giro d'affari complessivo, tenendo conto anche delle vendite dichiarate dai *dealers* privati, ammonterebbe a circa 43 miliardi di euro, un valore pari al prodotto interno lordo (annuo) di un paese come la Croazia[317]. Questo risultato eccezionale fa ancora più effetto se paragonato ai valori che si sono registrati negli anni tra il 2000 e il 2005, che hanno registrato fatturati tra i 2,5 milioni di dollari e i 4,2 milioni circa.

[316] A questo proposito si veda Hiraki T., Ito A., Spieth D. A. e Takezawa N., How did Japanese Investment influence International Art Price. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 44, n. 6, dic. 2009, pp. 1489-1514.
[317] Fonte: Art Market Report, MPS, 2008.

Un altro fattore importante che riguarda le vendite di questo periodo è stata la presenza attiva nelle vendite all'asta di artisti come Damien Hirst, Jeff Koons, Richard Prince, che hanno decretato l'immissione degli artisti contemporanei nello *star system* del mercato dell'arte[318]. Nel maggio 2008 l'equilibrio economico globale ha però generato un'atmosfera di incertezza anche in questo segmento; nonostante ciò, le aste tenute da Christie's e da Sotheby's a New York si sono concluse con delle vendite per oltre 1,2 miliardi di dollari e con trentuno nuovi prezzi record d'artista. Il valore ribassato del dollaro ha incitato i collezionisti europei, che si sono aggiudicati ben il 41% delle vendite totali delle opere d'arte moderna e impressionista. Oltre a *Le Pont du chemin de fer* di Monet (Christie's, 37 milioni di dollari), e all'*Etude puor la femme en bleu* di Fernand Leger (Sotheby's, 35 milioni di dollari), l'opera che ha registrato il maggior guadagno è stato il famoso *Trittico* di Francis Bacon, battuto il 14 maggio da Sotheby's per 77 milioni di dollari e acquistato dal miliardario russo Roman Abramovich[319] (che nella stessa seduta fece raggiungere il nuovo prezzo record all'artista Lucien Freud, acquistando l'opera *Benefits Supervisor Sleeping* per 30 milioni). Il prezzo pagato per il Trittico è stato il più alto battuto dal 2006, anno in cui venne aggiudicato il dipinto di Gustav Klimt *Portrait of Adele Bloch-Bauer II*.

Tra il gennaio e il giugno 2008, quindi, il mercato dell'arte è risultato essere immune agli accadimenti esterni, registrando un fatturato globale di 5,5 miliardi di dollari; l'inversione di tendenza si è verificata a settembre, con un calo dell'indice dei prezzi[320] del 30% rispetto al semestre precedente. Nonostante nel mese di settembre si siano registrate vendite eccezionali (come l'asta monografica delle opere di Damien Hirst, *Beautiful inside my head forever*, conclusasi con un fatturato di 171,6 milioni di dollari), nella seconda metà del 2008 si è avuto un crollo del 55%. I dati riguardanti il tasso di buy-in risultano quanto mai strabilianti: 27% per Sotheby's, 45% per Christie's, 46% per Phillips de Pury. Il tasso medio di invenduto nell'ottobre 2008 è stato del 43,6%, più del doppio rispetto a quello dell'anno precedente.

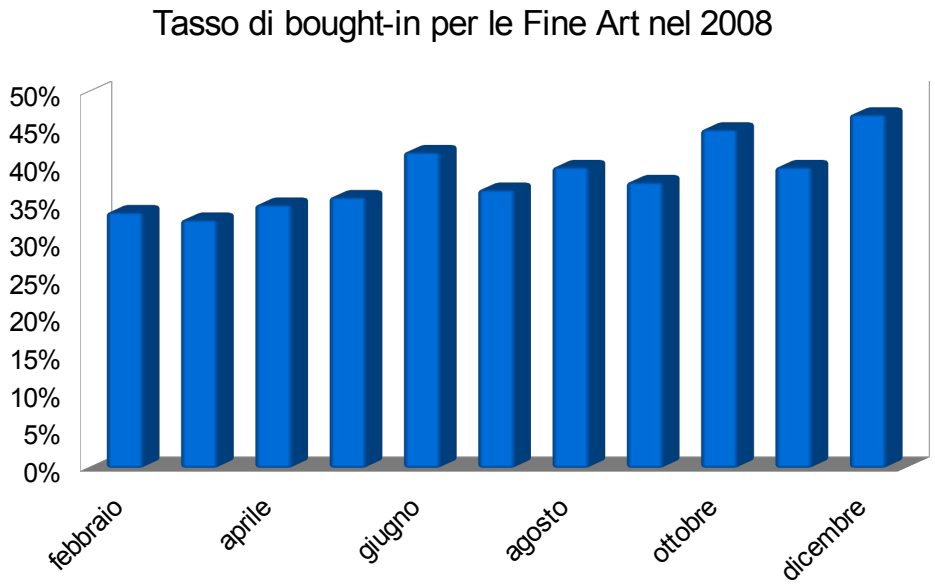
---

[318] Artprice, Art market trends 2008. www.artprice.com.

[319] Il prezzo finale pagato per l'opera è stato di 86,2 milioni di dollari, al netto delle commissioni. Fonte: http://www.repubblica.it/2006/08/gallerie/spettacoliecultura/bacon-record/1.html .

[320] In questo caso si fa riferimento all'indice AMCI, lo strumento di analisi di Artprice. Cfr, www.artprice.com.

Figura 5.1 Tassi di bought-in nel 2008



Fonte: Artprice, Art market trends 2008.

Questo calo improvviso non dipende solamente dalla crisi economica globale, seppur non si possa dire che non abbia avuto peso; ma è stata la corsa frenetica alla vendita dei mesi precedenti che ha portato ad un innalzamento dei prezzi "impulsivo", senza alcuna logica. Il 6 novembre Christie's ha avuto un tasso di bought-in del 44%; il giorno dopo l'indice AMCI raggiunse un livello del -26,6%[321].

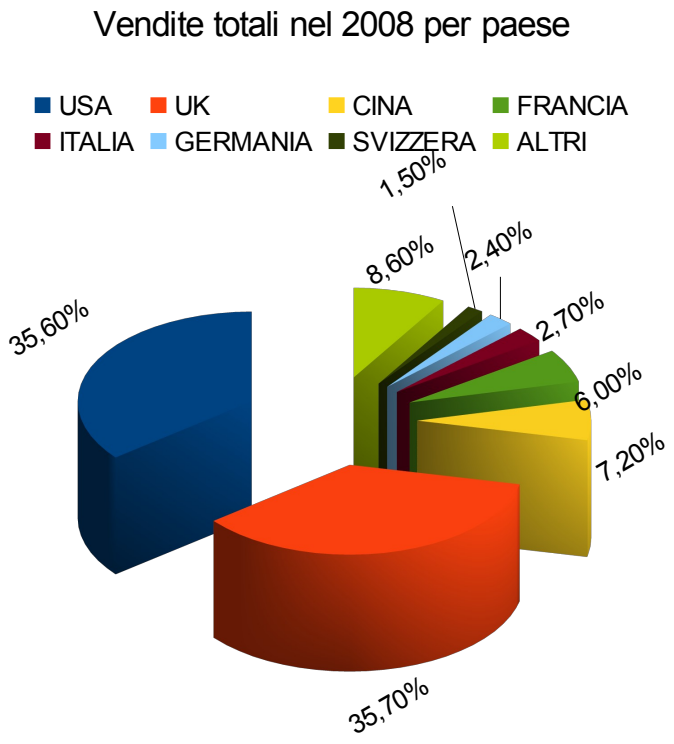
Se la crisi del 1991 ha posto un freno generale nelle vendite all'asta, nel 2008 si può Affermare che più che altro si è verificata una maggior selettività nell'acquisto delle opere; le nuove generazioni di collezionisti hanno investito in massa sugli artisti contemporanei, concentrando il loro denaro soprattutto sulle opere di maggior *trend*. Nel 2008, infatti, il 32,3% delle vendite totali riguarda l'arte del segmento Post-war e dell'arte Contemporanea, registrando il 35% del fatturato globale.

In concomitanza con il calo delle vendite, si è verificato il ritorno del centro globale dell'arte a Londra, per anni detenuto dalla piazza di New York. Nel 2008

[321] A questo proposito si veda anche: http://www.intoscana.it/intoscana2/opencms/intoscana/sito-intoscana/Contenuti_intoscana/Canali/Made-in-Toscana/visualizza_asset.html?id=807989&pagename=704616

la Grande Mela ha registrato un fatturato di 2,9 miliardi di dollari, un miliardo in meno rispetto all'anno precedente; e sempre nel 2007, gli Stati Uniti avevano generato il 43% delle vendite globali dell'arte. Nel 2008 c'è stata una contrazione delle vendite del -22,8%, realizzando "solo" il 35,6% delle vendite totali. Londra è quindi risalita al primo posto per il numero di vendite registrate, con un fatturato di soli 8 milioni di dollari in più rispetto a New York.

Figura 5.2 Vendite all'asta per paese nel 2008



Fonte: Artprice, Art market trends 2008.

Se quindi la piazza americana ha avuto una contrazione del numero delle vendite, Londra ha visto un incremento delle entrate di 271 milioni di dollari rispetto al 2007, per un fatturato totale di 2.958 milioni di dollari; si è quindi aggiudicata il primo posto al mondo, rappresentando il 35,7% del giro d'affari globale.

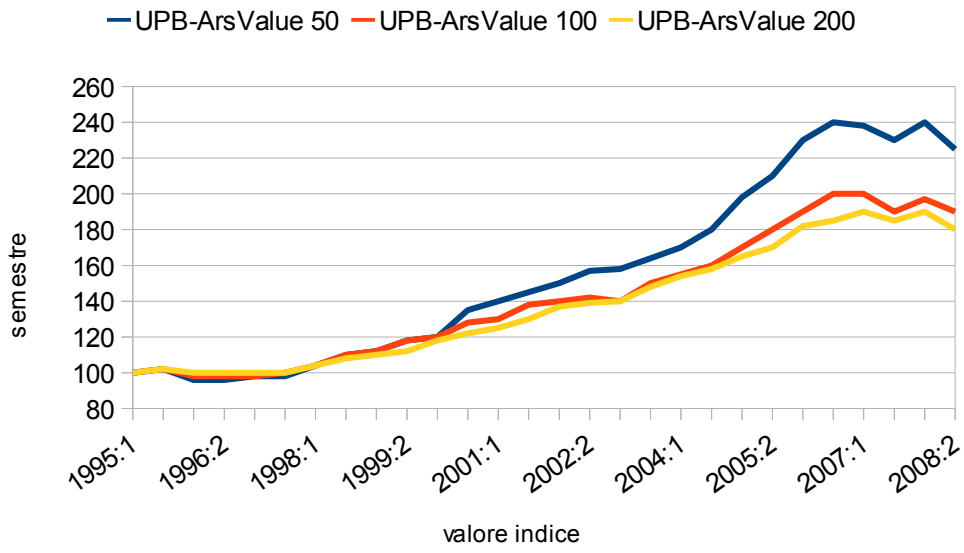
Per quanto riguarda il mercato dell'arte in Italia, sono state registrate delle contrazioni ma senza effetti devastanti. L'indice UPB- ArsValue, che monitora l'andamento del mercato dell'arte italiano, per i settori moderno e contemporaneo,

ha registrato una leggera flessione nel corso del 2008. L'indice UPB- ArsValue 50, che si concentra sull'andamento dei 50 maggiori artisti scambiati nel nostro paese, ha visto una flessione del 3,19%; l'indice UPB- ArsValue 100 una contrazione del 3,67%, e quello UPB- ArsValue 200 del -4,78%. Dopo un inaspettato rialzo nel primo semestre del 2008, anche questo settore è stato colpito, seppur in modo parziale, dalla crisi economica globale. Ma, sempre secondo l'indice UPB- ArsValue, l'arte ha registrato buone performance rispetto ad altri settori di investimento. Chi ha investito in azioni diversificate di livello globale, infatti, ha subito perdite mediamente del -42%; parallelamente, le borse europee hanno registrato un calo del -43%, e quella italiana del -49%[322]. Andamento contro corrente rispetto ai risultati ottenuti dalle aste nel primo semestre dell'anno, che nonostante abbiano registrato un tasso di buy-in in rialzo, non hanno sicuramente subito gravi perdite. Nella figura 5.3 viene riportato l'andamento degli indici UPB- ArsValue 50, UPB- ArsValue 100 e UPB- ArsValue 200 per il periodo 1998-2008.

Se si analizza un orizzonte temporale di tre anni, quindi il periodo 2005-2008, si può facilmente riscontrare come tutti gli indici azionari abbiano registrato rendimenti negativi, ad eccezione di quelli dei paesi emergenti, che hanno visto un rialzo dei valori del 15%. Per lo stesso periodo, gli indici UPB- ArsValue 50, 100 e 200 hanno registrato rispettivamente una crescita del 6,51%, 3,21% e 3,84%. In un orizzonte temporale di dieci anni l'arte si è dimostrata un buon investimento alternativo, decisamente proficuo e adatto alla diversificazione di un portafoglio. Chi ha deciso di investire i propri risparmi nei cinquanta maggiori artisti italiani, ha visto il proprio capitale raddoppiare, con un rendimento del +109% nel periodo in analisi, e un tasso annuo del 7,64%. Allo stesso modo, l'indice UPB- ArsValue 100 ha garantito un rendimento del 70%, per un 5,43% annuo; UPB- ArsValue 200, invece, un 67% di rendimento totale e un 5,25% annuo. Le borse azionarie mondiali hanno registrato un +6,51% per il periodo 1998-2008, con un tasso annuo dello 0,63%; quelle europee ed italiane in particolar modo hanno avuto un andamento decisamente più negativo.

[322] Fonte: http://www.arsvalue.com/webapp/ars_consulenza/analisi_mercato/dettaglio.aspx?i=4336

Figura 5.3 Andamento degli indici UPB- ArsValue per il mercato dell'arte in Italia, 1998-2008



Fonte: www.arsvalue.com

Hanno registrato, rispettivamente, un -19,54% e un -15,01%[323]. Solo chi ha investito nei titoli azionari dei paesi emergenti ha visto il proprio capitale crescere a un valore pari al +9,97% annuo. Tra gli artisti italiani che hanno garantito i profitti maggiori troviamo Giorgio Griffa, Agostino Bonalumi, Rodolfo Aricò, Enrico Castellani, Carla Accardi e Mimmo Rotella.

Nella Tabella 5.1 vengono riportate le 10 opere che hanno raggiunto i prezzi di vendita più elevati nell'anno 2008.

[323] Fonte: http://www.arsvalue.com/webapp/ars_consulenza/analisi_mercato/dettaglio.aspx?i=4336 .

Tabella 5.1 Top 10 Hammer Price 2008

2008	Artista	Opera	Vendita
1	BACON Francis	$ 77,000,000: «*Trittico*» (1976)	14 maggio (Sotheby's, NY)
2	MONET Claude	£ 36,500,000: *Le bassin aux nympheas* (1919)	24 giugno (Christie's, LONDRA)
3	MALEVIC Kasimir	$ 53,500,000: *Suprematisch Composition* (1919)	3 novembre (Sotheby's, NY)
4	BACON Francis	£ 23,500,000: «*Untitled*» (1974/77)	6 febbraio (Christie's, LONDRA)
5	ROTHKO Mark	$ 45,000,000: «*No. 15*» (1952)	13 maggio (Christie's, NY)
6	MONET Claude	$ 37,000,000: *Le pont du chemin de fer à Argenteuil* (1873)	6 maggio (Christie's, NY)
7	BACON Francis	£ 17,800,000: «*Study of Nude with Figure in a Mirror*» (1969)	27 febbraio (Sotheby's, LONDRA)
8	LEGER Fernand	$ 35,000,000: «*La Femme en Bleu*» (1912/13)	7 maggio (Sotheby's, NY)
9	MUNCH Edvard	$ 34,000,000: *Vampire* (1894)	3 novembre (Sotheby's, NY)
10	DEGAS Edgar	$ 33,000,000: *Danseuse au repos* (1879)	3 novembre (Sotheby's, NY)

Fonte: Artprice, Art market trends 2008.

5.2 L'anno 2009

"Nella storia del mercato dell'arte, il 2009 verrà ricordato come l'anno del risanamento in cui è stato però evitato il tanto temuto crollo"[324]

Nel 2009 il mercato dell'arte moderna e contemporanea è stato segnato dalla crisi economica mondiale, e risalta ancora di più se comparato al 2007, periodo in cui le aste avevano registrato vendite eccezionali. La crisi ha condotto il mercato mondiale verso una selezione degli artisti e delle opere, concentrando l'attenzione sulle firme consolidate e sulle opere storiche; una revisione verso il basso delle stime delle case d'asta; una modifica nella classificazione dei collezionisti per

[324] Thierri Ehrmann, fondatore di Artprice. Artprice, *Rapporto Annuale del mercato dell'arte*, 2009.

fasce di spesa[325]. Il mercato dell'arte, e soprattutto quello dell'arte contemporanea, non è sfuggito alla crisi economica mondiale. Gli ambiti più colpiti sono stati quelli dell'arte emergente (oggetto di grandi vendite speculative prima della crisi) e quelli dell'arte "di lusso", ovvero quelle opere con un valore superiore al milione. Dopo gli investimenti meramente speculativi e impulsivi che avevano guidato il mercato negli anni 2005-2008, i collezionisti hanno rivolto la propria attenzione verso opere più abbordabili e dai nomi più sicuri. Dal secondo semestre del 2008 il declino è stato repentino e rilevante su tutte le principali piazze internazionali; il mercato degli Stati Uniti, rispetto a quello europeo, ha mostrato una flessione maggiore dovuta alla più marcata esposizione sul segmento dell'arte contemporanea[326].

Tuttavia, neanche la crisi è riuscita a frenare la vitalità di questo mercato, che ha iniziato sempre più ad espandersi verso est.

Il 2009 ha visto un mercato dell'arte molto cambiato rispetto a quello degli anni precedenti. La crisi economica mondiale ha spinto i collezionisti ad una maggior prudenza negli acquisti, ha contribuito ad allontanare gli speculatori attratti da facili profitti, e a far si che l'attenzione generale si focalizzasse nuovamente più sulla qualità delle opere che non sulla quantità.

Si è visto nel paragrafo 5.2 come la bolla speculativa del 2008 abbia gonfiato i prezzi a dismisura, facendoli salire a livelli che non furono raggiunti nemmeno durante la precedente bolla del 1990. L'altissimo livello di inflazione ha portato, negli Stati Uniti, ad un aumento dei prezzi dell'88% tra il 1990 e il 2007. Dal settembre 2008 la crisi economica si è infiltrata nel mercato dell'arte; dopo la vendita sensazionale delle opere di Damien Hirst effettuata da Sotheby's, i livelli di invenduto sono aumentati rapidamente. Per quanto potesse essere prevedibile, questo calo impressionante ha colpito duramente le case d'asta; oltre ad alcune misure di riorganizzazione interna (ad esempio Christie's ha deciso di "unire" le aste di arte antica e dell'ottocento) le case d'asta hanno notevolmente ridotto i prezzi di riserva (nel dicembre 2008 Christie's International ha annunciato un abbassamento del 10% minimo) e le garanzie[327]. Il clima di sfiducia che si è creato

[325] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.
[326] Fonte: Art Market Report, dicembre 2009, Gruppo Monte Paschi.
[327] In questo caso con il termine garanzia si intende il prezzo fissato in anticipo tra il venditore e la casa d'asta. Se l'opera rimane invenduta, la casa d'aste si impegna a comprarla al prezzo pre-

con la crisi finanziaria ha portato ad un crollo pari al 59% nel numero di aste milionarie negli anni 2007-2009: in particolar modo il mercato dell'arte contemporanea "di alto livello" ha subito una contrazione delle vendite milionarie del 77%. Rimane ad ogni modo sorprendente notare come il numero di aste milionarie del 2009, seppur fortemente diminuite, resta ancora più alto rispetto a quelle registrate prima del 2004.

Nel primo trimestre 2009 Christie's ha visto una contrazione dei propri guadagni nel settore delle belle arti pari al 43%, mentre Sotheby's ha perso il 58%; il corso delle azioni di Sotheby's, che nel 2007 aveva superato i 50 dollari, è crollato nel 2009 a 6,3 dollari[328].

Il giro d'affare del settore Fine Art ha perso 3,7 miliardi di dollari rispetto al 2008, ed è solo la metà di quanto raggiunto nel 2007. Il Regno Unito ha registrato una perdita di 1,9 miliardi di dollari (rispetto al 2008), gli Stati Uniti 1,6 miliardi di dollari.

I prezzi hanno iniziato a stabilizzarsi tra il secondo e il terzo trimestre del 2009; nel mese di ottobre, anzi, è stato anche registrato un leggero rialzo, in concomitanza con il recupero degli indici Dow Jones e Standard's and Poor 500. Il mercato già alla fine dell'anno sembra aver ritrovato una certa fiducia, con un tasso di invenduto pari al 37%, contro il 40% registrato nel primo semestre (e del 43% nell'autunno 2008). Nella figura 5.4 vengono riportati i tassi di invenduto per paese nel 2009.

Tre sono gli avvenimenti di rilevante importanza verificatisi in questo periodo nel mercato dell'arte: primo, si è assistito ad un'inversione di tendenza rispetto al periodo speculativo. Durante il 2009, infatti, è stata la domanda a fare da padrona, non più l'offerta. Secondo, il numero di opere presentate con stime tra i 10000 e i 100000 dollari è passato dal 22% del 2007 a un 14%; ben il 75% dei lotti presentati erano stimati meno di 5000$.

Terzo, il declino dell'arte contemporanea è stato controbilanciato dal consolidamento delle opere di arte antica e moderna: se le vendite di arte contemporanea sono scesi dal 16% al 10%, quelle di arte antica hanno registrato

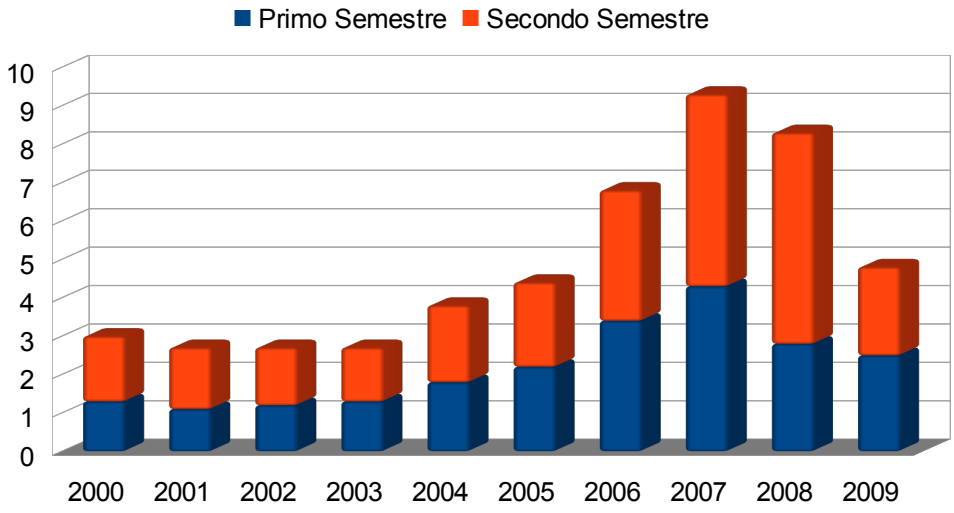
---

fissato. Cfr, Artprice, *Rapporto Annuale del mercato dell'arte*, 2009.

[328] Fonte: Artprice, *Il mercato dell'arte contemporanea 2009/2010. Il rapporto annuale di Artprice*. Www.artprice.com

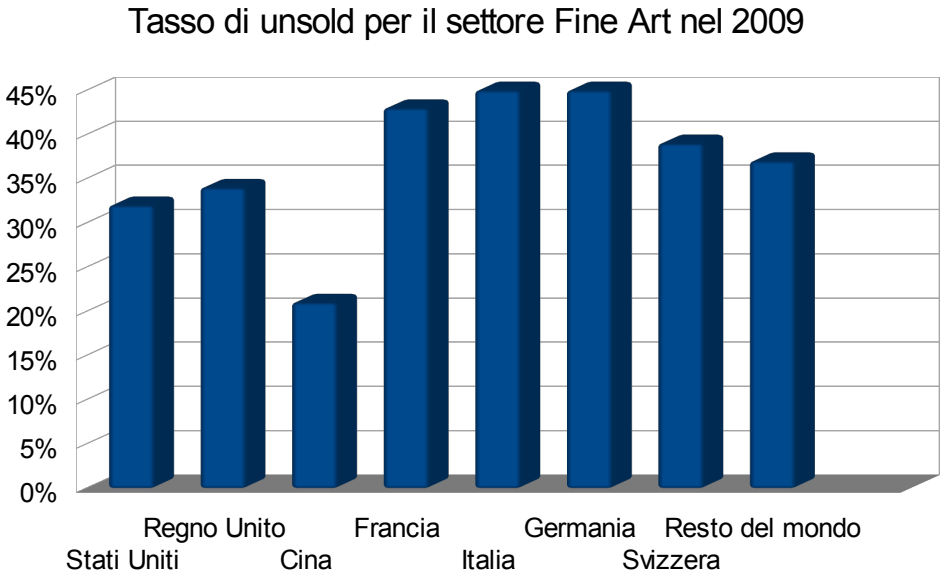
un rialzo dal 6,8% al 12,5% e quelle di arte moderna dal 44% al 48%.

Figura 5.3 Proventi delle vendite all'asta del settore Fine Art (2000-2009)



Artprice, *Rapporto Annuale del mercato dell'arte*, 2009.

Figura 5.4 Tasso di unsold nel settore Fine Art nel 2009



Artprice, *Rapporto Annuale del mercato dell'arte*, 2009.

I prezzi dell'arte contemporanea sono esplosi tra il gennaio del 2002 e il gennaio del 2008, e le opere di questo segmento con stime superiori ai 100000$ sono cresciute dal 4% al 20% in soli sei anni; ma nel 2009 si è avuta un'inversione di tendenza. L'arte contemporanea ha ricoperto solo il 12% del segmento del mercato definito "di lusso", con un crollo dei prezzi, come si è visto, del 40% circa rispetto all'anno precedente. Per avere un'idea della crisi che ha colpito questo settore, basti pensare che nel maggio 2009 le tre *majors* (Christie's, Sotheby's e Phillips de Pury & Co.) hanno registrato un fatturato globale sulla piazza di New York di 180 milioni di dollari, ben 660 milioni in meno rispetto alle vendite dell'anno precedente. Sempre nel maggio 2008 Sotheby's realizzò la cifra record di 320 milioni di dollari; l'anno dopo solo 40 milioni. E questo fenomeno non ha limitato solo gli artisti "minori". Gupta, principale rappresentante dell'avanguardia indiana, ha avuto un giro d'affari del -95%; Takashi Murakami ha registrato un fatturato di un decimo rispetto all'anno precedente; le opere di Damien Hirst sono state presentate con prezzi quattordici volte più bassi di quelli del 2008. Nonostante la crisi, l'effetto reale non è stato così disastroso: i livelli dei prezzi dell'arte contemporanea sono ritornati ad essere in linea con quelli del 2004.

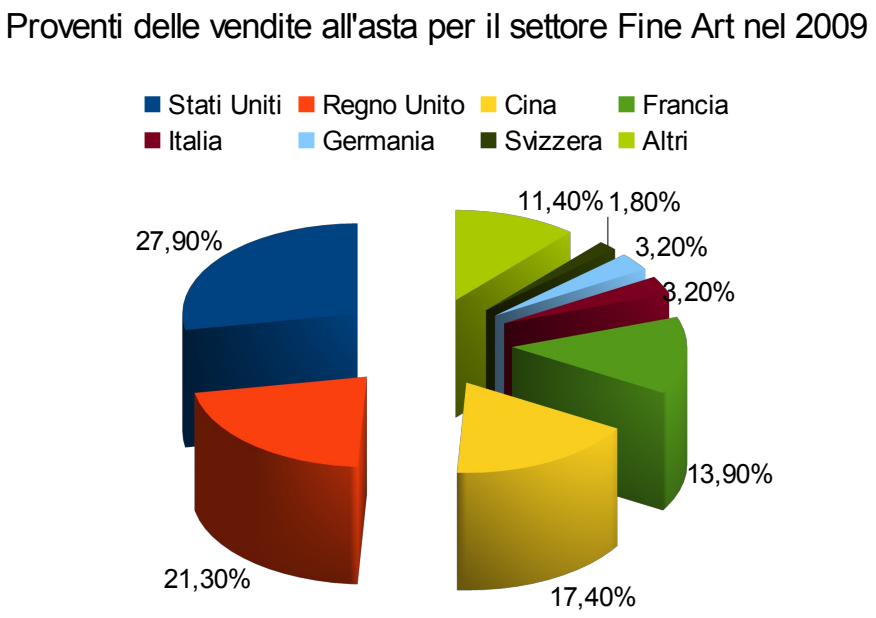
Nelle sedute del 7 e dell'8 luglio Christie's e Sotheby's hanno ottenuto, a Londra, buoni risultati con le vendite di arte antica. Le opere degli Old Masters hanno registrato un giro d'affari di 64 milioni di dollari, un milione in più rispetto al 2008. Ed è invece nella seduta dell'8 dicembre che Christie's annuncia quattro record durante l'asta di arte antica: il record mondiale è di Raffaello, con il disegno "*Testa di una Musa*", battuto per 42,7 milioni di dollari[329]. Del resto questo settore fa registrare forti guadagni anche sul mercato asiatico, che farà raggiungere i primi posto nella classifica delle vendite dei disegni ad artisti cinesi, che per la prima volta hanno superato maestri come Leonardo da Vinci, Michelangelo o Goya. Nonostante i numerosi record per l'arte antica, i tassi di unsold si sono mantenuti molto elevati; elemento che mostra una volta di più la volontà dei collezionisti di voler acquistare opere solo di ottima qualità.

Con un giro d'affari di 1,3 miliardi di dollari nel 2009, l'America torna ad essere leader mondiale delle vendite per il settore Fine Art (nonostante un calo del 55%);

[329] A questo proposito si veda: Tortora F., *Raffaello oltre ogni record*. 21 ottobre 2009, in www.ilcorriere.it

al secondo posto, con un miliardo di dollari, il Regno Unito. La Cina conferma il suo terzo posto, con un fatturato che è esploso del 25%: solo per 170 milioni di dollari non si è aggiudicata i secondo posto. Segue la Francia.
Nella figura 5.4 viene illustrato il giro d'affari globale suddiviso per paese, sempre nel 2009.

Figura 5.4 Proventi delle vendite all'asta per il settore Fine Art nel 2009



Fonte: Artprice, *Rapporto Annuale del mercato dell'arte*, 2009.

Nella tabella 5.2 vengono riportati, infine, i lotti venduti ai prezzi più elevati per l'anno preso in considerazione. Se confrontata con quella dell'anno precedente, è facile notare come l'inversione della tendenza nei gusti e nelle preferenze dei collezionisti sia stata decisamente marcata.
Se da un lato i collezionisti e gli investitori hanno maturato una certa diffidenza per le mode temporanee e le bolle speculative su artisti non ancora affermati, dall'altro la domanda non si è contratta per le firme consolidate o per le opere proposte a prezzi ragionevoli.

Tabella 5 Top 10 delle vendite all'asta per il 2009

1	RAFFAELLO	£ 26.000.000: *Testa di una musa*	8 dicembre (Christie's, LONDRA)
2	MATISSE Henry	€ 32.000.000: *Les coucous, tapis bleu et rose* (1911)	23 febbraio (Christie's, PARIGI)
3	WARHOL Andy	$ 39.000.000: *299 One Dollar Bills* (1962)	11 novembre (Sotheby's, NY)
4	BRANCUSI Costantin	€ 26.000.000: *Madame L. R.* (1914/17)	23 febbraio (Christie's, PARIGI)
5	REMBRANDT VAN RIJN	£ 18.000.000: *Portrait of a man with arms akimbo* (1658)	8 dicembre (Christie's, LONDRA)
6	MONDRIAN Piet	€ 19.200.000: *Composition bleu, rouge, jaune et noir* (1922)	23 febbraio (Christie's, PARIGI)
7	WU Bin	CNY 151.000.000: *Eighteen arhats*	22 novembre (Poly Int. Auction Co., Ltd BEIJING)
8	GIACOMETTI Alberto	$ 17.200.000: *L'homme qui chavire* (1950)	4 novembre (Sotheby's, NY)
9	DEGAS Edgar	£ 11.800.000: *Petite danseuse de quatorze ans* (1879/81)	3 febbraio (Sotheby's, LONDRA)
10	MONDRIAN Piet	€ 12.800.000: *Composition avec grille 2* (1918)	23 febbraio (Christie's, PARIGI)

Fonte: Artprice, *Rapporto Annuale del mercato dell'arte*, 2009.

5.3 L'anno 2010

"Il mercato dell'arte mondiale ha subito un elettroshock storico: la conquista della prima posizione mondiale da parte della Cina nelle aste di belle arti"[330]

[330] Thierri Ehrmann, fondatore di Artprice. Artprice, *Tendenze del mercato dell'arte 2010*. www.artprice.com .

Si è visto come nel 2007 si sia affacciata, sul mercato globale, la Cina, che ha superato, in vendite percentuali, potenze come la Francia e la Germania. Il gigante asiatico ci ha messo solo tre anni per passare dal terzo gradino al podio, strappato alla Francia già nel 2007, superando definitivamente Regno Unito e Stati Uniti, padroni indiscussi del mercato dell'arte dagli anni Cinquanta in poi. Il mercato cinese si è imposto come nuovo motore di crescita per l'arte: se l'Asia registra il 36% del fatturato mondiale, il 33% viene realizzato solo dalla Cina. Nel 2010 sono state qui registrate vendite per 3 miliardi di dollari, spingendo quindi al secondo posto gli Stati Uniti, con il 30% del fatturato mondiale; al terzo posto segue il Regno Unito, con il 19% delle vendite e un fatturato per 1,8 miliardi di dollari, a cui segue la Francia, che conserva il quarto posto con il 5% (diversamente dal 13,9% del 2009) delle vendite globali per un totale di 475 milioni di dollari.

Nonostante il perdurare della crisi economica, per le grandi aste internazionali dell'arte il 2010 è stato un anno di recupero di volumi e di prezzi[331].

Tra il 2009 e il 2010 il giro d'affari complessivo delle vendite delle opere d'arte a livello globale è quasi raddoppiato, con un fatturato pari a circa 9,36 miliardi di dollari, una cifra quasi uguale a quella raggiunta nel 2007.

Il 2010 è stato un anno veramente ricco di eventi in questo settore; tra il 2004 e il 2008 si è avuta un'impennata dei prezzi senza precedenti, con la conseguente contrazione tra l'ottobre del 2008 e l'estate del 2009, per arrivare poi a una ripresa dei livelli dei prezzi che hanno toccato i massimi storici. Senza dimenticare come il baricentro del mercato si sia spostato ad Oriente.

Anche la struttura stessa del mercato ha subito dei cambiamenti, soprattutto grazie allo sviluppo delle vendite online e allo sviluppo sensazionale delle fiere d'arte che si tengono in ogni parte del mondo. Il clamore mediatico, si legge sul rapporto di Artprice, ha contribuito a rendere gli investimenti nei beni culturali un nuovo fenomeno socioculturale. E questa assimilazione del campo dell'arte a quello della finanza ha portato alla nascita della borsa dell'arte: dopo l'esperienza di Sotheby's, nel 2009 il governo cinese ha lanciato la Shenzen Cultural Asset and Equity Exchange (SZCAEE), la borsa dei beni culturali nella città cinese.

[331] Fonte: Mansueto A., *Mercato dell'arte: il 2010 e il 2011*. 31 gennaio 2011, in http://www.soldionline.it/notizie/economia-politica/mercato-dell-arte-il-2010-e-il-2011

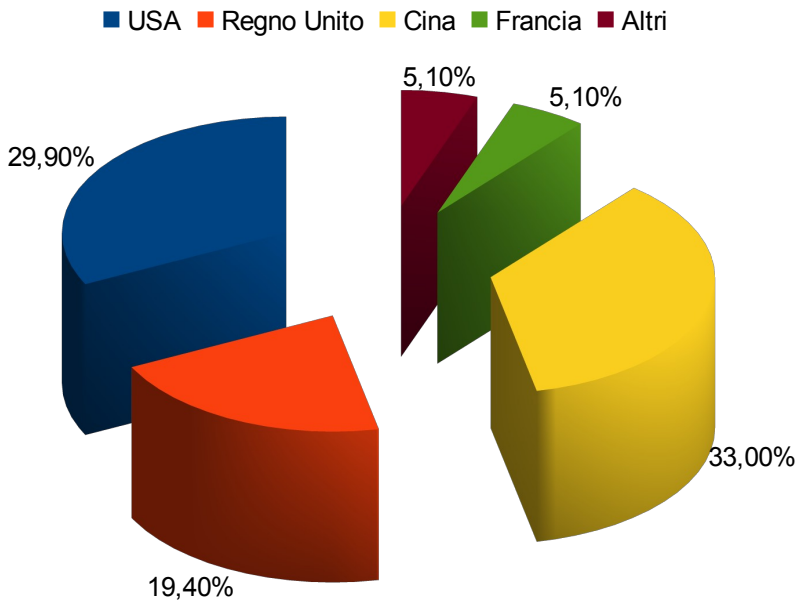
Altro elemento fondamentale, come si è accennato sopra e nel paragrafo precedente, è la rivoluzione geopolitica del mercato globale dell'arte. Dopo la crisi di Lehman Brothers nel 2008, la Cina è diventata il principale motore di ripresa dell'economia globale; oltre a questo, il governo cinese si è sempre più impegnato nel sostegno e nella promozione dell'arte e degli artisti cinesi contemporanei (basti pensare all'importanza attribuita all'arte e alla cultura durante la celebrazione delle olimpiadi a Pechino).

La Cina è, attualmente, il primo paese al mondo per le vendite all'asta. Il mercato europeo (compreso il Regno Unito), al contrario, è in declino da dieci anni, nonostante il giro d'affari sia quasi triplicato dal 2002 al 2010. Fino a una decina di anni fa il continente europeo deteneva il primato delle opere offerte sul mercato: l'80% dei lotti venduti a livello globale provenivano dall'Europa, realizzando il 55% dei ricavi annui per il settore Fine Art. Già nel 2010 questi valori sono scesi rispettivamente al 66% e al 33%. negli Stati Uniti il numero dei lotti venduti è rimasto più stabile, oscillando sempre tra il 14% e il 16%. L'Asia nel 2010 ha realizzato il 36% del fatturato globale.

Anche nella "lotta" tra le case d'asta la Cina si è imposta con forza: se Christie's e Sotheby continuano a dominare le prime due posizioni, generando la metà del loro fatturato nella sede di New York, detengono un 10% scarso in quella di Hong Kong. Nel 2010 hanno ottenuto un giro d'affari per 2,47 miliardi di dollari (Christie's) e 2,41 miliardi di dollari (Sotheby's); seguono Poly International, con un fatturato di 677,9 milioni di dollari, China Guardian (498 milioni di dollari) e Beijing Hanhai Art Auction, con un totale di 256,1 milioni di dollari. Phillips de Pury & Co. scende al sesto posto, seguita da altre case d'asta cinesi, per ritrovare poi solo al dodicesimo posto un'altra casa d'aste occidentale, Bonhams. Il centro di Pechino ormai è diventato il secondo centro globale per il commercio dell'arte, a seguito di New York per soli 400 milioni di dollari.

L'atmosfera per così dire pessimista che aveva colpito il mercato dell'arte nell'ultimo anno e mezzo è scomparsa nel primo semestre del 2010, soprattutto per le fasce più alte del mercato. È proprio in questo periodo che sono state registrate delle vendite sensazionali non solo per i record di prezzi battuti, ma perchè sono state le vendite migliori mai realizzate nel mercato delle aste.

Figura 5.5 Fatturato globale delle aste per l'anno 2010



Fonte: Artiprice, Tendenze del mercato dell'arte 2010.

In questi mesi due pilastri del mercato dell'arte si sono "sfidati" nelle più grandi aste a livello mondiale: Alberto Giacometti, con "*L'Homme qui marche I*", e Pablo Picasso, con l'opera "*Nude, Green Leaves and Bust*". Picasso ha visto la sua opera venduta per 95 milioni di dollari, contro i 92,5 offerti per l'artista svizzero. Queste cifre confermano la tendenza dei collezionisti a focalizzarsi sulle opere di qualità nota, senza addentrarsi troppo in scelte poco sicure dal dubbio valore economico[332]. L'opera di Picasso è rimasta imbattuta (tenendo però conto che si parla solo di vendite all'asta, senza considerare le transazioni private[333]) fino al 2 maggio 2012, quando "*L'Urlo*" di Munch ha raggiunto da Sotheby's 120 milioni di dollari.

Anche l'indice UPB- ArsValue per il mercato italiano ha registrato una lenta

[332] Remotti M., *Giacometti batte Picasso con 65 milioni di sterline: l'opera più pagata della storia*. In ArtEconomy24, 4 febbraio 2010.

[333] A febbraio 2012 risale la vendita privata più alta mai realizzata per il mercato dell'arte; si tratta dell'opera "*I giocatori di carte*" di Cezanne, di cui si trovano altri tre esempi nei maggiori musei al mondo, che sarebbe stata venduta per 250 milioni di dollari. Seguono il celebre "*Number 5 (1948)*" di Jackson Pollock, per 140 milioni, "*Woman III*" di Willem de Kooning (137,5 milioni di dollari) e "*Adele Boch-Bauer I*" di Gustav Klimt, per 135 milioni. Le opere di Munch e Picasso scenderebbero allora solo al quinto e sesto posto.

ripresa dopo le continue flessioni susseguitesi dalla crisi del 2008. Dal rallentamento verificatosi a partire dal primo semestre del 2007, gli indici hanno registrato performance al ribasso per sei mesi consecutivi; resta tuttavia una discesa contenuta se confrontata con i ribassi registrati dai mercati finanziari[334]. Ad esempio l'indice Eurostoxx 50, indice rappresentativo delle borse europee, ha registrato un calo dal 2006 al 2010 del 30%, mentre l'indice UPB- ArsValue si è arrestato con un -15,45%.

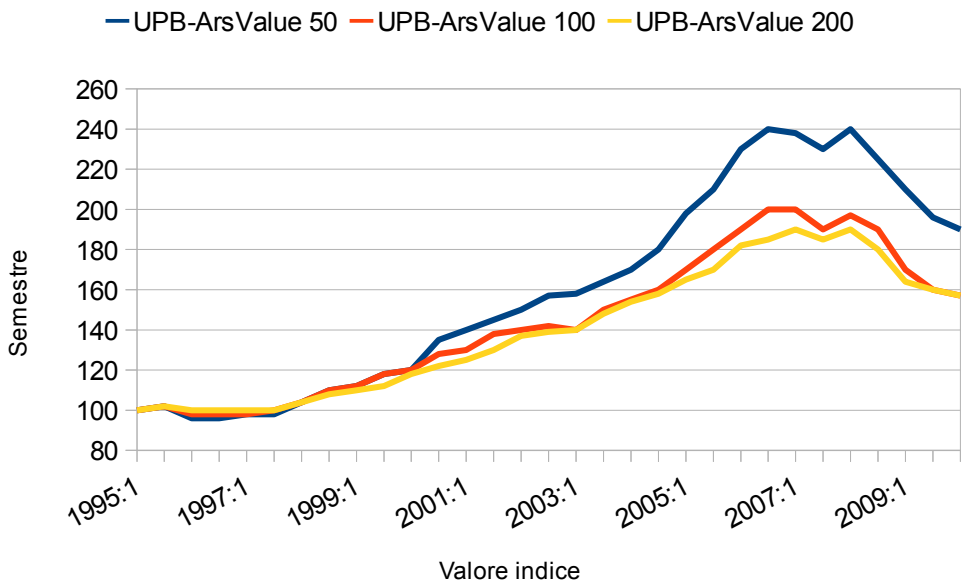
I rendimenti degli indici nel più lungo periodo, ovvero dal 2000 al 2010, i rendimenti registrati dai tre indici per il mercato dell'arte in Italia è stato del +60,55% per l'indice UPB- ArsValue 50, del 34,26% per l'indice UPB- ArsValue 100 e del 35,75% per l'indice UPB- ArsValue 200. E' stato notato un segnale di ripresa a partire dal primo semestre del 2010; nonostante la crisi, il mercato dell'arte ha saputo reagire bene anche in Italia. Nella figura 5.6 vengono riportati gli indici UPB- ArsValue.

Gli artisti facenti parte dell'indice UPB- ArsValue 200 che hanno registrato prezzi in salita sono stati 85; nonostante sia un valore inferiore alla media (cento) è un segnale positivo se paragonato ai 71 del 2009 o ai 55 del secondo semestre 2008. Ad ogni modo, chi ha avuto la fortuna di investire nei primi 20 artisti, ha ottenuto dei rendimenti veramente cospicui; vengono rappresentati nella tabella 5.3.

Si è visto quindi come la crisi finanziaria abbia avuto un impatto breve e decisamente meno drastico rispetto a quello verificatosi su altri segmenti del mercato; dopo la flessione iniziata nel secondo semestre del 2008, già dal 2010 si sono verificati forti segnali di ripresa, che si manifesteranno più compiutamente nel corso del 2011.

[334] Fonte: http://www.arsvalue.com/webapp/ars_consulenza/analisi_mercato/dettaglio.aspx?i=7130 .

Figura 5.6 Andamento degli indici UPB- ArsValue per il mercato dell'arte in Italia, 1995-2010



Fonte: www.arsvalue.com

Tabella 5.3 Rendimenti degli artisti italiani per il periodo 2000-2010

	Rendimento totale dal 2000 al 2010	Rendimento medio annuo dal 2000 al 2010
Bonalumi A.	801,00%	23,13%
Alviani G.	670,00%	20,95%
Aricò R.	595,00%	19,52%
Castellani E.	592,00%	19,46%
Griffa G.	588,00%	19,38%
Scheggi P.	476,00%	16,89%
Accardi C.	437,00%	15,89%
Verna O.	326,00%	12,54%
Boetti A.	317,00%	12,23%
Vago V.	309,00%	11,94%
Vermi A.	290,00%	11,24%
Burri A.	261,00%	10,07%
Raciti M.	251,00%	9,64%

Vedova E.	229,00%	8,64%
Mondino A.	227,00%	8,54%
Carmi E.	220,00%	8,20%
Ruggieri P.	218,00%	8,10%
Bertini G.	207,00%	7,55%
Pignatelli L.	205,00%	7,44%
Olivieri C.	204,00%	7,39%

Fonte: www.arsvalue.com

Nella Tabella 5.4 vengono presentate le dieci opere più care vendute nel 2010.

Tabella 5.4 Top 10 delle vendite all'asta per il 2010

	Artista	Aggiudicazione	Vendita
1	PICASSO Pablo	$ 95.000.000: *Nude, Green Leaves and Busts* (1932)	4 maggio (Christie's, NY)
2	GIACOMETTI Alberto	$ 92.521.600: *L'Homme qui marche I* (1960)	3 febbraio (Sotheby's, LONDRA)
3	MODIGLIANI Amedeo	$ 61.500.000: *Nu assis sur un divan (la belle romaine)* (1917)	2 novembre (Sotheby's, NY)
4	WARHOL Andy	$ 56.500.000: *Men in her life* (1962)	8 novembre (Phillips de Pury & Co.,NY)
5	GIACOMETTI Alberto	$ 47.500.000: *Grande tête mince* (1954)	4 maggio (Christie's, NY)
6	MODIGLIANI Amedeo	$ 46.650.450: *Tête* (1910-1912)	14 giugno (Christie's, PARIGI)
7	PICASSO Pablo	$ 45.814.900: *Portrait d'Angel Fernandez de Soto* (1903)	23 giugno (Christie's, LONDRA)
8	WEN ZONG EMPEROR & FANG D.	$ 44.850.000: *Landscape*	21 dicembre (Beijing Jiuge International Auctions Co., PECHINO)
9	MATISSE Henri	$ 43.500.000: *Nu de dos, 4 état (Back IV)* (1930)	3 novembre (Christie's, NY)
10	TURNER Joseph Mallord W.	$ 4040.211.100: *Modern Rome-Campo Vaccino*	7 luglio (Sotheby's, NY)

Fonte: Artiprice, *Tendenze del mercato dell'arte 2010.*

5.4 Il 2011

"Mentre le vecchie economie soffrono, la crescita aumenta per i paesi del BRICS. Quali sono i paesi del BRICS? Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica, che hanno registrato una crescita molto più forte rispetto ai paesi sviluppati"[335]

Nel 2011 il mercato dell'arte ha registrato incrementi di valore (+7%, oltre 46 miliardi di euro) e di volumi (+5%, circa 37 milioni di beni) sul 2010; rispetto al picco del 2007 gli scambi sono stati inferiori, rispettivamente, del 4% di valori e del 26% di volumi, a conferma che la fascia alta di mercato ha reagito meglio di quella medio-bassa alla contrazione del 2008-2009[336].

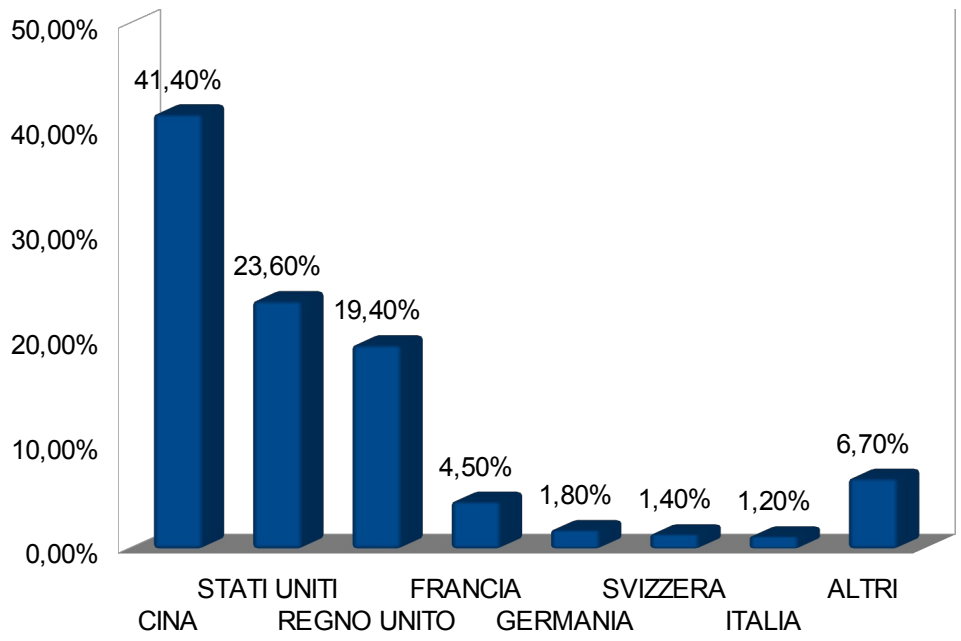
Oltre alla Cina, dove l'incremento del giro d'affari per il mercato dell'arte è stato del 49% per il 2011, ci sono stati altri nuovi paesi emergenti particolarmente dinamici: l'Indonesia (+39%) o Singapore (+22%). Questa crescita, oltre ad essere sostenuta dai governi locali, è sorretta dall'entrata in scena di nuovi collezionisti, oltre che dallo sviluppo di numerosi fondi d'arte. Il mercato asiatico è ormai diventato il mercato di fascia alta per eccellenza. Il 12,1% delle opere vendute in Asia riguarda vendite comprese tra i 100.000$ e il milione di dollari.
La presenza di compratori provenienti da queste economie "emergenti" ha portato a un incrementato della domanda, soprattutto nel settore contemporaneo; guidati principalmente da interessi economici, l'obiettivo era quello di incrementare la ricchezza della popolazione. Mentre la crescita economica, in molte delle vecchie economie occidentali, ha mostrato un rallentamento negli anni recenti, molti dei mercati emergenti hanno invece manifestato una crescita forte e costante. I nuovi compratori emersi negli ultimi anni da questi paesi hanno manifestato una chiara predilezione per l'arte contemporanea, spesso quella originaria dai loro paesi di provenienza, causando un boom in settori come quello dei dipinti di arte contemporanea cinese.

[335] Thierri Ehrmann, fondatore di Artprice. Artprice, *Tendenze del mercato dell'arte 2011*. www.artprice.com.
[336] Traversi L. e Tarissi A., *Rapporto sul mercato dell'arte TEFAF 2012*. 28 aprile 2012, su http://www.artapartofculture.net

A parte alcuni appassionati, ciò che più interessa ai compratori cinesi sembrerebbero essere i fenomeni speculativi e il prestigio sociale associati all'acquisto di un'opera d'arte; questi investitori, che cercano di diversificare il proprio portafoglio, nutrono spesso un'idea del lusso nella quale rientra l'arte contemporanea di fascia alta[337].

A livello globale, nel 2011 il mercato dell'arte ha registrato un aumento del fatturato del 21% rispetto al 2010; l'arte moderna ha guadagnato 1,2 miliardi di dollari, quella del settore Post-War 372 milioni di dollari, l'arte contemporanea 291 milioni di dollari, l'arte antica un incremento di 124 milioni di dollari. Il settore che più di tutti ha registrato un vero boom nelle vendite è quello dei disegni, sostenuto dall'aumento delle quotazioni dei maestri cinesi (sia antichi che moderni), ottenendo un aumento pari a 1,318 miliardi di dollari.

Figura 5.8 Proventi delle vendite all'asta per il settore Fine Art nel 2011



Fonte: Artprice, *Tendenze del mercato dell'arte 2011*.

[337] Artptice, Il Mercato dell'arte contemporanea 2010/2011. Il rapporto annuale di Artprice. www.artprice.com.

Nonostante la crisi economica che ha colpito l'Occidente, le vendite registrate nel mercato dell'arte sono state oltre ogni aspettativa. Nel 2011 infatti sono state rilevate vendite per un fatturato pari a 11,57 miliardi di dollari, ovvero 2 miliardi in più rispetto al 2010. Questo incremento non deriva solo dall'ottima performance ottenuta dal mercato asiatico, che ha ottenuto un +49% rispetto all'anno precedente. Il Regno Unito si è aggiudicato un +24%, la Francia un +9%, la Germania un +23%. Solo gli Stati Uniti, tenendo in considerazione solo le maggiori piazze mondiali, hanno registrato una flessione del 3%. E, cosa ancor più straordinaria, questi risultati hanno registrato un aumento del 32% nelle vendite milionarie: non meno di 1.675 opere d'arte hanno superato il milione di dollari, e tra queste 59 hanno superato i dieci milioni; resta da dire che la maggior parte di queste vendite sono state effettuate in Cina.

Basti pensare che nei soli primi sei mesi di vendite all'asta i livelli dei prezzi del mercato dell'arte hanno superato i picchi raggiunti negli anni 2007/2008; la crescita rispetto al 2010 è stata del 34%, con un tasso di invenduti decisamente basso.

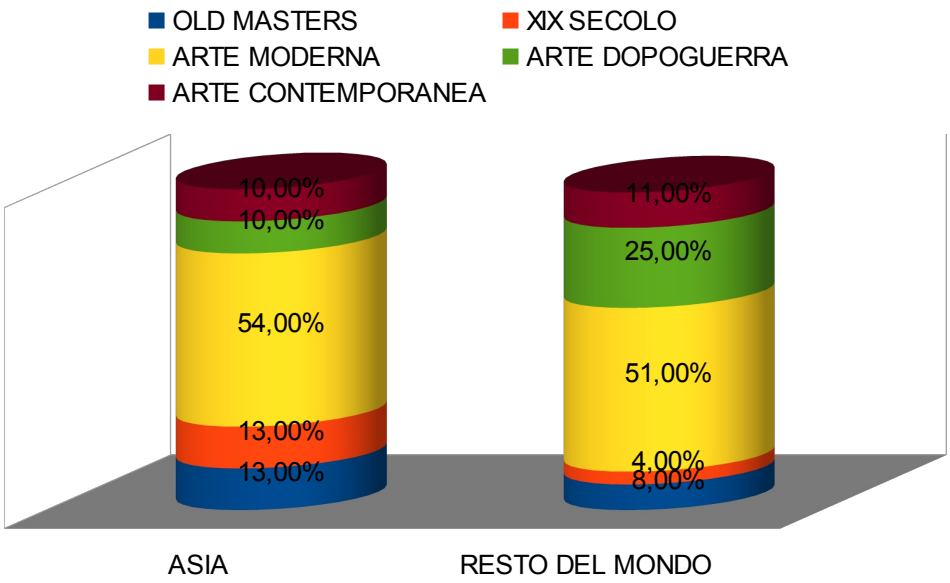
I risultati del 2011 hanno dato l'ennesima conferma al dominio cinese nel mercato dell'arte: per il secondo anno di fila si pone al primo posto nella classifica mondiale per la vendite di opere d'arte. Anche il rapporto TEFAF, "The International Art Market in 2011: Observation the Art Trade over 25 Years", redatto da Claire McAndrew, ha stabilito il primato assoluto della Cina, definendolo: "*forse uno dei più grandi cambiamenti avvenuti negli ultimi cinquant'anni*"[338]. La certezza economica dei collezionisti asiatici spinge i prezzi ai livelli più elevati rispetto a qualsiasi altra parte. Non deve quindi stupire che tra i dieci artisti più quotati al mondo ben sei siano cinesi.

L'arte moderna è il settore che ha registrato le maggiori vendite nell'anno appena passato, come si può facilmente vedere dalla figura 5.9. Sono state venduti oltre 164.000 lotti in questo settore, per un fatturato di 6,067 miliardi di dollari, ovvero il 52,4% del fatturato mondiale. Il giro d'affari del 2011 ha quindi superato di 1,218 miliardi quello (record) del 2010.

---

[338] Fonte: http://www.flashartonline.it/interno.php?pagina=news_det&id=2203&det=ok&news=Mercato-dell%E2%80%99arte-2011:-46,1-miliardi-di-euro .

Figura 5. Vendite all'asta del settore Fine Art nel 2011



Fonte: Artprice, *Tendenze del mercato dell'arte 2011*.

Ancora una volta, è la Cina a fare la differenza, che rappresenta, in termini di fatturato, quasi la metà del mercato dell'arte moderna mondiale. Le quotazioni stellari degli artisti moderni cinesi sono la base di questo cambiamento: due artisti di questo paese hanno infatti occupato i vertici della classifica degli artisti più importanti in termini di fatturato, superando maestri come Warhol e Picasso. Maestri come Xu Beihong, Qi Baishi o Zhang Daqian superano, con le loro vendite, i dieci milioni di dollari.

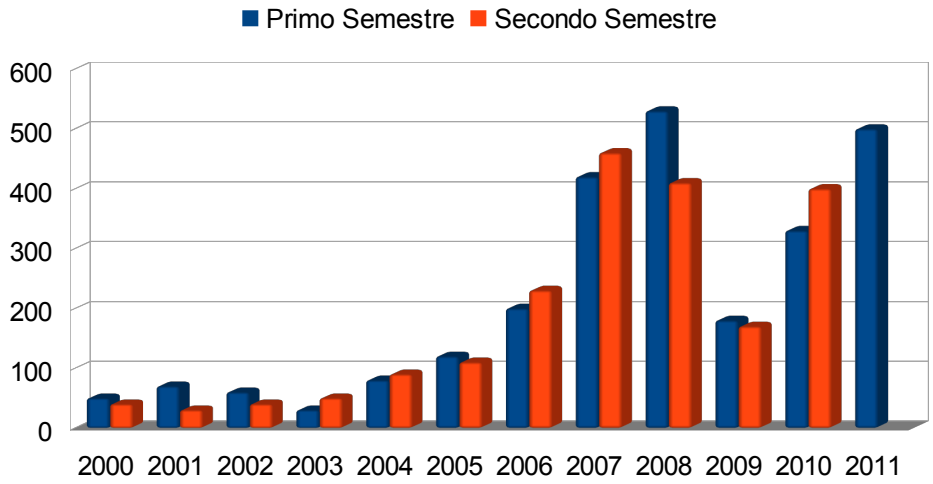
Il mercato dell'arte antica è raddoppiato di valore negli ultimi due anni; non c'è da stupirsi se anche questo segmento si stia spostando sempre più verso l'Oriente. La Cina ha registrato un fatturato di oltre 704 milioni di dollari nel 2011, un numero decisamente elevato se paragonato ai 248 milioni ottenuti dal Regno Unito, ai 128 degli Stati Uniti o ai 46 della Francia. L'artista che ha realizzato i risultati migliori è stato il maestro Wang Meng, artista della dinastia Yuan; le sue opere ormai sono più care di quelle di Pieter Paul Rubens, e le suo cifre gli hanno permesso di scavalcare il disegno di Raffaello che nel 2009 venne venduto da Christie's per 42,7 milioni di dollari. Un suo inchiostro dal titolo Zhi Chuan *Moving to*

Mountain, venduto presso la Poly International il 4 giugno 2011, ha raggiunto la cifra record di 54 milioni di dollari. Sempre in questo segmento altre cifre record sono state aggiudicate per un'opera di Francesco Guardi, Venezia, veduta del ponte di Rialto, guardando verso nord (Sotheby's, 38,2 milioni di dollari).
Rappresentando comunque solo un 10% dei ricavi totali del mercato dell'arte, ed essendo una risorsa destinata ad esaurirsi, le case d'asta continuano a spingere e a promuovere l'arte contemporanea. Infatti quest'ultimo segmento ha avuto un giro d'affari per 1,261 miliardi di dollari, a fronte dell'1,198 del settore antico. Nel 2011 sono state vendute, a livello globale, oltre 41.000 opere d'arte contemporanea, e di queste 1.879 hanno avuto un importo superiore ai 100.000$. Se quindi l'arte contemporanea ha riscosso molto successo nell'ultimo anno, è bene tenere presente che molti lotti sono stati venduti a prezzi più che accessibili: infatti all'incirca il 62% delle opere presentate sono state aggiudicate per cifre inferiori ai 5.000$. Nella figura 5.10 viene riportato il fatturato (in milioni di euro) delle vendite di arte contemporanea.

Il mercato globale è cresciuto del 575% rispetto al crollo del 1991, e il 70% di questa crescita è attribuibile ai settori moderno e contemporaneo. Il 2012 rappresenterà una sfida per tutti: la Cina dovrà mantenere la posizione raggiunta, l'Europa dovrà cercare un modo per tornare ad essere realmente competitiva, e gli Stati Uniti continueranno la lotta con la Cina per la supremazia del mercato dell'arte[339].
Nella Tabella 5.5 vengono riportate le 10 opere aggiudicate alle cifre maggiori per l'anno 2011.

[339] Fonte: http://www.flashartonline.it/interno.php?pagina=news_det&id=2203&det=ok&news=Mercato-dell%E2%80%99arte-2011:-46,1-miliardi-di-euro .

Figura 5.10 Fatturato delle vendite di arte contemporanea (2000-2011)



Fonte: Artprice, Il mercato dell'arte contemporanea, 2010/2011. Rapporto annuale di Artprice.

Tabella 5.5 Top 10 delle vendite all'asta nel 2011

	Artista	Aggiudicazione/Titolo	Vendita
1	QI Baishi	$ 57.202.000: *Eagle Standing on Pine Tree; Four-Character*	22 maggio (China Guardian BEIJING)
2	STILL Clyfford E.	$ 55.000.000: *1949- A- No.1* (1949)	9 novembre (Sotheby's, NY)
3	WANG Meng	$ 54.040.000: *Zhi Chuan movin to Mountain*	4 giugno (Poly International, BEIJING)
4	LICHTENSTEIN Roy	$ 38.500.000: *I can see the Whole Room!.. and...* (1961)	8 novembre (Christie's, NY)
5	GUARDI Francesco	$ 38.256.120: *Venice, a View of the Rialto Bridge*	6 luglio (Sotheby's, LONDRA)
6	XU Beihong	$ 36.679.200: *Cultivation on the peaceful land* (1951)	5 dicembre (Poly International, BEIJING)
7	PICASSO Pablo	$ 36.274.500: *La lecture* (1932)	8 febbraio (Sotheby's, LONDRA)
8	KLIMT Gustav	$ 36.000.000: *Litzberg Am Attersee* (1914/1915)	2 novembre (Sotheby's, NY)
9	SCHIELE Egon	$ 35.681.800: *Häuser mit bunter wäsche (Vordatdt II)* (1914)	22 giugno (Sotheby's, LONDRA)
10	WARHOL Andy	$ 34.250.000: *Self – Portrait* (1963-1964)	11 maggio (Christie's, NY)

Fonte: Artprice, *Tendenze del mercato dell'arte 2011*.

5.5 L'andamento del mercato secondo Nomisma

Nel capitolo 3, paragrafo 2, si è analizzato l'indice costruito da Nomisma per monitorare l'andamento economico del mercato globale e, più nello specifico, quello italiano. Si è visto come le principali fonti informative utilizzate nel Rapporto siano la Banca dati Nomisma su aggiudicazioni d'asta (BDNaste) e la Banca dati Nomisma su dati ufficiali di mercato (BDNmercato).

Analizzando la BDNmercato, possiamo guardare in modo più approfondito il mercato dell'arte moderna e contemporanea in Italia (escludendo le transazioni non soggette a Diritto di seguito[340]). Vengono riportati, nella Tabella 5.6, i numeri del mercato italiano dal 2008 al 2010, e la loro variazione percentuale.

Tabella 5.6 Il segmento del mercato italiano dal 2008 al 2010.

	2008 (mln di euro)	2009 (mln di euro)	Var. % 2008-2009	2010 (mln di euro)	Var. % 2009-2010
Arte moderna e contemporanea	389,9	153,6	- 60,6	157,7	2,7

Fonte: Banca dati Nomisma su dati ufficiali di mercato

La Tabella 5.7 illustra la dimensione di questo segmento del mercato italiano in base al tipo di intermediario professionale coinvolto nello scambio (i valori si riferiscono ai primi semestri del 2009 e del 2010). Poichè lo studio è stato svolto alla fine del 2010, in cui i dati disponibili del mercato non erano ancora completi, sono stati presi in esame i dati riferiti al primo semestre per entrambi gli anni.

Dal punto di vista delle quote di mercato si conferma la predominanza delle gallerie con quasi il 52% del valore di mercato venduto, mentre le case d'asta coprono il 42% del mercato circa.

[340] Il diritto di seguito (*droite de suite*) è un diritto patrimoniale proprio dell'arte figurativa che legittima il diritto dell'artista e della sua famiglia ai frutti del suo lavoro. Stabilisce una compartecipazione, seppur piccola, del pittore all'incremento di valore o al prezzo realizzato da una sua opera, in una vendita successiva alla prima. Cfr, Santagata W. (a cura di), *Economia dell'arte. Istituzioni e mercati dell'arte e della cultura*. Utet, Torino, 1998.

Tabella 5.7 Vendite nel mercato italiano per canali di vendita

	Vendite di opere soggette al Diritto di seguito, per canali di vendita *Fatturato in Euro e valori percentuali*			
	2009.1	2010.1	2009.1	2010.01.00
	Euro		Percentuali	
ANTIQUARI	427.700	167.650	0,84	0,32
CASE D'ASTA	17.047.153	22.164.641	33,38	42,19
GALLERIA	32.941.929	27.219.498	64,51	51,81
ALTRO	546.662	2.863.555	1,07	5,45
NON DICHIARATO	99.367	123.600	0,19	0,24
Totale	51.062.811	52.538.943	100	100

Fonte: Banca Dati Nomisma su dati ufficiali di mercato

La crisi del 2009 ha modificato lievemente le quote relative, con un incremento del 2,1% di quelle delle case d'asta e un calo dell'1,67% per quelle delle gallerie. Questo segnale potrebbe essere una prima risposta alla crisi in atto: la strategia delle case d'asta sembra essere più sensibile a fronteggiare la crisi rispetto alle gallerie[341].

Viene infine presentato, nella Tabella 5.8, il numero di scambi per classi di spesa, sia in valore assoluto che percentuale, relativi al primo semestre 2009 e 2010.

I dati mostrano una assoluta predominanza del piccolo collezionismo, basato su acquisti fino a 20.000 euro (77,42%), nonostante si noti una lieve flessione; al contrario, tutto il collezionismo orientato all'acquisto di opere di valore compreso tra 20.000 e 300.000, e oltre i 500.000 euro, mostra delle quote di mercato crescenti. Sembra che lo spostamento del collezionismo verso la fascia più bassa, verificatosi nel pieno della crisi (2009), possa ritenersi terminato[342].

[341] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.
[342] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.

Tabella 5.8 Il numero di scambi in Italia per classi di spesa.

	Il collezionismo in Italia per classi di spesa *Numero di scambi di opere soggette al Diritto di seguito e quote*			
	2009	2010	2009	2010
Fascia prezzi	Numero scambi		% scambi	
3.000-20.000	2327	1731	81,34	77,42
20.000-40.000	326	272	11,39	12,16
40.000-100.000	138	150	4,82	6,71
100.000-150.000	40	33	1,4	1,48
150.000-300.000	21	32	0,73	1,43
300.000-500.000	7	5	0,24	0,22
Oltre 500.000	2	13	0,07	0,58
Totale	2861	2236	100	100

Fonte: Banca Dati Nomisma su dati ufficiali di mercato.

5.5.1 Il Nomisma World Art Price

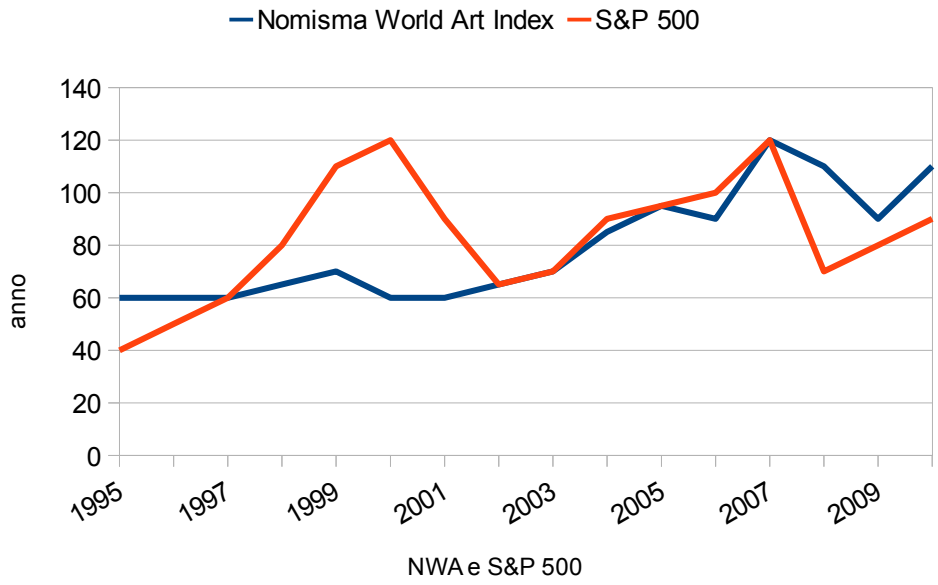
L'indice generale di riferimento internazionale è, come si è visto, l'NWA (Nomisma World Art Price). L'indice, posto a confronto nella figura 5.11 con quello del mercato azionario statunitense, viene proposto dal primo semestre 1995, con base 2006.1=100 e con cadenza semestrale.

Sul mercato statunitense, nella prima metà del 2010, in risposta alla crisi, si sono registrati importanti acquisti di autori moderni e contemporanei, mentre sul mercato europeo la debolezza dell'euro ha solo in parte compensato le maggiori incertezze della situazione economica. È soprattutto nei mercati emergenti (in particolare modo da quello cinese) che arrivano forti segnali di recupero del mercato.

L'indice NWA rileva un significativo recupero dei prezzi dell'arte visiva nel primo semestre del 2010, arrivando al livello 110,62, con una risalita di oltre 13 punti rispetto al secondo semestre del 2009, ma ancora a livelli inferiori rispetto al 2007. Le previsioni dell'istituto per l'andamento complessivo del mercato dell'arte a livello globale, individuano un limite inferiore dell'NWA parti a 110,4 e uno superiore pari al 117,9; confrontando il valore raggiunto dall'indice nel primo

semestre del 2010, sembra improbabile un nuovo crollo dei prezzi[343].

Figura 5.11 Confronto tra gli indici NWA e S&P 500.



Fonte: Banca dati Nomisma su aggiudicazioni d'asta

In questa situazione di revisione verso il basso delle stime e dei prezzi ancora relativamente contenuti, rispetto agli eccessi sperimentati negli anni pre-crisi, chi intende ampliare la propria collezione, pur nonostante la scarsa liquidità, è comunque disposto all'acquisto, non potendosi aspettare un'ulteriore riduzione dei prezzi delle opere di qualità. Non ci si deve quindi sorprendere della presenza di forti compratori, soprattutto provenienti da nuovi mercati.

È stato ipotizzato, negli anni a venire, un incremento dell'inflazione; se questa prospettiva si dovesse realizzare, l'arte potrebbe ritornare a giocare un ruolo significativo come *asset* capace di offrire copertura nel tempo rispetto al rischio di inflazione. In questo caso, la copertura richiederebbe tempi lunghi, e quindi le scelte di acquisto più attente dovrebbero basarsi sulle opere di solido e condiviso apprezzamento artistico, evitando scelte speculative, che invece appaiono plausibili in una (più rischiosa) ottica di breve periodo. Questa motivazione legata alla protezione del capitale inflazionistico potrebbe essere alla base della foga di

[343] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.

acquisti dei compratori orientali, dove il recente aumento dei prezzi al consumo può aver indotto alcuni collezionisti ad anticipare gli investimenti.[344]

5.5.2 Il Nomisma Italian Modern Index e il Nomisma Italian Contemporary Index

In Italia, le dinamiche internazionali hanno avuto una forte incidenza sul mercato; le aspettative di una rapida ripresa sono state eliminate dalla crisi fiscale della Grecia. Il mercato ufficiale del nostro paese d'altronde sembra non riuscire, secondo quanto hanno scritto gli esperti dell'Osservatorio, ad avvicinare un numero significativo di nuovi collezionisti; è stato notato come i maggiori collezionisti presenti sul territorio preferiscano affidarsi, in questo momento, a servizi di *expertise* e di consulenza piuttosto che fondarsi su nuovi acquisti.

Nel Rapporto Nomisma 2010[345] si è notato come, sul mercato italiano, l'aggiustamento verso il basso delle opere di arte moderna e contemporanea, avvenuto in seguito alla crisi, fosse ritardato e più limitato rispetto a quanto avvenuto sul mercato internazionale[346]. Gli indici NIM (*Nomisma Italian Modern Art Price*) e NIC (*Nomisma Italian Contemporary Price*) hanno registrato una flessione per tutto il 2009, con livelli, rispettivamente, pari a 87,15 e 99,24 (con base 2006=100), mentre sul lato internazionale si prospettava già una svolta. Nel primo semestre 2010 la dinamica dei prezzi dei segmenti moderno e contemporaneo diverge. Nell'arte moderna la flessione continua, seppure in modo meno accentuato rispetto al semestre passato: il NIM tocca un valore pari all'81,89, sempre in flessione se paragonato al precedente 87,15; nell'arte contemporanea, invece, si assiste a una risalita dell'indice che raggiunge il livello del 2006: il livello raggiunto, 102,77, è analogo a quello del 2006, l'anno base. Quest'ultima tendenza risulta essere in linea con quanto avvenuto sulla scena globale.

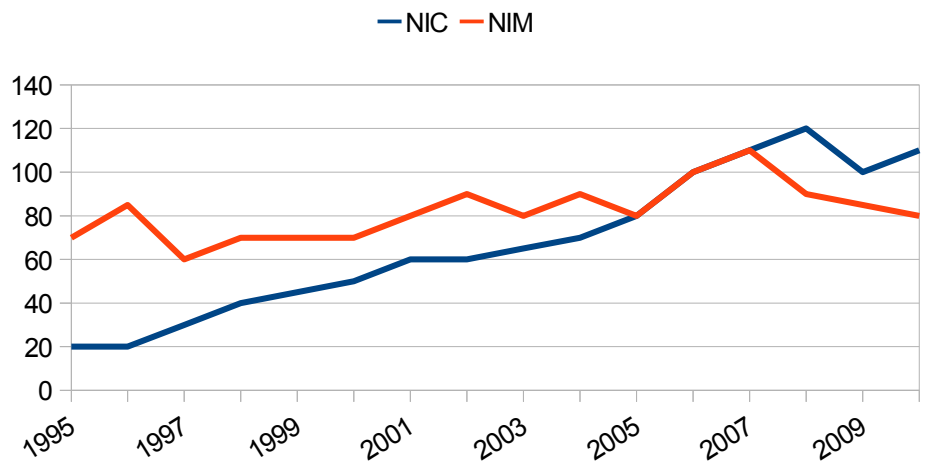
L'andamento dei prezzi viene riportato nella figura 5.12.

Emerge con forza la correlazione tra l'indice NIC e quelli corrispondenti per l'arte

[344] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.
[345] Presentato a Roma presso dexia Crediop, in data 14 luglio 2010.
[346] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.

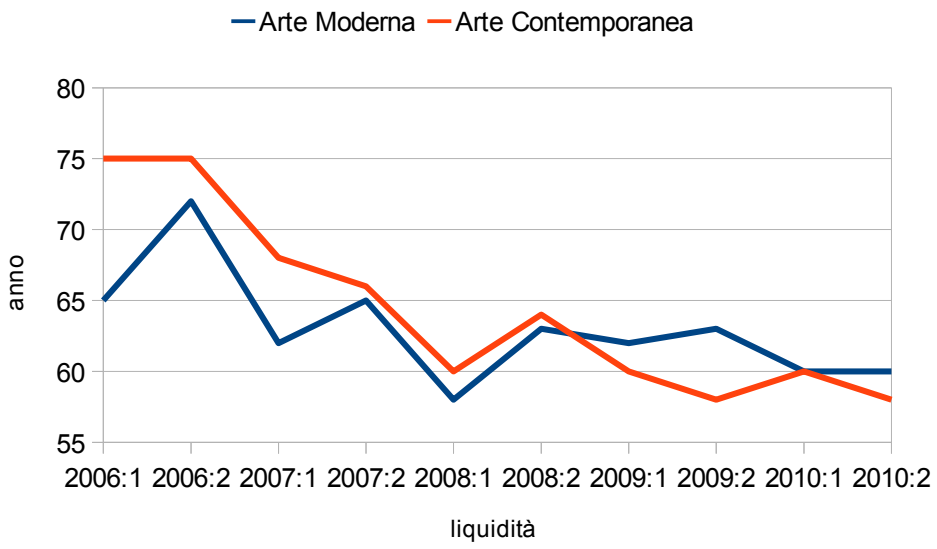
contemporanea internazionale, seppur i livelli toccati dall'Italia siano meno marcati rispetto ad altri paesi; la correlazione tra l'indice NIM e gli altri indici specifici per questo segmento risultano più deboli, soprattutto per l'andamento del nostro paese.

Figura 5.12 Gli indici NIM e NIC



Fonte: Banca Dati Nomisma su aggiudicazioni d'asta.

Figura 5.3 La liquidità degli indici NIM e NIC



Fonte: Banca Dati Nomisma su aggiudicazioni d'asta.

Le valutazioni sui prezzi si riflettono anche sull'andamento della liquidità; il tasso di invenduto per il segmento dell'arte moderna, seppur in flessione (si passa dal 62,72% del secondo semestre 2009 al 59,85% del semestre successivo) resta comunque su livelli elevati, ma non sembra indicare un miglioramento nel grado di liquidità del segmento.
Nel caso dell'arte contemporanea, l'indicatore nel primo semestre del 2010 (59,61%) si colloca a livelli analoghi a quelli dell'arte moderna, e risulta in salita rispetto al 2009, in cui era stato raggiunto il valore minimo pari al 57,35%.
L'indicatore resta comunque ancora al di sotto rispetto ai livelli massimi, superiori al 70%; infatti, osservando la figura 5.13, si nota una caduta considerevole dell'indicatore di liquidità sia per quanto riguarda l'arte contemporanea (meno 15 punti) sia per l'arte moderna (meno 10 punti); l'effetto della crisi finanziaria, quindi, sembra non aver colpito solo i prezzi, ma anche gli indici di liquidità.
Le previsioni effettuate dal Laboratorio che riguardano il grado di liquidità del segmento del mercato italiano indicano una tenuta sostanziale del settore dell'arte moderna rispetto al semestre precedente, con un tasso di venduto pari al 59,79%, e un leggero arretramento per l'arte contemporanea (57,50%), che si riporta al livello registrato all'inizio del 2009.

5.5.3 L'andamento del mercato dal 2006 al 2010

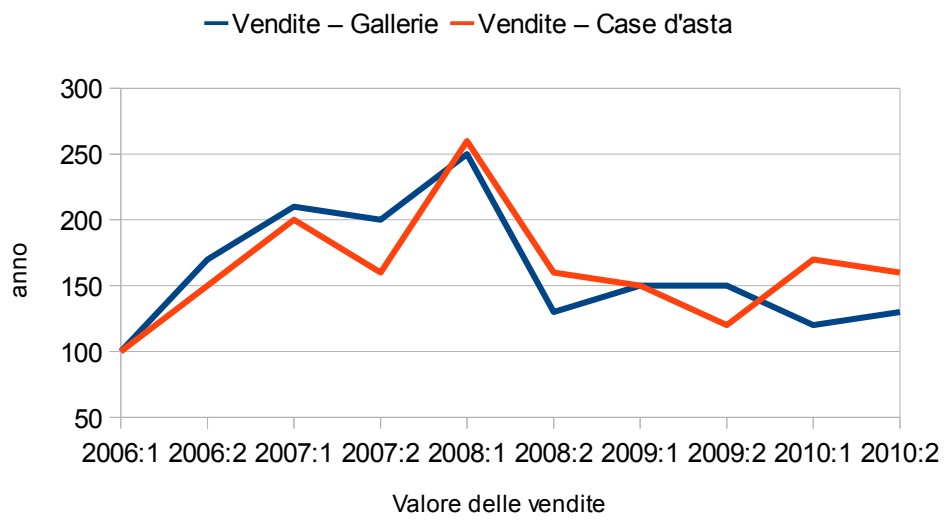
La BDNmercato consente di analizzare il controvalore degli scambi soggetti al Diritto di seguito; nella figura 5.14 verrà riportato il valore delle vendite totali (in Euro) e i valori distinti per gallerie e case d'asta. Come si può osservare, in seguito al boom del primo semestre del 2008 si è registrato un forte crollo all'inizio del 2009. Nel primo semestre si nota una lieve ripresa per le gallerie, seguita da un altro calo; per le case d'asta, invece, c'è stata una caduta repentina fino al secondo semestre del 2009, alla quale però segue un periodo di crescita. Questi diversi andamenti potrebbero indicare una diversa strategia degli operatori professionali per uscire dalla crisi:[347] le case d'asta potrebbero aver adottato un comportamento più ricettive, magari rivedendo le stime delle opere proposte, mentre le gallerie

[347] Fonte: Rapporto sul Mercato dei beni Artistici (OMBA) 2011.

potrebbero aver contrastato la crisi sostenendo le vendite per ridurre il rischio di mercato.

In ogni caso, si osserva come anche nel periodo di *bull market* la dinamica delle vendite, intesa in termini di valore, che avviene nelle gallerie dominano quelle in asta; al contrario, nel momento di *bear market* sono le vendite all'asta a prevalere su quelle in galleria.

Figura 5.14 Vendite in gallerie e in case d'asta in Italia.



Fonte: Banca dati Nomisma su dati ufficiali di mercato.

Nel 2010 il peso del mercato dell'arte italiano si è ridotto dell'1%; nel 2011 le vendite hanno registrato un calo rilevante, anche a causa dei prezzi mantenuti stabili dalla fine del 2010. Il dato può risultare penalizzato da alcune peculiarità del mercato dell'arte in Italia, caratterizzato da una rilevante quota di scambi sommersi e da una scarsa attenzione esercitata verso nuovi investitori-collezionisti.[348]

Anche il sistema delle aste in Italia ha visto un calo del giro d'affari: complessivamente, il fatturato delle sette case d'asta italiane più importanti si riduce del 2,0%, da 117,63 milioni di euro del 2010 a 115,19 milioni del 2011. Con il secondo semestre in contrazione, possiamo vedere come il 2011 sia stato un

[348] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.

anno decisamente negativo, facendo eccezione per alcune case d'asta o per particolari opere. Anche il numero delle aste è diminuito dell'8,6%: dalle 76 aste tenute nel 2010 si è scesi a 70 per il 2011, segno che l'incerta congiuntura ha comportato, anche in Italia, una riduzione della volontà di vendere.
Sono recenti le notizie della chiusura di Finarte e le intenzioni di Sotheby's e di Christie's di ridurre l'impegno in Italia tramite una contrazione del numero delle aste.

Tabella 5.1 Il fatturato delle principali case d'aste italiane nel 2011.

Il giro d'affari delle principali aste italiane, primo e secondo semestre 2011 (milioni di euro)					
Casa d'asta	Primo semestre 2011	Secondo semestre 2011	Percentuale di var. fra i due semestri	Percentuale di var del 2011 rispetto al 2010	Percentuale del venduto nel 2011
Sotheby's Italia	15	11,6	-22,70%	-24,9	77,00%
Christie's Italia	14,5	12,55	-13,40%	21,7	85,00%
Meeting Art	10,9	8,18	-24,90%	1,64	83,00%
Farsetti Arte	5,5	7,5	36,40%	-13,3	80,00%
Wannanes	6,1	5,66	-7,20%	-0,4	60,00%
Pandolfini	4,9	6,86	40,00%	10,7	66,00%
Porro	5	2	-33,00%	66,6	70,00%
Totale	59,9	54,35	-9,30%	-2,20%	-

Fonte: elaborazioni Nomisma su dati Giornale dell'Arte e da ArtEconomy24

5.5.4 Il rendimento dell'arte nel mercato italiano secondo l'indice Nomisma

Negli ultimi dieci anni nel mercato dell'arte si è assistito alla crescita del numero di soggetti che hanno trovato nell'arte un bene rifugio, in grado di mantenere il potere d'acquisto, soprattutto in un periodo di incertezza finanziaria.
Ma l'acquisto di opere d'arte, e soprattutto quello di opere di artisti già affermati a livello internazionale, è stato considerato, fino allo scoppio della crisi iniziata nel 2008, come un buon investimento dal punto di vista finanziario.[349] Questa

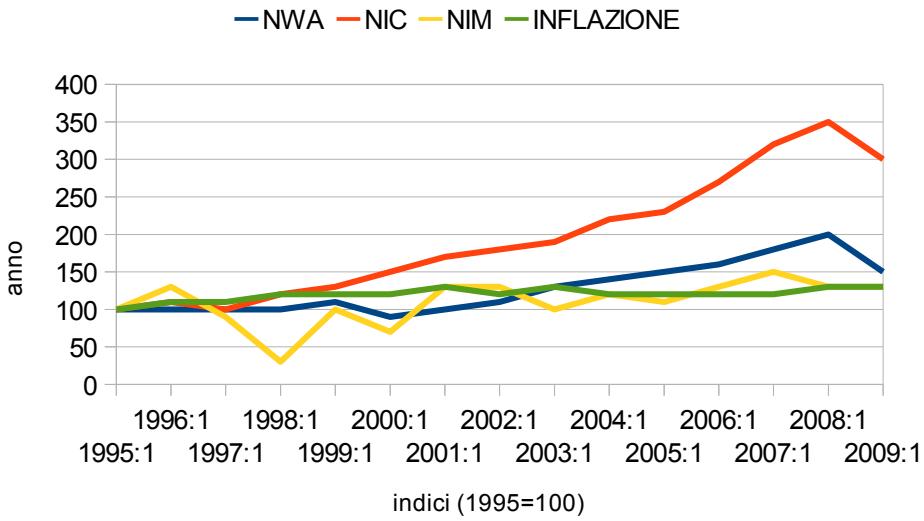
[349] Fonte: Rapporto sul mercato dei beni artistici, OMBA, *passim*.

indicazione non si riferisce ai rendimenti medi che si possono ottenere dalla detenzione di opere d'arte in un portafoglio, caratterizzate da un rischio particolarmente elevato e da costi di transazione decisamente superiori a quelli delle attività finanziarie. La giustificazione finanziaria della detenzione di questi *asset* d'arte deriva dalla scarsa correlazione dei loro rendimenti con quelli delle altre attività e, quindi, dalla loro capacità di diversificazione del portafoglio.

Nonostante possa sembrare semplice definire il bene rifugio come un *asset* d'investimento che permette di mantenere il potere d'acquisto nel tempo, la maggior complessità del fenomeno, quando ci si riferisce soprattutto a questo segmento del mercato, è riconducibile a due elementi. Il primo si riferisce al fatto che, non avendo la crisi economica (per il momento) generato un alto tasso di inflazione, spesso si può confondere un bene rifugio (inteso come una protezione dall'inflazione nel medio-lungo periodo) con un *asset* d'investimento "difensivo" (considerato da una dinamica piuttosto lenta nella fase positiva del mercato, ma allo stesso tempo più solido e sicuro nel momenti di calo). Il secondo aspetto riguarda l'impossibilità di considerare l'arte come un unico comparto aggregato in cui proteggere i propri risparmi: i diversi segmenti in cui viene suddivisa l'arte presentano già essi stessi diversi profili di rischio-rendimento, come anche diverse modalità di reazione agli shock provenienti dall'esterno.

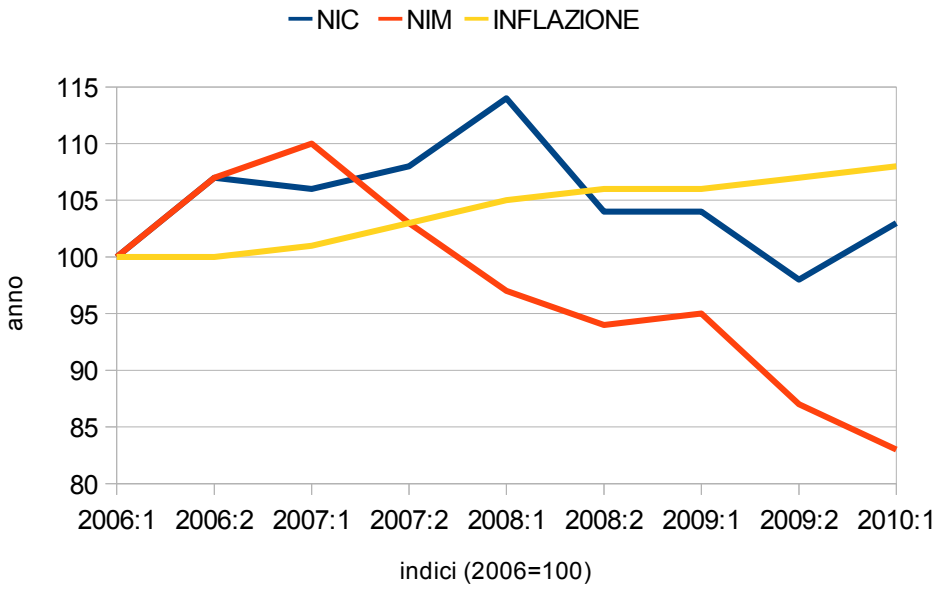
Quando si sceglie di fare valutazioni riguardo all'arte come *asset* d'investimento, il parametro più importante di cui bisogna tenere conto è la scelta del ciclo temporale di riferimento. Per valutare la capacità dei beni artistici di comportarsi come un bene rifugio, il periodo di osservazione deve essere più lungo, come quello 1995-2010 rappresentato in figura 5.15, in modo che gli indici del mercato dell'arte possano evidenziare al meglio la capacità di tenuta rispetto all'indice generale dei prezzi. Se invece si vuole indagare la capacità difensiva dell'arte, un periodo come quello 2006-2010 rappresentato in figura 5.16 permette ai singoli segmenti di manifestare il proprio carattere protettivo.

Figura 5.15 Andamento degli indici del mercato dell'arte rispetto all'inflazione, 1995-2010



Fonte: Nomisma

Figura 5.16 Andamento degli indici del mercato dell'arte rispetto all'inflazione, 2006-2010.



Fonte: Nomisma.

È giusto e curioso osservare come l'indice per l'arte moderna, che fa riferimento quindi al mercato di artisti dalla fama consolidata, non abbia manifestato quella "rigidità" dei prezzi che ci si sarebbe invece aspettati; questo fattore, scrivono gli esperti, potrebbe essere la diretta conseguenza dell'assenza di una strategia di valorizzazione culturale, economica e giuridica dell'arte in Italia.

5.6 L'andamento del mercato secondo l'indice MPS

Nel paragrafo 3.3.3. si è visto l'indice costruito a cadenza semestrale dall'area Research del Gruppo Monte Paschi di Siena. In questo paragrafo si andrà a vedere come si comporta il mercato secondo questo indice principalmente per l'anno appena conclusosi, ovvero il 2011.

L'*MPS Global Painting Art Index* riassume l'andamento globale dei tre maggiori comparti (l'*MPS Art Old Master e 19° secolo Index*, *MPS Art Pre War Index* e *MPS Art Post War Index*) e delle aste pluricomparto del mercato globale della pittura (l'*MPS USA Global Index*, *MPS UK Global Index*, *MPS UE Global Index* e l'*MPS Asian Global Index*). Per quanto riguarda l'analisi del 2011, si nota in figura 5.17 come i risultati consuntivi confermino la fase riflessiva attraversata dal mercato, dovuta in prevalenza: al mancato allineamento dei risultati del secondo semestre 2011 con le aspettative nonostante alcuni ottimi risultati ottenuti dalle aste; alla persistente scarsità di liquidità (principalmente nelle sedi storiche di Londra e New York); ai tassi di unsold in crescita e in forte accelerazione soprattutto nell'ultimo trimestre, elemento che confermerebbe la tendenza degli acquirenti a concentrarsi maggiormente su lotti di alta qualità.[350]

Il mercato si allontana dal picco registrato nel 2008, determinato dalla speculazione che ha investito il settore dell'arte contemporanea e anche dal cosidetto "effetto valuta"[351]: nel primo semestre del 2008 il dollaro toccò i minimi storici sulle altre due valute di riferimento (euro e sterlina); questo indebolimento

[350] Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

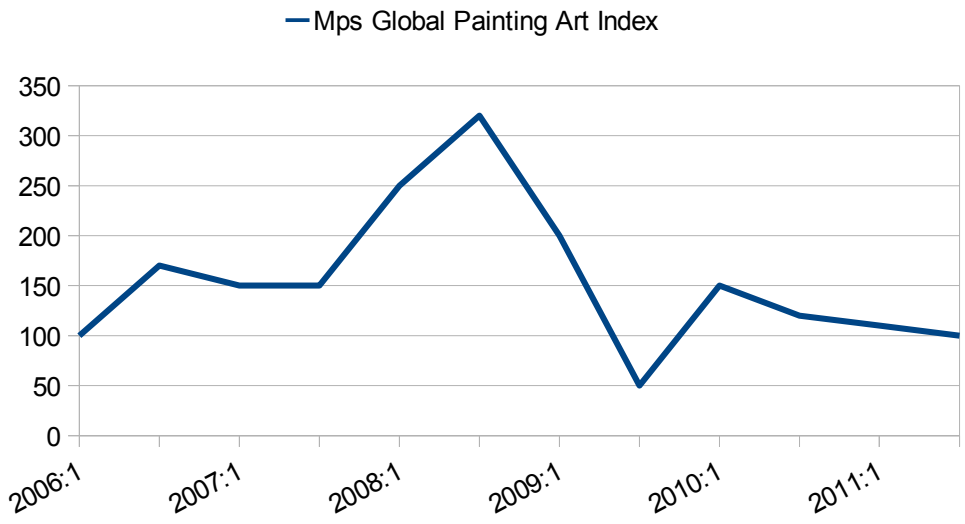
[351] Nel 2008 il dollaro toccò circa il livello 2 sulla sterlina (al momento il rapporto è uguale a 1,6, riferendosi alla media del secondo semestre del 2022); il rapporto euro/dollaro raggiunse il suo apice nel primo semestre del 2008, ma l'impatto sull'MPS Global Painting Art Index fu meno accentuato a causa dei fatturati complessivi mediamente inferiori registrati nelle piaze europee. Le variazioni HKD/$ non sono state prese in considerazione perchè il rapporto è tendenzialmente rimasto stabile. Cfr, Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

del dollaro sulle altre valute ha in realtà migliorato la *performance* complessiva dell'indice globale dell'arte.[352]

Il secondo semestre del 2011 non conferma le buone aspettative emerse nella prima parte dell'anno, delineandone una flessione complessiva (-28,5%). Si può dire che l'ottimismo che aveva caratterizzato il mercato nel 2010, in netta ripresa dalla crisi del 2009, si è leggermente affievolito con il primo semestre 2011 (l'indice riporta valore del -17,9%)

Dal grafico rappresentato in figura 5.17 si intuisce quindi l'andamento volatile che ha caratterizzato il periodo prima del primo semestre del 2009, seguito poi da una fase di maggiore stabilità. Il difficile contesto economico ha imposto ai compratori di opere d'arte una certa prudenza: la crisi economica che ha colpito molti paesi ha portato ad una carenza di liquidità, ha investito anche il mercato dell'arte.

Figura 5.17 L'Mps Global Painting Art Index



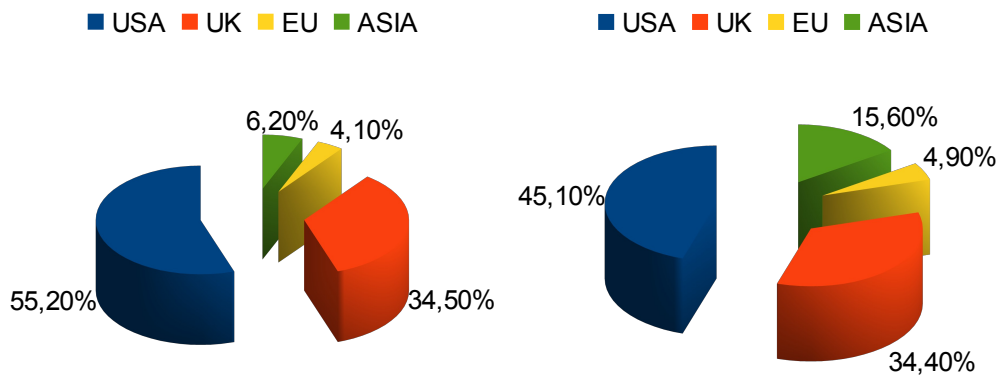
Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

Andando ad analizzare il fatturato dei dipinti per aree geografiche, si nota, ancora una volta, come l'Asia stia conquistando importanti quote di mercato, soprattutto

[352] É bene ricordare come gli indici di questo osservatorio siano calcolati su fatturati medi. Ciò può determinare, come nel caso del segmento contemporaneo, che a un aumento del fatturato assoluto non corrisponda una analoga crescita dell'indice di riferimento.

rispetto agli USA; Londra, al contrario, continua a mantiene un certo grado di stabilità[353].

Figura 5.18 Ripartizione del fatturato nei quattro continenti nel 2010 e nel 2011.



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

Guardando i due grafici a confronto, si nota subito come gli Stati Uniti abbiano perso terreno rispetto all'anno precedente (45,1% nel 2011 rispetto al 55,2% nel 2010) in termini di fatturato totale, ma continuano a mantenere la leadership mondiale grazie al primato ottenuto con le vendite di aste contemporanea. Al secondo posto si trova il Regno Unito, che riesce a mantenere il livello raggiunto nel 2010. L'Europa, fatta esclusione ovviamente dell'Inghilterra, detiene una percentuale decisamente esigua sul fatturato totale[354]. Ciò che più colpisce è il mercato asiatico: Hong Kong raddoppia il suo fatturato rispetto al 2010, superando il 15 % del totale, guidata dalle vendite degli artisti contemporanei asiatici, apprezzati soprattutto dal collezionismo locale.[355]

Per quanto riguarda le vendite totali effettuate da Christie's, nel primo semestre

[353] La suddivisione per aree rispecchia la volontà di considerare solo le aste riguardanti la pittura e dal fatturato complessivo pari almeno ad un milione di euro; i dati risultano attendibili, ma non possono essere considerati come rappresentativi del fatturato internazionale per aree territoriali. Cfr, Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

[354] In realtà per la zona Euro si inizia ad ipotizzare un ruolo sempre più marginale nel mercato dell'arte. Basti pensare all'Italia: dalla chiusura nel più totale silenzio della casa d'aste Semenzato, alla drastica riduzione degli appuntamenti organizzati dalle due *majors* nel nostro paese. Cfr, Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

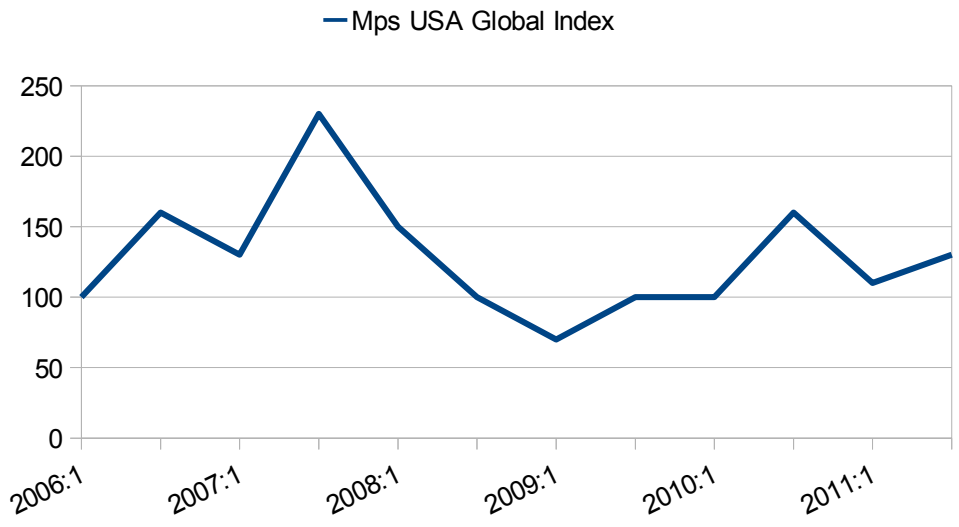
[355] Non potendo considerare i fatturati delle due importanti case d'asta cinesi (Poly International e China Guardian) il dato potrebbe essere una sottostima della realtà.

del 2011 gli acquisti dei compratori cinesi hanno rappresentato il 20% delle vendite complessive; da Sotheby's, hanno incrementato le vendite delle case d'asta in Asia del 47%.

5.6.1 Il trend della pittura negli USA e nel Regno Unito

Nell'elaborazione del MPS Usa Global Index vengono considerate le aste dei tre comparti analizzati (Old Masters, Pre War e Post War) e delle aste pluricomparto svoltesi a New York, la maggiore piazza mondiale (per il momento) del mercato dell'arte. Nella figura 4. è rappresentato l'andamento dell'indice USA per il periodo 2006-2011.

Figura 5.19 L'MPS USA Global Index



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

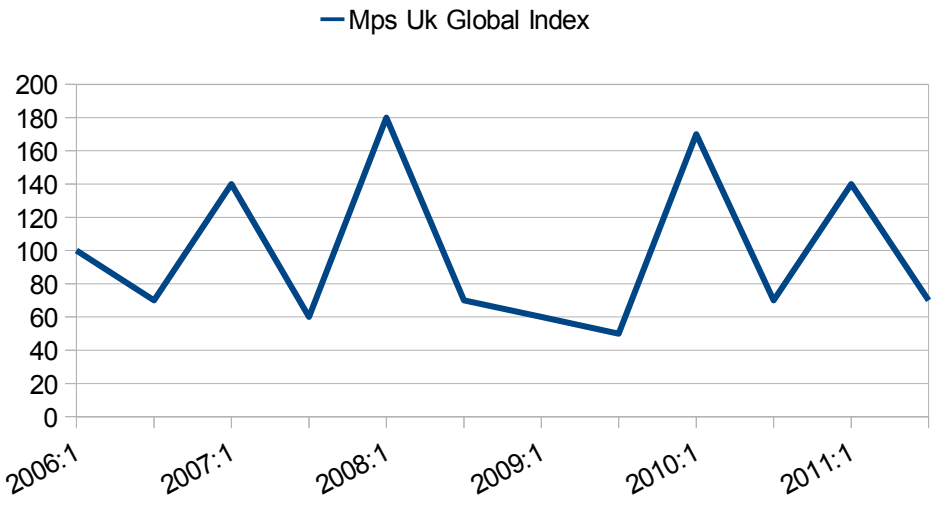
L'indice americano, si nota dalla figura 5.19, è caratterizzato da un andamento a massimi relativi, dovuto alla forte stagionalità di questo centro che vede le vendite maggiori concentrarsi nelle sessioni del mese di novembre[356]. I risultati del primo semestre 2011 tornano ad essere in linea con quelli del 2006, ma pur sempre distanti dai livelli raggiunti nel 2008. Tra il 2011 e il 2010 si è registrato un calo

[356] Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

del -17,8%; se si considera invece il crollo delle vendite tra il 2011 e il 2008, la differenza è del -45,5%.
Sul versante americano si stanno affacciando due mercati emergenti, il Brasile e il Messico, che iniziano a distinguersi per la forte presenza di collezionisti alle aste o alle fiere del Nord America; si dovrà aspettare ancora qualche anno per vedere fiorire in questi luoghi delle aste internazionali.

Anche il mercato del Regno Unito mostra un andamento molto volatile, dovuto (contrariamente al mercato americano) alla concentrazione delle vendite nel primo semestre di tutti gli anni presi in esame. L'indice *MPS UK Global Index*, rappresentato in figura 5.20, mostra l'andamento dei fatturati medi registrati sulla piazza di Londra, seconda capitale indiscussa del mercato dell'arte.
La performance del 2011 appare limitata ai risultati ottenuti nel primo semestre, più bassi rispetto a quelli dell'anno precedente, nonostante gli ottimi risultati ottenuti nel mese di giugno; considerando i risultati ottenuto nel primo semestre 2011 con quelli del 2010, la flessione registrata è pari al -27, 0%, e del -30,8% rispetto al primo semestre del 2008. La differenza totale di fatturato tra il 2011 e il 2010 si aggira intorno al – 8,8 %.

Figura 5.20 L'*MPS UK Global Index*



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

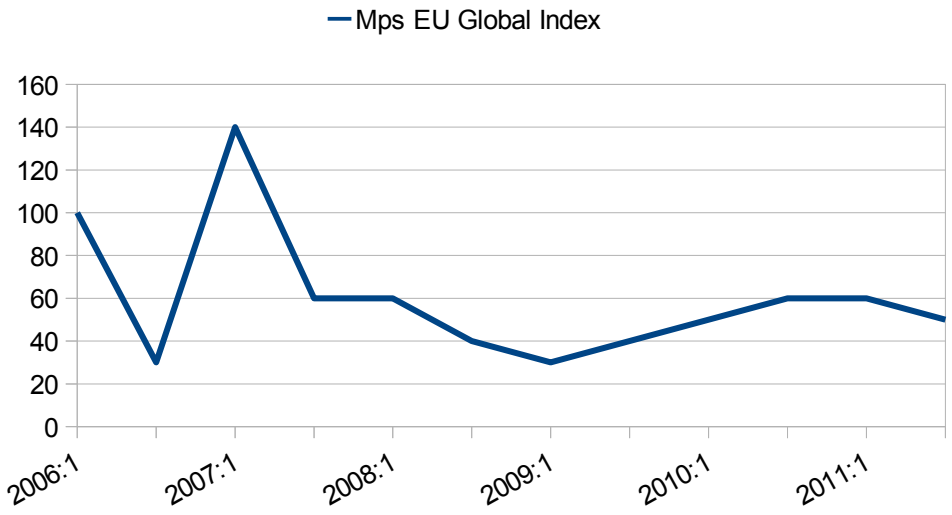
5.6.2 Il trend della pittura in Europa e in Asia

L'andamento delle aste dei dipinti che riguardano l'area Euro viene riassunto nel *MPS UE Global Index*. I centri in cui si concentrano le aste di maggior rilievo sono Parigi, Milano e Amsterdam.

Ad eccezione del picco raggiunto nel primo semestre del 2007, dovuto principalmente agli incassi ottenuti da Sotheby's durante l'asta di arte impressionista nella sede di Parigi, con un fatturato di circa 155,7 milioni di euro, l'andamento risulta essere piuttosto lineare, essendo anche meno influenzato dalle speculazioni che invece colpiscono gran parte del mercato internazionale. Nonostante i risultati ottenuti nel secondo semestre 2011 (-8,6% rispetto allo stesso periodo nel 2010), l'indice mostra ugualmente un incremento annuo del +6,9% (si faccia riferimento alla figura 5.21).

Un mercato non ancora pronto per poter essere considerato maturo ma che ha acquistato grande vitalità negli ultimi anni è quello Turco; contemporaneamente, la crescita del mercato degli Emirati Arabi, già in atto da qualche anno, viene data per certa da molti operatori del settore.

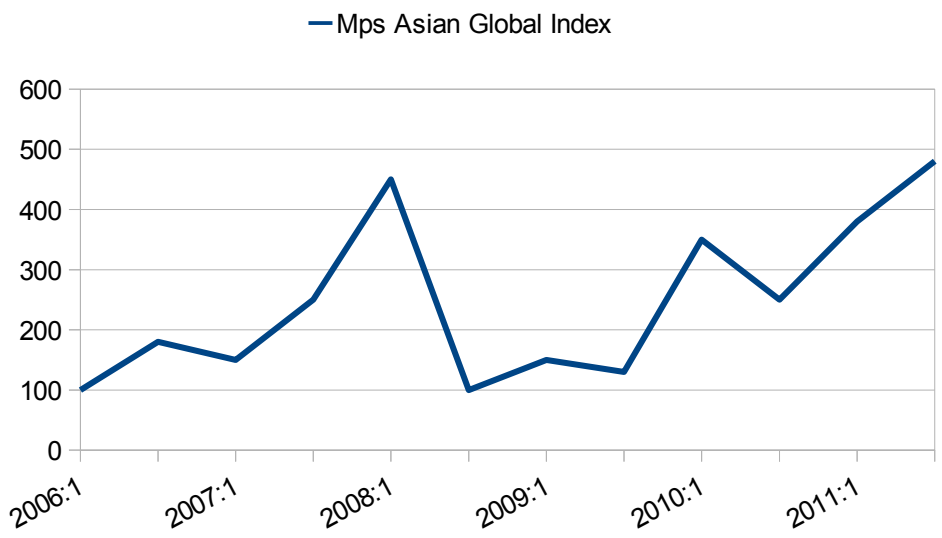
Figura 5.21 L'*MPS UE Global Index*



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

L'*MPS Asian Global Index*, rappresentato in figura 5.22, analizza le vendite avvenute nelle piazze asiatiche. Nel 2011 si è verificato un incremento del fatturato del 39% rispetto all'anno precedente; l'esito favorevole è stato determinato sia dal crescente numero di appuntamenti d'asta, sia dalle quotazioni in salita degli artisti contemporanei locali. La crescita del giro d'affari è davvero sorprendente: rispetto al primo semestre del 2006 infatti è stata registrata una crescita del +396,0%, la più alta in assoluto rispetto a tutti gli altri segmenti di mercato analizzati. In realtà anche questi dati risultano essere parziali, non disponendo di quelli ottenuti dalle case d'asta a livello locale[357].
Tra i mercati emergenti si segnalano l'India, l'Indonesia e la Corea, da un lato mercati in ascesa, dall'altro rappresentativi di artisti che suscitano l'interesse delle grandi gallerie occidentali.

Figura 5.22 L'*MPS Asian Global Index*



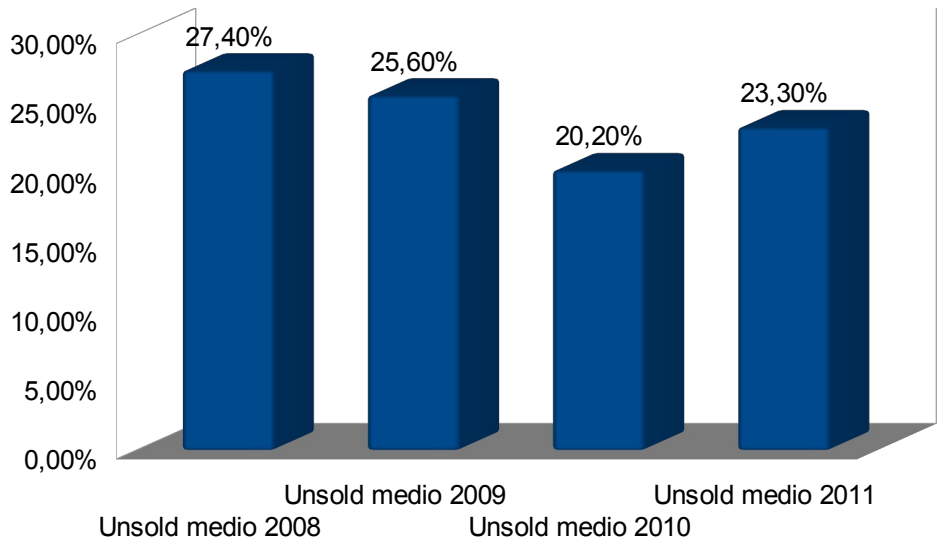
Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

Nonostante l'Asia sostenga il mercato internazionale delle quotazioni, qualche problema può arrivare dai livelli di unsold. Dopo un costante calo degli ultimi anni, nel 2011 i livelli tornano a salire, stabilizzandosi su una media del 23%. In

[357] Si tenga conto che i dati elaborati non prendono in esame le aste di scultura, gioielli, oggetti antichi e vini, che in questa zona rappresentano una considerevole quota di mercato. Cfr, Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

alcune importanti sedute, le *majors* Christie's e Sotheby's hanno registrato tassi di invenduto del circa 35% (come è avvenuto per le aste autunnali di arte contemporanea). Solo nel segmento asiatico si sono registrati valori più bassi, mediamente stabili al 13,5% (rispetto a una media del 26,4% per le altre piazze).

Figura 5.23 I tassi di unsold medio 2008/2011



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

Un fenomeno che può risultare interessante è quello che riguarda il tasso di *unsold* nelle *collections sales*; il 10 febbraio 2011 da Sotheby's a Londra è stata messa in vendita la collezione *Looking Closely,* in cui è andato venduto un famoso trittico di Francis Bacon raffigurante Lucian Freud: è stato aggiudicato per £ 23.001.250. La vendita della collezione ha registrato un tasso di venduto pari al 100%, per un fatturato totale di £ 93.520.600. Anche da Christie's a novembre 2011, nella sede di New York, è stata presentata al pubblico la *Peter Norton Collection*; ha fatto registrare il 100% di venduto con un incasso di $ 26.785.000.[358]

Un altro fenomeno interessante è quello registrato dalle *Italian Sales*, in programma a Londra per il mese di ottobre, che non hanno assolutamente deluso le aspettative delle case d'asta e dei collezionisti internazionali. In particolare,

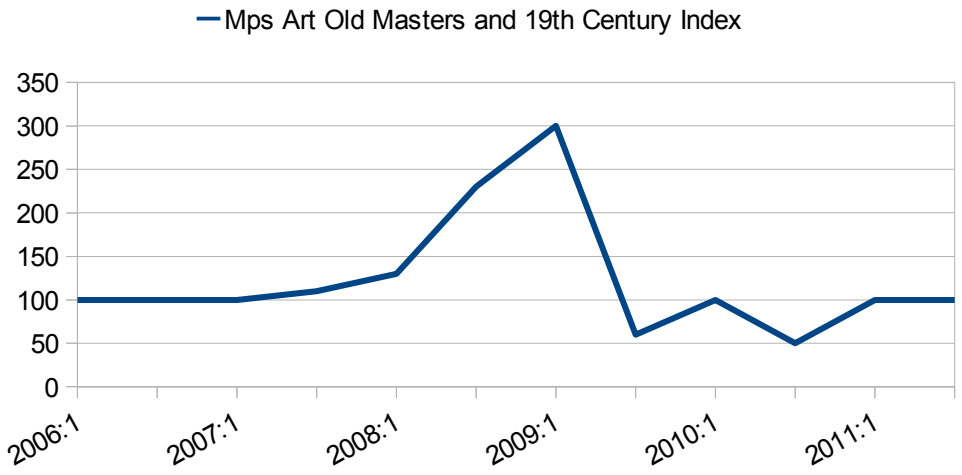
[358] Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

quella tenuta da Sotheby's ha realizzato un incasso pari a quello raggiunto nel 2006, e superiore anche ai risultati pre-crisi del 2007. Opere di Manzoni e Pascali hanno raggiunto livelli da record, mentre Christie's ha consacrato l'artista Domenica Gnoli con un *world record price* per il suo "*Busto femminile di dorso*" (ottobre 2011).[359]

5.6.3. Il segmento Old Masters e 19° secolo

L'*MPS Art Old Master e 19th sec. Index* si era contraddistinto per una buona tenuta nel 2009, grazie alla minore volatilità rispetto ad altri segmenti dl mercato dell'arte, e nonostante tutto continua a mantenere un buon andamento anche nel 2011, segnando un aumento del + 21%, come si vede dalla figura 4.

Figura 5.24 L'*MPS Art Old Masters e 19th Century Index*



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

A determinare la buona performance di questo settore sono stati i risultati ottenuti da Christie's e da Sotheby's nelle sessione del luglio 2011; Christie's ha realizzato nella sua seduta quattro nuovi world record; per Sotheby's, un nuovo record mondiale e il secondo prezzo più alto mai realizzato all'asta per un dipinto

[359] Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

antico.[360] Anche nelle sedute di dicembre Christie's ha raggiunto un ottimo fatturato con aggiudicazioni record per gli artisti fiamminghi ("*La battaglia tra Carnevale e Quaresima*" di Peter Brueghel il Giovane è stata battuta per la cifra record di 6,2 milioni di sterline).
Il fatturato di Sotheby's del mese di dicembre è risultato essere di ben 20 milioni di sterline, un dato confortante se si pensa che le stime erano comprese tra i 17,5 milioni e i 24,2 milioni di sterline.

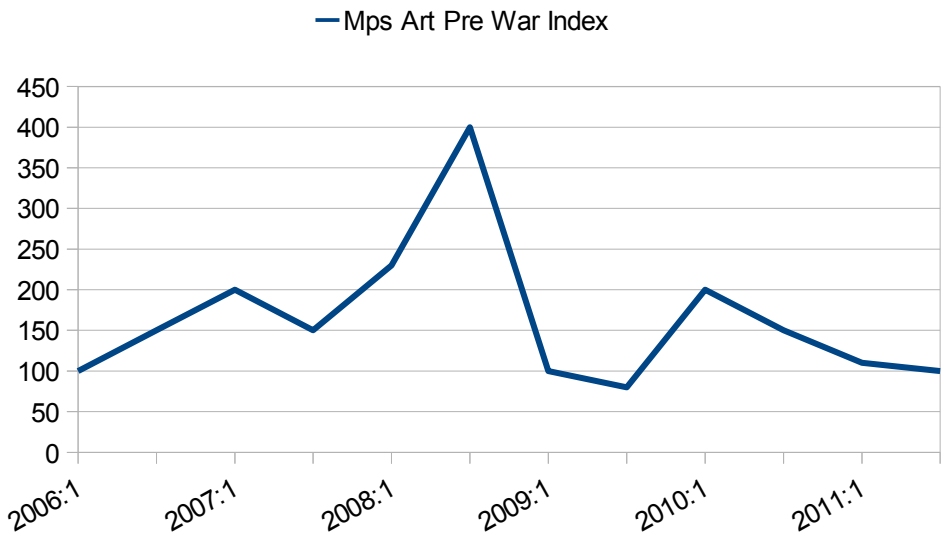
5.6.4 I segmenti Pre War e Post War

Rispetto al segmento Old Master, il trend dell'indice *MPS Art Pre War Index* risulta decisamente più volatile. Anche in questo segmento si nota (figura 5.25) subito l'ormai "famoso" picco del 2008, dovuto, oltre al già accennato effetto valuta, all'asta di Arte Impressionista e Moderna tenutasi nel maggio 2008 a New York, con un fatturato di ben 277 milioni di dollari. Il conseguente calo delle vendite e il risultato meno confortante di fine anno è dovuto anche alle stime eccessive proposte durante le aste autunnali, che hanno scoraggiato collezionisti ed investitori; le stime erano comprese tra i 215 e i 305 milioni di dollari, mentre il giro d'affari è stato di circa 140,7 milioni. I tassi di unsold sono risultati essere ancora elevati (45% per valore, 39% per lotto). Ad esempio, solo quattro delle undici opere presentate di Picasso hanno trovato un acquirente, seppur l'incisione "*La femme qui pleure*" (1937) abbia raggiunto la cifra record di 5.122.500 dollari (stima $1.500.000-2.500.000)[361].
Il seguente calo è ovviamente anche riflessione della crisi economica: l'incertezza ricade anche sui lotti di grande valore, e implica una più severa selezione anche per le opere più prestigiose, determinando un *unsold* anche per i lavori di minor qualità dei grandi maestri: si conferma la tendenza di questo periodo di "comprare meno ma bene".
Se si considera il fatturato raggiunto nel primo semestre del 2008 con quelli raggiunti nel 2008, si nota un calo drastico del -66,4%. Tuttavia, se invece si

[360] Christie's e Sotheby's hanno incassato rispettivamente 49,9 mln£ e 47,6 mln£. Per Christie's rappresenta il secondo incasso più alto di sempre per un'asta di arte antica. Sotheby's ha invece stabilito il record mondiale per l'artista Francesco Guardi.
[361] Cfr, Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi.

confrontano gli ultimi dati a disposizione con quelli dell'anno 2006, ovvero prima della crescita della bolla speculativa, l'indice mostra un +51,5%. Infine, nell'ultimo anno questo segmento ha avuto una contrazione del -24,9%.

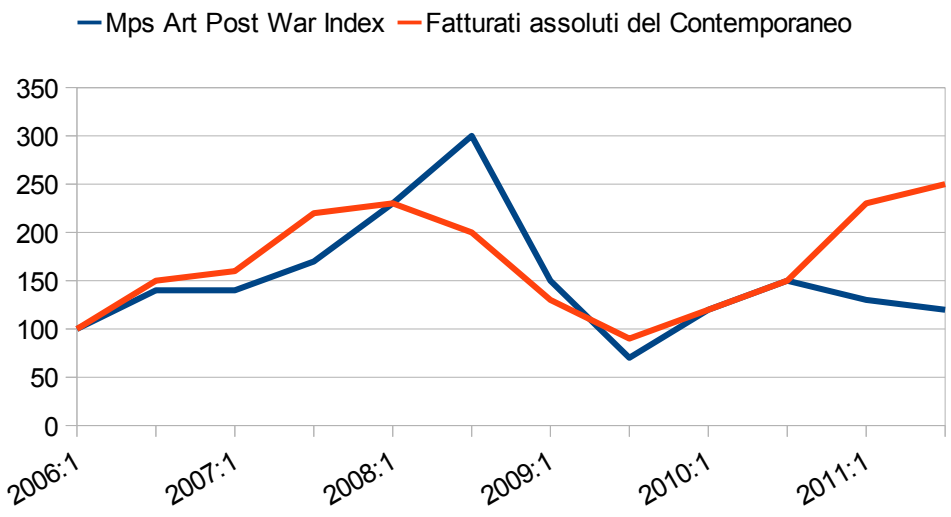
Figura 5.25 L'*MPS Art Pre War Index*



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

L' *MPS Art Post War Index* rappresenta il segmento più colpito negli ultimi 6 anni dalla crisi di mercato: nel primo semestre del 2009 l'indice era già sceso al di sotto dei livelli del 2006. Questo può dipendere dal fatto che l'indice non è calcolato sui valori assoluti di fatturato, che invece nel 2011 ha avuto un incremento del 58,7%. E' quindi aumentato il numero degli numero degli appuntamenti d'asta rispetto agli anni precedenti, determinando quindi un ribasso dei fatturati medi.
Inoltre, le grandi case d'asta ormai cercano di focalizzare il massimo dell'attenzione sulle sedi di New York e di Hong Kong, beneficiando così di un pubblico più dinamico e più vivace. Questo segmento, infatti, è stato sostenuto nel 2011 proprio dall'esplosione del mercato asiatico: Pechino e Hong Kong si apprestano a diventare le future capitali dell'arte contemporanea.

Figura 5.26 L'*MPS Art Post War Index* VS andamento fatturato assoluto



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

Il secondo semestre 2011 è stato sicuramente un periodo difficile e impegnativo, che ha riguardato tutto il mondo; questa situazione ha portato a un indebolimento della vivacità nel mercato dell'arte, spingendo i collezionisti a una maggiore prudenza negli acquisti.

Rimane ben consolidato il mercato dell'arte antica, soprattutto quello di ottima qualità, che non ha risentito particolarmente delle ristrettezze economiche, dimostrandosi un bene rifugio eccellente.

Il secondo semestre 2011 ha segnato anche una frenata per il segmento dell'arte impressionista e moderna: le aspettative per la seduta di novembre a New York di Christie's erano intorno ai 251-305 milioni di dollari, e si è conclusa con un risultato di 140.7 milioni, con una percentuale di vendita del 62% per lotto e 55% per valore. Sono valori molto simili a quelli della seconda metà del 2008, anno in cui è realmente cominciata la crisi finanziaria.

L'arte contemporanea continua a mantenere un trend positivo, non registrando nessun calo. È emerso come ormai gli acquirenti cerchino solo opere di altissima qualità, escludendo quindi dal mercato investitori e mercanti d'arte.

Infine, non si può più ignorare il mercato asiatico, che sta assumendo a tutti gli effetti il ruolo di leadership per la futura arte contemporanea: gli artisti asiatici,

infatti, continuano a realizzare quotazioni straordinarie. Zhang Xiaogang con *Bloodline: Big Family n.1* ha conquistato HK$ 65,6 milioni nella *Contemporary Asian Art* di Sotheby's Hong Kong lo scorso 3 ottobre; Zao Wou-Ki con la tela *10.1.68* ha ottenuto sempre da Sotheby's il proprio record mondiale (HK$68,9 milioni).
Per quanto riguarda il mercato italiano, abbiamo visto come le "Italian Sales" abbiano avuto un considerevole successo. Nelle case d'asta italiane di Christie's e di Sotheby's si è assistito alla partecipazione di numerosi compratori stranieri e di collezionisti privati che hanno premiato le migliori opere di Lucio Fontana e Giorgio de Chirico.

5.6.5 L'MPS Art Market Value Index

L'area research del Gruppo Monte Paschi di Siena, infine, ha elaborato un ulteriore indice, l'*MPS Art Market Value Index*, creato per monitorare l'andamento borsistico di un gruppo di società operanti nel settore artistico e per riscontrare quindi se, e in quale misura, la crisi finanziaria abbia avuto un impatto sui loro corsi azionari, rispetto alle variazioni espresse dagli indici di riferimento del mercato azionario e borsistico a livello internazionale ed europeo.

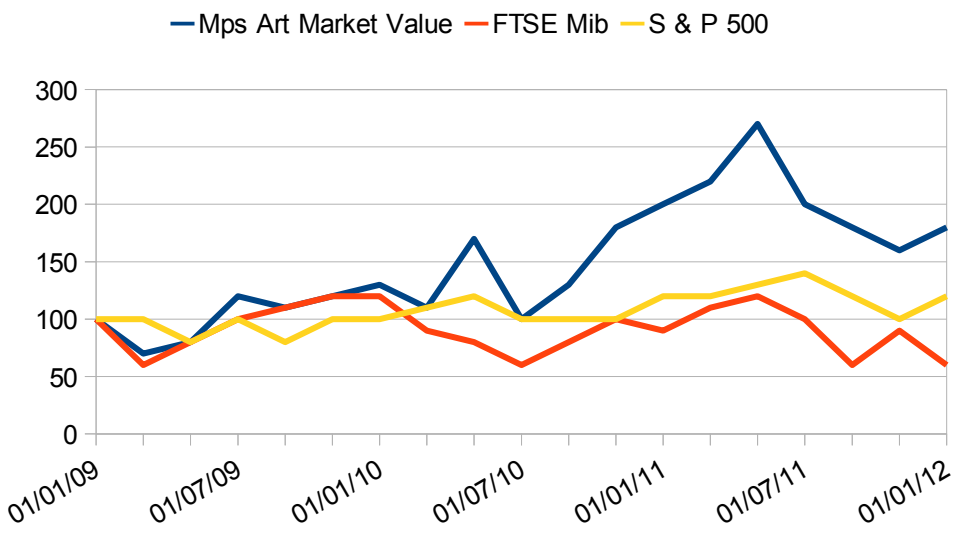
L'analisi della performance del Mps Art Market Value Index del periodo gennaio 2009-gennaio 2012 mostra un rendimento complessivo positivo (+87,4%), decisamente superiore al rendimento espresso dagli altri indici considerati: S & P 500 +35,1% e FTSE Mib -29,7%.

5.7 Il trend del mercato nel 2011 secondo Mei e Moses

In contrasto con gli studi predenti, Mei e Moses hanno notato come l'arte abbia registrato prestazioni migliori rispetto alle azioni nel periodo da loro analizzato, calcolando le variazioni dei prezzi di aggiudicazione delle opere d'arte transitate per le case d'asta Christie's e Sotheby's di New York nel periodo che va dal 1875

al 1999[362].

Figura 5.27 Andamento *MPS Art Market Value Index* vs FTSE Mib e S & P 500: Gennaio 2009-Gennaio 2012



Fonte: Art Market Report, gennaio 2012, Gruppo Monte Paschi

Ogni anno i risultati vengono aggiornati, e i nuovi dati entrano repentinamente nel database, disponibile presso il sito www.artasanasset.com.

Per quanto riguarda l'andamento del 2011, gli economisti Mei e Moses hanno rilevato come l'arte abbia superato la performance delle azioni finanziarie; l'indice artistico è cresciuto del 10,2%, mentre i titoli di S&P 500 e FTST All Shares sono rimasti sostanzialmente invariati. L'indice, sebbene abbia avuto una crescita inferiore rispetto al 2010 (22%), ha ottenuto un valore conclusivo decisamente alto.

Il *rendimento composto annuo* (CAR) indica la quantità di crescita che viene realizzata da un investimento in un anno solare. Il CAR dell'arte, negli ultimi 10 anni, ha registrato un valore del 4,6%; negli ultimi 5, invece, del 7,7%. Se paragonato a quello di S&P 500 (con valori, rispettivamente, dello 0,0% e del 2,9%), si nota immediatamente come il rendimento dell'arte sia nettamente

[362] L'investimento in arte rende quanto un Btp. Finanza & Investimenti, nuovo indice Mei e Moses: nel lungo termine quadri & co. sono simili ai titoli di stato. 22 giugno 2001, in www.ilmondo.rcs.it.

maggiore rispetto a quello di una portafoglio azionario. Ma vediamo i risultati nel lungo periodo; negli ultimi 25 anni l'andamento finanziario ha avuto un CAR del 9,3%, mentre l'arte solo del 6,5%. Negli ultimi 50 anni, infine, la borsa ha un valore attorno al 9,2, mentre l'altra dell'8,8%.[363]

E' stato inoltre notato come i diversi settori dell'arte presentino dei CAR molto diversi tra loro; negli ultimi 25 anni, infatti, solo l'arte del dopoguerra e quella contemporanea hanno superato il rendimento degli indici azionari (con valori rispettivamente di 10,4% e 9,3%); negli ultimi dieci, invece, ben quattro categorie hanno superato il CAR di S&P 500, ma con valori molto diversi tra loro: l'arte tradizionale cinese (CAR del 17%), l'arte del dopoguerra e contemporanea (CAR del 12,6%), arte impressionista e moderna (CAR 7,7%), l'Old Masters e l'arte del XIX secolo (1,6%)[364].

Le conclusioni a cui sono pervenuti Mei e Moses indicano che ci sono periodi in cui l'arte ha rendimenti migliori rispetto a quelli azionari (ultimi dieci anni); periodi in cui le azioni hanno profitti maggiori (ultimi 25 anni); e periodi in cui si equivalgono (ultimi 50 anni). I grafici relativi a tali risultati sono rappresentati nelle figure 5.29, 5.30, 5.31, 5.32, 5.33.

La figura 5.28 mostra un forte aumento dei prezzi nel 1980 con il picco nel 1990, seguito da un calo del 36% nel 1991. Si nota subito come, dal 1890 al 2000, le opere impressioniste non siano riuscite a recuperare il livello dei prezzi raggiunto nel 1990. Nonostante il boom del mercato dell'arte fosse già stato ampiamente discusso in molte riviste e conferenze, solo gli indici di mercato ci permettono di stimare il tempo preciso e la grandezza delle variazioni di prezzo.

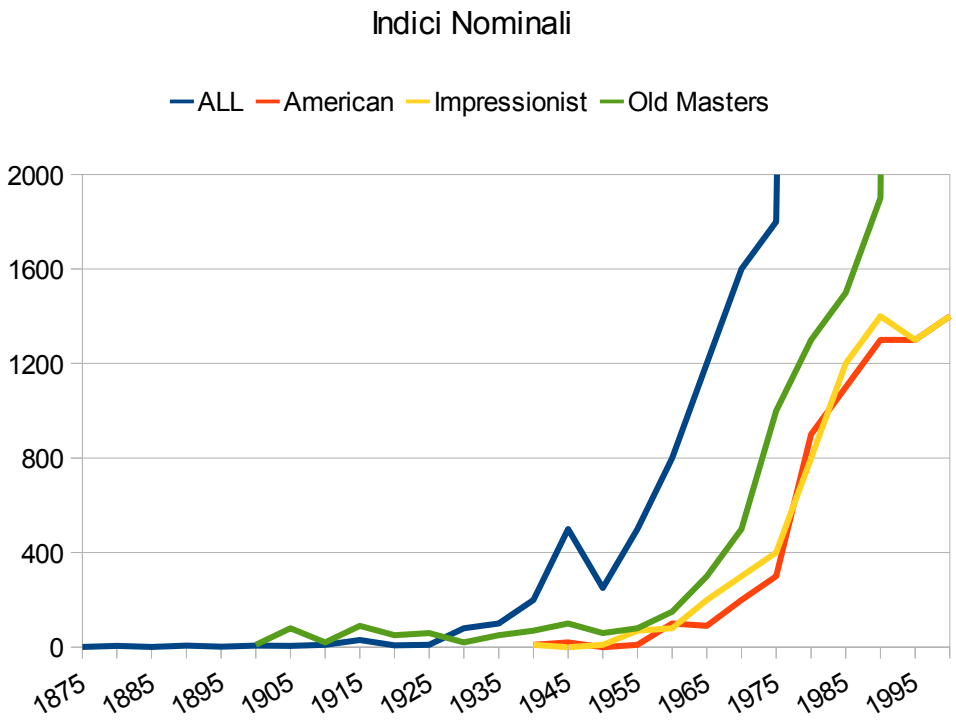
Dal grafico si evince come l'arte abbia avuto un rendimento reale annuo del 8,2%; è un ottimo risultato, soprattutto se paragonato a quello ottenuto da S & P 500 (8,9%) e il Dow Jones Industrial (9,1 %).

---

[363] Barrillà S. A., *L'arte batte le azioni negli ultimi dieci anni, perde dopo venticinque. Parola degli economisti Mei e Moses*. In Il Sole 24 Ore, 27 gennaio 2012.

[364] *Ibidem*

Figura 5.28 Indici di prezzo per il periodo 1875-2000.



(La base degli anni è: 1875=1 per tutte le opere -ALL-, 1941=1 per gli American Paintings, 1900=1 per gli Old Masters e 1941=1 per gli Impressionisti)

Le conclusioni tratte da questi due economisti si differenziano notevolmente dai lavori, ad esempio, di Goetzmann e di Pesando, e attribuiscono queste discrepanze a diversi motivi. Il primo fattore potrebbe essere dato dalla scelta del campione effettuata dai primi due studiosi, i quali hanno utilizzato l'indice stilato da Reitlinger, che potrebbe essere stato influenzato dal suo gusto personali o da altri criteri adottati. Le vendite analizzate da Mei e Moses, al contrario, comprendono tutte quelle effettuate presso le case d'asta di Christie's e Sotheby's, e non rispondono ad alcun criterio di soggettività. Inoltre Mei e Moses registrano una volatilità minore rispetto agli studi precedenti: questo fattore potrebbe dipendere dal fatto che i campioni adottato precedentemente erano notevolmente inferiore rispetto a quest'ultimo.

Figura 5.29 Andamento del mercato del 2011

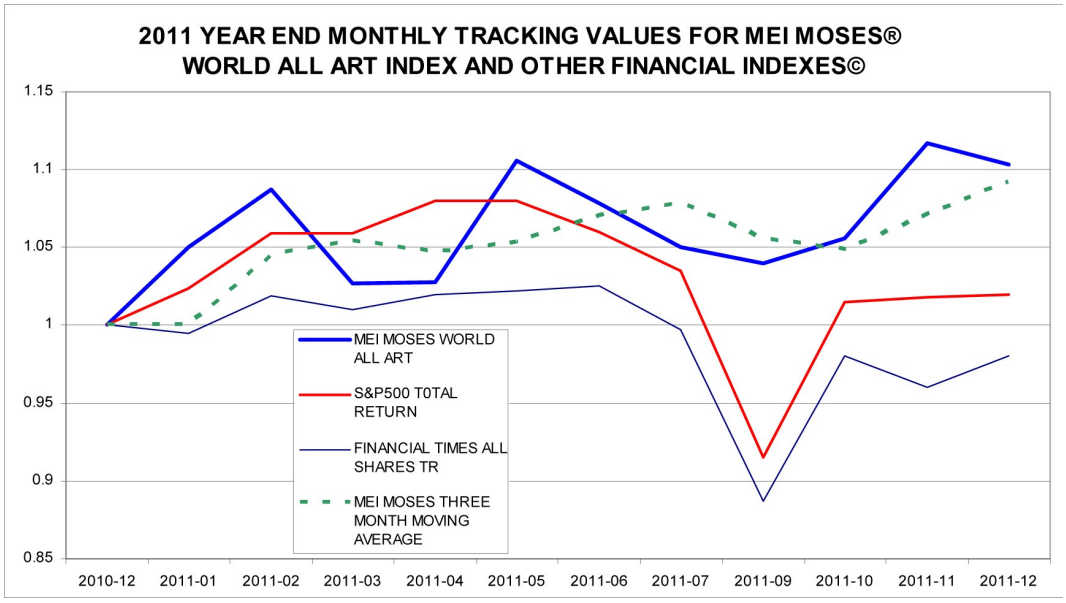


Figura 5.30 Andamento negli ultimi 10 anni

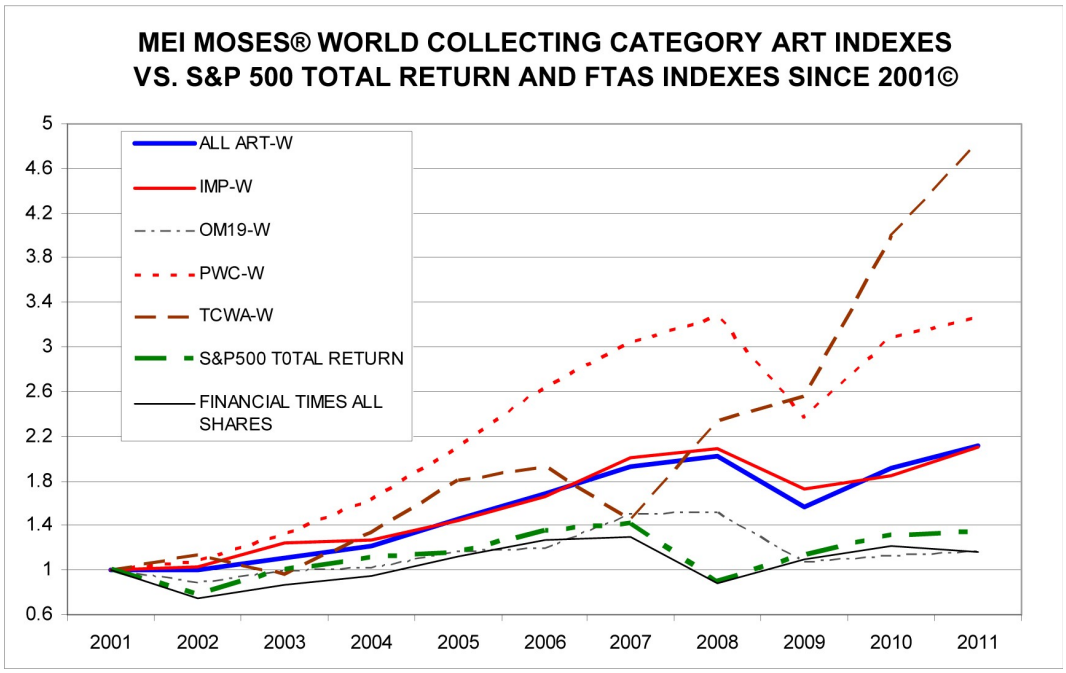


Figura 5.31 Andamento negli ultimi 25 anni

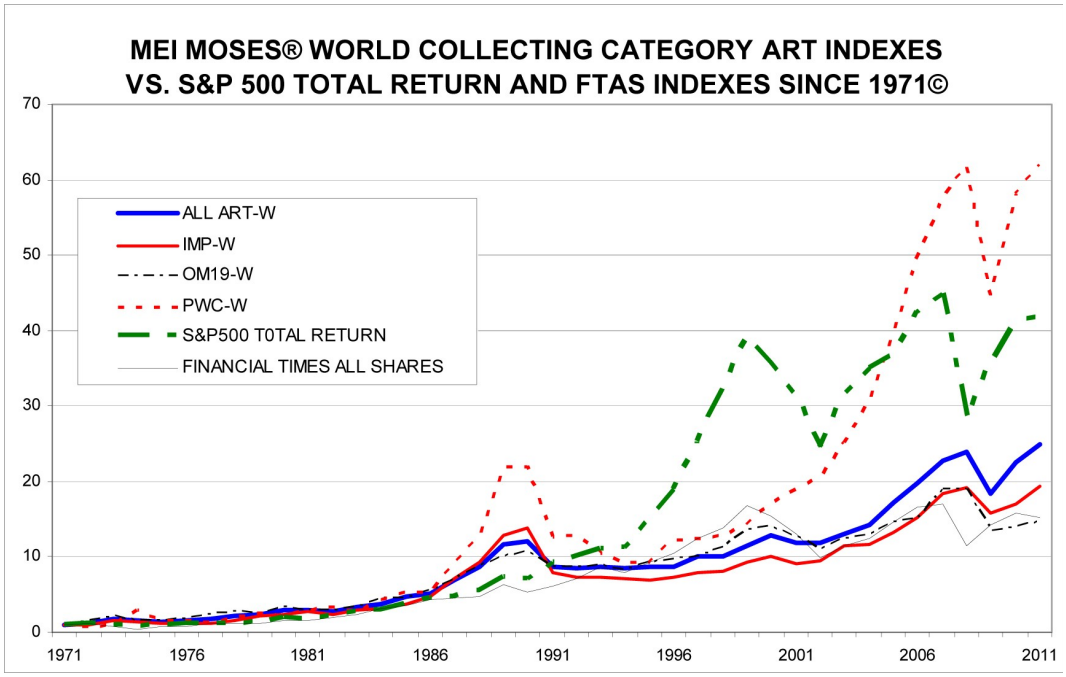


Figura 5.32 Andamento negli ultimi 40 anni

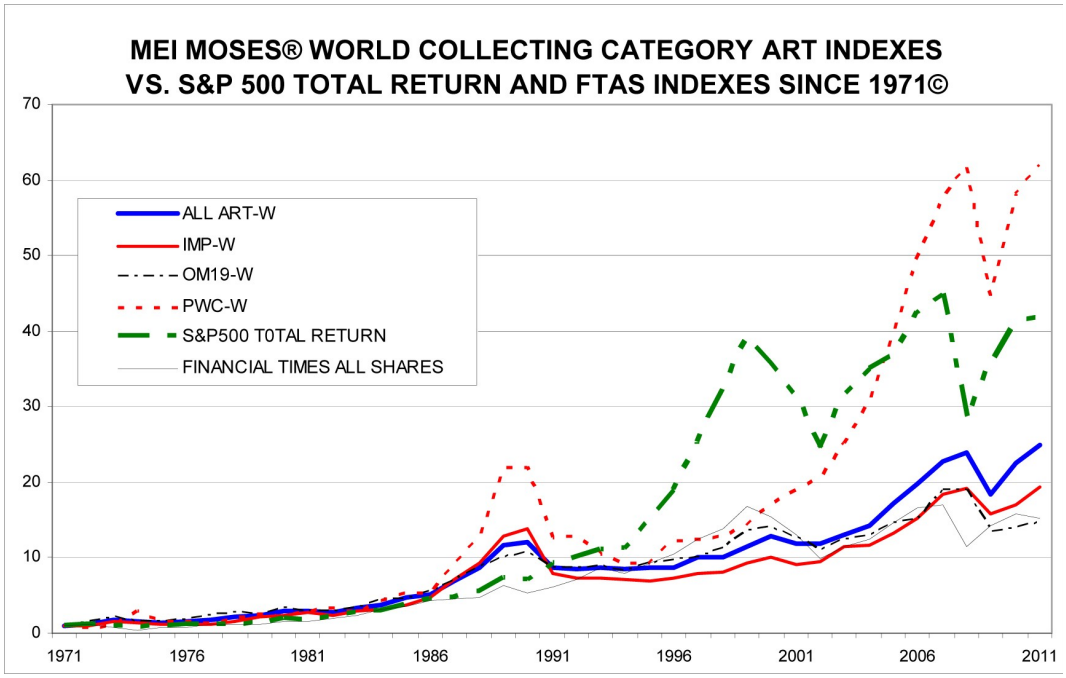
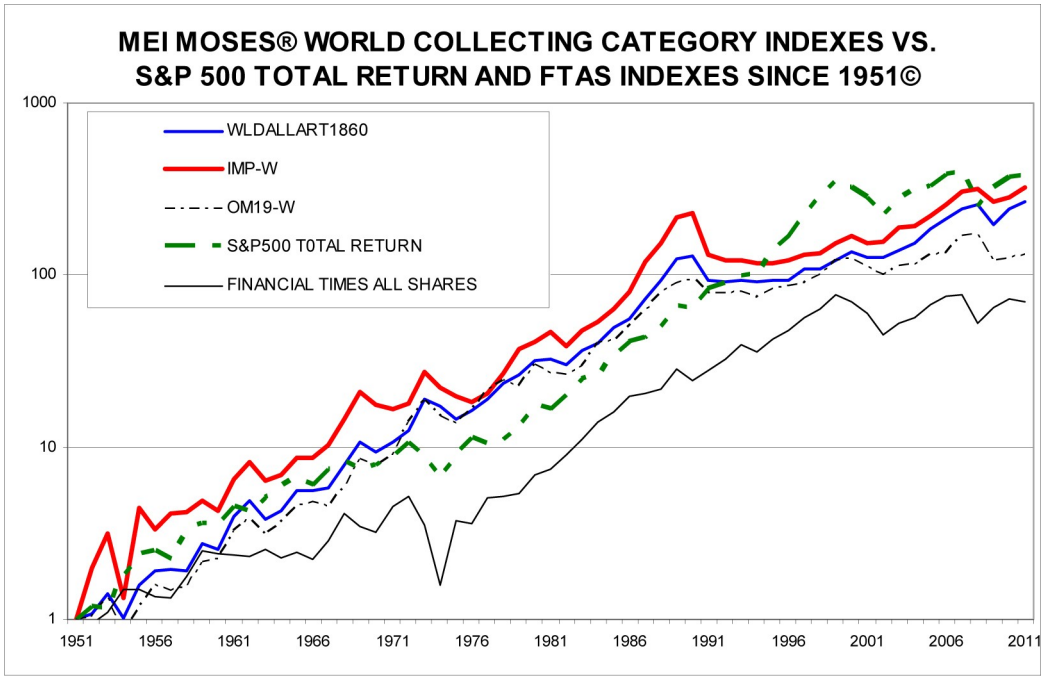


Figura 5.33 Andamento negli ultimi 60 anni



CAPITOLO 6
CHI CONSIGLIA LA PENNELLATA GIUSTA?
LA FIGURA DELL'ART ADVISOR

Da sempre la clientela elitaria ha esercitato un notevole fascino nei confronti degli intermediari finanziari anche se, fino a tempi recenti, questi elementi di *appeal* si sono tradotti, soprattutto, in una più pronunciata disponibilità ed efficienza del personale direttivo a interfacciarsi con tale fascia di clientela, nell'intento di soddisfarne le plurime necessità, e in un suo accesso al credito a condizioni largamente preferenziali, a motivo della elevata forza contrattuale posseduta[365]. Se però solo in caso sporadici le banche offrivano servizi personalizzati per questa classe di clientela, da qualche anno nei maggiori istituti di credito si sono sviluppati i servizi di *private banking*, i quali, grazie a una forte personalizzazione, contribuiscono ad affrontare le esigenze finanziarie, e non finanziarie, di tali clienti.

Nel *private banking* una molteplicità di concorrenti ha quindi come target di riferimento per la propria attività le famiglie appartenenti alla fascia alta del mercato. L'attività di *private banking*, nella sua accezione più estesa, comprende l'offerta di servizi non solo di investimento, ma anche di ottimizzazione del passivo, di pianificazione assicurativo-previdenziale, di tax planning, di pianificazione immobiliare, di consulenza in opere d'arte[366]. Quindi si può affermare che il punto focale di un servizio di *private banking* è la clientela d'élite piuttosto che la presenza di determinati prodotti o soluzioni organizzative: questi sono, piuttosto, strumenti utili per affrontare al meglio i problemi e le esigenze dei clienti.

Tra i tratti distintivi di questo tipo di servizio risulta sicuramente importante la personalizzazione: questo elemento è determinante non solo perchè la centralità del servizio è posta sul cliente, ma soprattutto perchè costui sarà portatore di

[365] Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di), *Conoscere il Private Banking: nuove tendenze, strumenti e soluzioni, organizzazione, relazioni con la clientela d'elite*. Roma, Bancaria, 2008. p. 29.
[366] Musile Tanzi P., *Manuale del Private Banker.* Milano, Egea, 2007. p.1.

esigenze specifiche e diversificate, che non permettono una standardizzazione delle prestazioni. In secondo luogo si trova la fiducia. Il *focus* di questo servizio viene posto soprattutto sulle relazioni che si vanno ad instaurare con il cliente, cercando quindi di infondere subito un clima di confidenza e fiducia. Il cliente si aspetta che il *private banker* sia in grado in interpretare al meglio quelle che sono le sue esigenze e di trovargli le soluzioni più adatte per la gestione del proprio patrimonio. Anche la riservatezza è, ovviamente, un requisito essenziale: si fonda sull'impegno del *private banker* a non diffondere informazioni sugli affari (o sui nomi) della clientela; gli ambienti stessi sono progettati per rispondere a tale esigenza: il cliente viene accolto in un ambiente confortevole e sicuro, in modo da non avere alcuna interazione con altri clienti. La trasparenza delle strategie perseguite e dei risultati ottenuti deve sempre connotare i rapporti con i clienti; anche questo elemento serve a far aumentare il livello di fiducia. Altro elemento di indiscutibile importanza è sicuramente la diversificazione, riferendosi quindi all'ampia gamma di servizi offerti e svolti all'interno del sistema di *private banking*. Questi servizi, infatti, non dovrebbero ormai più limitarsi alla gestione degli *asset* finanziari della clientela, bensì a quella del suo patrimonio complessivo, articolato in varie componenti, e alla risoluzione in chiave consulenziale delle molteplici problematiche ad esso connesso[367]. Tra queste attività rientrano anche quelle di compravendita di immobili, gioielli e opere d'arte. Infine, ultimo elemento che deve caratterizzare un servizio di *private banking* è sicuramente la qualità professionale degli intermediari: non sono dunque solo gestori tecnici di portafoglio, ma manager specializzati nelle relazioni con la clientela top, consulenti, partner esterni come mercanti d'arte, esperti di problematiche legali e fiscali.

Qual'è la soglia minima di denaro per accedere ai servizi di *private banking*? La suddivisione della clientela, nella maggior parte dei casi, avviene in base alla disponibilità liquida. Alcuni anni or sono le ricerche volte a rilevare le dimensioni del mercato private segnalavano come appartenenti a questo segmento gli High Net Worth Individuals (HNWI), ovvero quella clientela con la disponibilità

[367] Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di), *Conoscere il Private Banking: nuove tendenze, strumenti e soluzioni, organizzazione, relazioni con la clientela d'elite*. op. cit. p. 32.

minima di un milione di dollari investibili[368]. In realtà da alcuni anni la soglia per far parte degli HNWI si è dimezzata; ma è anche vero che è stata rilevata la presenza di Very HNWI, coloro che hanno a disposizione un patrimonio superiore ai 5 milioni, e di Ultra HNWI, con disponibilità oltre i 30 milioni. Invece, coloro che hanno comunque un patrimonio rilevante ma non arrivano alla soglia del mezzo milione di *asset* liquidi, vengono definiti *affluent* o *personal;* gli *affluent* si pongono a metà strada tra la clientela *retail*, o di massa, e il mercato private.

6.1 Il mondo dell'Art Banking

Le potenzialità economiche dell'investimento in arte sono ben note agli istituti di credito; da diversi anni ormai la gestione dei patrimoni dei clienti private vede, accanto alla consulenza su "hedge-funds", "fondi di private equity" e "polizze assicurative", anche quella sui "beni artistici"[369].

Spinti dalla necessità di offrire ai clienti facoltosi nuovi prodotti, e dalla domanda crescente alle banche di mettere al sicuro i propri risparmi utilizzando forme di investimento alternativo, un numero di banche private includono al loro interno servizi specifici riferiti all'arte[370]. In realtà è stato il mercato dell'arte stesso a spingere verso lo sviluppo di un servizio come quello dell'art banking, in modo da dare più stabilità e abbassare il livello di rischio al mercato.

Alla fine degli anni Settanta del secolo scorso, l'art banking viene proposto da Citibank a New York come servizio esclusivo per la clientela private[371]. In quegli anni il mercato dell'arte stava attraversando una fase "*bull*", e investire in arte ha iniziato ad essere una forma colta di investimento per diversificare il portafoglio. A seguire, le principale banche internazionali operative nel settore private, e con uno spazio attrezzato alla gestione degli HNWI, hanno strutturato al loro interno un dipartimento di Art Advisory.

Fu David Rockefeller ad intuire per primo l'importanza di un coinvolgimento

---

[368] Musile Tanzi P., *Manuale del Private Banker.* op. cit. p. 3.

[369] Dimichino E., *Art Banking: investimento ad alto rischio? Cosiderazioni sul mercato dell'arte in Italia.* Milano, Banca Europa, 2009.

[370] Gyorgy S. e McAndrew C., *Art Banking*. In McAndrew C., *Fine Art and High Finance*, op. cit. p. 117.

[371] Fiz A. e Mojana M., *Art Banking: le caratteristiche del mercato dell'arte.* In Musile Tanzi P., *Manuale del Private Banker.* op. cit. p.375.

delle banche nel mondo dell'arte; nel 1959, infatti, diede inizio alla collezione della banca del quale all'epoca era un importante dirigente, la Chase Manhattan Bank, pioniera delle collezioni d'arte aziendali. Oggi, i principali istituti di credito internazionali, da Paribas a Deutche Bank, da Schroeders a UBS, hanno al loro interno una propria collezione di opere d'arte, e, di pari passo, hanno istituito un dipartimento di art advisory[372]. L'arte è diventata anche un veicolo per rappresentare la *corporate identity:* è uno strumento di interpretazione dei valori aziendali. Per comprendere al meglio come l'arte venga vista dalle banche, può essere utile citare quanto detto da Marta Canesi, direttrice del reparto di art banking in banca Akros, Milano: "*Durante l'inaugurazione Milano della sede centrale abbiamo scelto di esporre in contemporanea una mostra personale dedicata al grande artista americano Sam Francis. È un modo ulteriore per servire i nostri clienti. Non solo andare da loro per risolvere problemi inerenti la finanza e vari servizi tra cui l'arte, ma persino fornire occasioni d'arte presso la sede della banca stessa. In questo modo li aiuteremo a sensibilizzarsi su alcuni temi che a nostro avviso non sono soltanto estetici, ma potrebbero avere prossimi e ulteriori sviluppi economici*".[373]

I maggiori istituti di credito sono attrezzati con un team di esperti d'arte e di mercato; alcuni li hanno proprio al loro interno, come Ubs (ne conta addirittura dodici, tra esperti economi e legali e storici dell'arte), Deutche Bank Ag, Unicredit, BnlBnp e Ing. Altri preferiscono affidarsi a consulenze esterne, come gli specialisti delle case d'asta o art advisor "indipendenti"; ad esempio, Db Italia si è affidato a un esperto d'arte, perito in Tribunale e iscritto alla Camera di Commercio[374].

L'obiettivo è per tutti comune: tramite l'inventario, la valutazione e la compravendita, lo scopo è quello di mirare a una più corretta gestione di una collezione d'arte. Tutte le opere vengono catalogate con schede esaustive in cui vengono esposte le principali caratteristiche del bene: l'attribuzione, la provenienza, la tecnica, la stima, le dimensioni; vengono inoltre corredate con

[372] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 69.
[373] Manazza P., *Consigli a regola d'arte*. Il Mondo, Corriere della Sera, 10 agosto 2001.
[374] Marchesoni M. A. e Pirrelli M., *Un'inchiesta de Il Sole 24 Ore sull'offerta di art advisor in banca.* In ArtEconomy24, 29 ottobre 2008.

fotografie e accompagnate dalla certificazione di autenticità dell'opera. Spesso una delle attività principali è legata alla pianificazione ereditaria e alla gestione legale e fiscale del patrimonio artistico, in molti casi attraverso la costituzione di fondazioni o trust[375].

Tramite il servizio di art advisory le banche private si affiancano e collaborano con i tradizionali interlocutori del mondo dell'arte al fine di offrire ai propri clienti un'offerta integrata di servizi e consulenza caratterizzata da trasparenza e indipendenza[376]. Dal punto di vista della banca, offrire servizi di art banking significa non solo ampliare la possibilità di diversificazione del proprio portafoglio di investimenti, ma anche intraprendere attività di sponsorizzazione o mecenatismo a favore di iniziative artistiche che, nel medio periodo, rafforzano la *corporate image* e creano una rete di comunicazione tra clienti, generando una *costumer-loyalty*[377].

Per valutare una collezione già presente nel patrimonio, gli art advisor possono ricorrere alla consulenza esterna dei consulenti di Christie's e di Sotheby's, mentre per le nuove acquisizioni fanno riferimento all'Art Loss Register (ad esempio Ubs), in modo tale da poter verificare l'autenticità dell'opera escludendo provenienze illecite; nel caso di dubbio, la transazione viene sconsigliata.

Nessun servizio quindi offre una consulenza stringente all'investimento, anche se vengono fornite informazioni con report ad hoc e newsletter periodiche, d'uso interno esclusivo per la clientela, sull'andamento del mercato dell'arte, i suoi comparti e le sue scadenze (arte e fiere)[378]. Ad ogni modo, la regola fondamentale di questo nuovo servizio è la riservatezza sulle operazioni che intende compiere il cliente. Per questo motivo la maggior parte degli istituti rappresenta, nell'eventualità, il cliente alle sedute d'asta o durante le compravendite di carattere privato. Vengono ora illustrati alcuni dei maggiori istituti nell'erogazione del servizio di art advisory.

Citibank, il gruppo multinazionale con sede negli Stati Uniti, in Oriente e in

---

[375] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 69.
[376] Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di), *Conoscere il Private Banking: nuove tendenze, strumenti e soluzioni, organizzazione, relazioni con la clientela d'elite*. op. cit. p. 32.
[377] Baccaro A., *E per scegliere il dipinto da mettere in cassaforte ecco uno speciale "personal shopper"*. In Il Corriere della Sera, 20 febbraio 2008.
[378] Marchesoni M. A. e Pirrelli M., *Un'inchiesta de Il Sole 24 Ore sull'offerta di art advisor in banca.* In ArtEconomy24, 29 ottobre 2008.

Europa, è stata la prima banca ad avviare questo servizio, nel 1979. I suoi servizi sono rivolti a clienti che abbiano un patrimonio superiore ai tre milioni di dollari. Offrono assistenza nella gestione delle collezioni, nell'acquisto e nella vendita di opere d'arte, oltre a servizi di restauro, trasporto e assicurazione.

Sul sito della banca si legge: "*We are advocates for our client, without inventories to sell or artist to promote. In the otherwise under-regulated art market, our role as a fiduciary within a private bank is to offer independent assessments based on our clients goals and best interests. We bring a financial perspective to our clients collecting objectives. We understand the art market cycles and economic realities that create buying and selling opportunities around the world*"[379].

Deutsche Bank Private Wealth Management offre una consulenza specializzata che riguarda diversi aspetti dell'investimento in arte: la compilazione degli inventari di una collezione, la determinazione dei prezzi di mercato (tramite anche specialisti esterni), assistenza nella vendita. Per completare al meglio il servizio, viene messa a disposizione di tutti i clienti una pubblicazione, Symbols, che contiene una vasta sezione dedicata all'arte contemporanea, con approfondimenti su vari artisti e sull'andamento del mercato, segnalando anche gli appuntamenti di aste o fiere in vista.

Inoltre la Deutsche Bank possiede, oggi, una delle più grandi collezioni d'arte bancarie: una collezione dedicata ai maggiori artisti del Novecento, dal Modernismo alle più recenti correnti contemporanee. La collezione conta più di 56 mila opere, suddivise tra le sedi di Francoforte, Londra, New York, Tokyo e, dal 2007, Milano. Si legge sul sito "*Per Deutsche Bank l'arte contemporanea è, prima di tutto, capitale intellettuale che entrando in un luogo non tradizionale come la banca, apre nuovi orizzonti nel mondo del lavoro e influisce positivamente sui collaboratori*"[380].

Barclays Private Banking offre un servizio di art advisory specifico per tutelare gli interessi dei collezionisti, cercando soprattutto, anche tramite l'aiuto di competenze specifiche, di farne aumentare il valore e, allo stesso tempo, di razionalizzare le performance del loro portafoglio. Gli esperti a disposizione

---

[379] https://www.privatebank.citibank.com/our_services/individuals_families/wealth_advisory/artAdvisoryServices.htm

[380] http://www.db.com/italia/it/content/db_art_collection.html

aiutano i clienti non solo a migliorare, ma anche a razionalizzare il proprio portafoglio finanziario[381].

BNP Paribas Private Banking offre, dalla fine degli anni Ottanta, un'ampia gamma di prodotti e servizi ai propri clienti. Ne curano gli investimenti e le esigenze di pianificazione finanziaria, attraverso un team di esperti, presenti all'interno della banca stessa (asset management). Vengono forniti servizi di art advisory per acquisto, vendita o investimento di opere d'arte e di beni immobili.

UBS Wealth Management, nominato nel 2005 Best Art Banking in the World da Euromoney, è il più grande istituto di credito di wealth management. Oltre ad offrire un efficiente servizio di art advisory, diretto a tutti i clienti che intendono investire in opere d'arte, ogni anno organizza un rassegna d'arte, l'UBS Award, che coinvolge studenti provenienti da dieci diversi paesi[382].

Se i primi servizi di art banking, quindi, sono nati nelle banche americane e svizzere, come Citibank e UBS, in Italia è solo recentemente che questi servizi si stanno sviluppando lentamente per rispondere alle esigenze della clientela privata. Tra le maggiori si trovano Gruppo Intesa San Paolo, Gruppo Unicredit, Monte dei Paschi di Siena.

Monte dei Paschi di Siena, citata numerose volte per gli indici di mercato da loro costruiti, mette a disposizione un servizio di art advisory in collaborazione con un network di alleanze e partnership di assoluto e indiscusso prestigio tra le principali piazze nazionali e internazionali. Le collaborazioni con Nomisma, Opencare e Artservice consentono di cercare le soluzioni migliori per tutte le esigenze. Tra i vari servizi a disposizione, assistenza globale per le diverse esigenze connesse ai beni d'arte; consulenza sulla valutazione e stima dei beni d'arte stessi e delle collezioni, nonché su tutti gli aspetti legati alla proprietà dell'opera d'arte; assistenza nelle operazioni di compravendita con analisi delle modalità e dell'orizzonte temporale di riferimento per una migliore riuscita dell'operazione stessa[383].

UniCredit Private Banking di propone come “consulente di fiducia” per la

[381] http://www.barclayswealth.com/private-banking.htm
[382] http://www.artvalley.org/live/mod/links/link.php?link=60
[383] http://www.privatebanking.gruppo.mps.it/Servizi+di+Private+Advisory/Art+Advisory/

gestione del patrimonio complessivo dei clienti. Viene offerto un servizio di valutazione e compravendita dei singoli beni, oltre a una possibile consulenza per le collezioni già formate[384].

Intesa Private Banking è stato il primo servizio di art advisory proposto in Italia, nel gennaio 1999. viene sviluppato in collaborazione con la società Eikonos Arte, che coordina consulenti e storici dell'arte per offrire a collezionisti e investitori della clientela private un servizio di consulenza gratuito. Anche in seguito alla fusione, nel 2007, con il gruppo San Paolo, l'attenzione al servizio di art advisory non è venuta meno. Vengono fornite indicazioni circa l'andamento del mercato, analizzandone i singoli comparti. I clienti vengono inoltre aggiornati tramite newsletter su aste e mostre, ed hanno la possibilità di partecipare a incontri, convegni, iniziative speciali. Elemento singolare di questa banca è che vengono continuamente proposti dei corsi di aggiornamento per gli art advisor sulle tendenze o problematiche del mercato dell'arte[385].

Banca Akros è la banca di investimento e di Private Banking del Gruppo Banca Popolare di Milano; ha avviato una collaborazione con la galleria Lawrence Rubin di Milano, fornendo degli spazi espositivi all'interno della banca stessa. Anche qui è presente un servizio di art banking come consulenza per l'acquisto o la gestione delle collezioni[386].

Nel 2008, Il Sole 24 Ore ha pubblicato un'indagine svolta presso i dodici istituti di credito nazionali e internazionali per analizzarne i servizi offerti. Dallo studio emerge un'opinione comune degi istituti presi a confronto: anche se l'arte rientra tra gli investimenti alternativi della clientela wealth, non deve essere considerata alla stessa stregua dei portafogli in equity o bond; la ragione è che l'arte presenta, rispetto agli investimenti classici, un più elevato livello di volatilità in quanto il suo mercato si caratterizza per illiquidità, scarsa trasparenza e assenza di regole[387]. I dipartimenti di art advisory quindi forniscono una consulenza su tutti i fronti, ma non suggeriscono direttamente di diversificare una quota del loro portafoglio in arte; si preferisce non parlare direttamente di investimento. Nonostante questo, la

[384] https://www.unicredit.it/it/privatebanking/consulenzaspecialistica/arte.html
[385] http://www.intesasanpaoloprivatebanking.it
[386] http://bancaakros.webank.it/AKROS/naviga.do
[387] Marchesoni M. A. e Pirrelli M., *Un'inchiesta de Il Sole 24 Ore sull'offerta di art advisor in banca.* In ArtEconomy24, 29 ottobre 2008.

domanda di questa clientela è in forte crescita, ed è attratta dal settore contemporaneo.

6.2 La figura dell'Art Advisor

L'Art advisor è quindi un consulente esperto d'arte, di solito presente all'interno di una struttura di art banking. È un po' come un *personal shopper*, colui che aiuta il cliente ad orientarsi negli acquisti: solo che nel suo "carrello" possono finire opere di Rembrandt o della Beecroft, di Vang Gogh o di Warhol[388]. Oltre alla competenza specifica nel settore della storia dell'arte, l'art advisor è un esperto nelle regole del mercato internazionale e dell'andamento dei prezzi dei beni artistici, in modo da poter essere in grado di consigliare al meglio il cliente.

L'art advisor è una figura *super partes* rispetto ad altri agenti presenti nel mercato dell'arte: coniugando le proprie conoscenze, è in grado di aiutare il cliente, sia in caso di valutazioni di patrimoni d'arte, sia in caso di compravendita di opere d'arte o di tutte le problematiche annesse alla buona gestione di una collezione[389]. Si propone come "arbitro" del sistema dell'arte, valutando in modo imparziale la relazione tra domanda e offerta; non dovendo né vendere né comprare opere d'arte, non è guidato da interessi specifici, se non dal compito di guidare il cliente verso la scelta migliore[390].

Volendo generalizzare a tutti gli istituti che forniscono questo tipo di servizio, le funzioni svolte da un art advisor coprono: innanzitutto le valutazioni e le stime delle opere, singole o in collezione, in quanto la consulenza di un esperto è di fondamentale importanza per la corretta valutazione delle opere e per la conseguente collocazione di tali beni nel mercato; l'*expertise*, poiché l'analisi critica e storica delle opere è di primaria importanza per elaborare una corretta valutazione delle stesse, tenendo conto di fattori come la provenienza e lo stato di conservazione. Il conseguimento di autentiche presso esperti o fondazioni. La

---

[388] Baccaro A., *E per scegliere il dipinto da mettere in cassaforte ecco uno speciale "personal shopper"*. In Il Corriere della Sera, 20 febbraio 2008.

[389] Baccaro A., *E per scegliere il dipinto da mettere in cassaforte ecco uno speciale "personal shopper"*. In Il Corriere della Sera, 20 febbraio 2008.

[390] Fiz A. e Mojana M., *Art Banking: le caratteristiche del mercato dell'arte.* In Musile Tanzi P., *Manuale del Private Banker.* op. cit. p.374.

vendita e l'acquisto delle opere, cercando i canali e le piazze più appropriati; le perizie assicurative; la gestione delle opere, ampliando o migliorando una collezione già esistente; la valorizzazione, tramite pubblicazioni specialistiche o esposizioni a mostre, o ancora mediate la pubblicazione di monografie o cataloghi. L'inventario e la stima per fini di divisione del patrimonio o per trasmissione ereditaria; consulenza legale riguardo alla circolazione delle opere in territorio nazionale o internazionale; conservazione e restauro, con l'ausilio di esperti del settore; il trasporto e la custodia nei caveaux.
La valutazione delle opere d'arte rappresenta solitamente il primo approccio per un percorso che si sviluppa con servizi personalizzati e modulati sulle esigenze del singolo cliente e che comprende anche delle opportunità di finanziamento tipicamente bancarie quali l'acquisto in leasing delle opere d'arte o il finanziamento con pegno delle stesse[391].

Marc Spiegler, noto opinionista del mercato dell'arte, scrive: "*il ruolo dell'art advisor si è rafforzato negli ultimi anni, soprattutto in America e in Inghilterra, grazie ai nuovi collezionisti, persone con più soldi che tempo a disposizione, decisi a mettere insieme, ed in fretta, raccolte di un certo prestigio. L'obiettivo di questo cliente non è tanto quello di affinare le proprie conoscenze artistiche, quanto seguire la crescita di un artista e realizzare un capital gain quando la sua curva ascendente è al massimo*"[392].
Nell'euforia generale che ha colpito il mercato dell'arte negli ultimi anni, i collezionisti esperti spesso si sono trovati spiazzati di fronte ai numerosi artisti emergenti che ogni anno appaiono nelle gallerie e nelle fiere d'arte; così, dettati anche dalla paura di comprare opere di qualità scadente o di pagare prezzi troppo elevati, si sono rivolti alla figura dell'art advisor. Questi segue l'investitore prima dei suoi acquisti, per consigliarlo, informarlo e tutelarlo dai rischi presenti nel mercato, sia in un momento successivo per aiutarlo nella gestione delle opere in suo possesso. Questa nuova figura si occupa personalmente della ricerca delle opere, partecipando a mostre o sedute d'asta per conto dei suoi clienti.

---

[391] Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di), *Conoscere il Private Banking: nuove tendenze, strumenti e soluzioni, organizzazione, relazioni con la clientela d'elite*. op. cit. p. 463.
[392] Pirrelli M., *Attenti agli art advisor dal doppio ingaggio*. In Il Sole 24 Ore, 1 settembre 2007.

Il servizio è utilizzato per la maggior parte da uomini (imprenditori, manager, collezionisti ed esecutori testamentari) che desiderano un supporto nella formazione di una collezione; l'età è in prevalenza matura, superiore ai quarant'anni, con un'educazione medio alta e in molti casi i fruitori del servizio sono già possessori di una collezione d'arte[393].
Gli art advisor più apprezzati spesso sono quelli che lavorano direttamente nel settore dell'art banking, sempre più diffuso negli istituti di credito in Italia e all'estero. Tra gli "indipendenti" godono di ottima reputazione la parigina Patricia Marshall, che ha messo insieme la collezione di Bernard Arnoult e lavora per conto di Eugenio Lopez di Città del Messico; Mary Zlot di San Francisco, che da vent'anni intrattiene ottimi rapporti con le gallerie, dove prenota le opere migliori per i suoi clienti; e Alan Schwartzman, definito "abile come un curatore di museo"[394].

L'art advisor non si occupa solo della gestione delle collezioni dei singoli clienti, ma spesso offre consulenza anche ai fondi di investimento in arte (per i quali è di fondamentale importanza puntare alla massima efficienza negli acquisti), sia agli intermediari che hanno un rapporto più diretto con la clientela, gli istituti di credito.
Agli advisor, e di conseguenza ai buyers, di un fondo viene data la possibilità di accedere a opere e collezioni private, apparse raramente nel mercato, e quindi di acquistare i beni direttamente dal privato, ottenendo quindi una maggiore agevolazione per la compravendita (si pensi solo al risparmio delle commissioni d'asta).

Per la stesura di questo capitolo, è stata effettuata un'intervista a Giancarlo Graziani in data 3 maggio 2012. Giancarlo Graziani è un art advisor, presidente dell' Ass.I. Art, l'associazione italiana per l'art advisory; è amministratore delegato di ArtService, consigliere nazionale della Federazione Italiana Mercanti d'Arte (FIMA) e partner di Adamas Family Office, per la consulenza artistica. Collabora con giornali come Il Sole 24 Ore, Il Resto del Carlino, Il Giornale, Il Giorno, La

[393] Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system*. op. cit. p. 69.
[394] Pirrelli M., *Attenti agli art advisor dal doppio ingaggio*. In Il Sole 24 Ore, 1 settembre 2007.

Nazione; tiene un corso all'università IULM, nel corso di laurea magistrale "Arte, Patrimoni, Mercati". È stato tra i promotori, ed è tra i collaboratori, del Laboratorio sul Mercato dei Beni Artistici di Nomisma.

Come nasce la figura dell'art advisor?

La figura dell'art advisor fondamentalmente c'è sempre stata. Prima nel mercato dell'arte si trovavano figure come il mercante d'arte, il gallerista; l'art advisor subisce una spinta quando in Italia vengono importati i servizi di Private Banking. Siamo intorno agli anni novanta. La figura dell'art advisor segue quelle che sono le strategie delle banche private che, già in Svizzera o nel Regno Unito, fornivano questo tipo di servizi. In Italia, come sempre, siamo un po' più indietro. La prima volta che in Italia, anzi, nella penisola, si parla di art advisor e di arte come investimento è nel 2001 con il primo convegno dell'Art Investory che si è svolto nella Repubblica di San Marino: è proprio in questo primo convegno che si inizia a parlare di arte come investimento, e da lì si è iniziata a sviluppare questa attività in Italia, con percorsi accademici, corsi di alta formazione ecc.. Quindi diciamo che è dal 2001 che hanno iniziato a nascere degli indici apposta, come ad esempio quello elaborato da Nomisma, Monte Paschi o dal Ce.St.Art, il nostro centro studi, e da allora, fondamentalmente, è nata la figura dell'art advisor in Italia. Diciamo che quindi ha una storia di circa dieci anni.

Perché, secondo lei, è arrivata con questo ritardo?

In realtà Citibank, UBS e BPN Paribas sono state le prime tre banche a proporre questo tipo di servizio. Quindi, parliamo di Stati come Svizzera, Francia e Stati Uniti. In Italia siamo sempre molto arretrati perché abbiamo una visione, soprattutto per quanto riguarda il mercato dell'arte, un po' di presunzione: chi può insegnare a un italiano, alla Repubblica Italiana, a conoscere l'arte? Noi pensiamo di conoscere l'arte; ma conoscere l'arte è una cosa, conoscere l'arte come bene rifugio o bene di investimento è un'altra. Infatti, le figure che si vanno a formare all'interno del Private Banking sono delle figure che devono avere una

formazione molto ampia, persone in grado di gestire un insieme di dati che provengono da diverse discipline, per aiutare privati o collezionisti a gestire una collezione o un insieme di opere d'arte. L'Italia è arrivata dopo proprio a causa di questa percezione dell'arte. Vedere l'arte come un investimento era un po' come sminuirne il reale valore; si riteneva che attribuire un valore economico a tali beni facesse passare in secondo piano le caratteristiche intrinseche-artistiche delle opere. Noi abbiamo una concezione molto conservativa; in quest'ottica è chiaro che non sembra possibile che l'arte e il mercato possano andare di pari passo: è un po' come se il mercato inquinasse l'arte. Si dovrebbe, invece, ricordare come già i grandi artisti nel passato lavorassero per la committenza e quindi solo in cambio di denaro. In Italia intendiamo l'arte come quella presente nei musei, nelle chiese, nei siti storici; è chiaro che non si può immaginare un mercato pensando a tali beni. Per questa concezione dell'arte, anche il museo stesso diviene un bene pubblico. Essendo l'arte compressa da questo modo di vedere sbagliato e arretrato non è possibile avere una visione più ampia di quello che è realmente il mercato. Al contrario, nei Paesi dove vi è una concezione d'arte come investimento, ad esempio in Svizzera, anche gli scambi sono più diffusi. Discorso analogo si può fare per i Fondi d'investimento in arte: anche se non se ne parla molto, il problema principale nel nostro Paese è che non c'è una legislazione favorevole e, anche in questo caso, la visione è molto arretrata. In ogni caso, anche se in Italia il servizio di art banking è nato con un certo ritardo, dobbiamo ricordare che in alcuni Paesi deve ancora arrivare.

Inizialmente i servizi di art advisory sono nati per essere proposti a una clientela elevata, facoltosa; adesso anche coloro che hanno un patrimonio non così elevato possono usufruirne o rimane chiuso alla cerchia d'elite?

Il servizio di art advisory rientra in quella sfera di attività di Private Banking, dove la logica è di segmentare i clienti in base alla loro liquidità. Secondo me è un modo sbagliato di fare: un vero servizio, sull'onda di quello che fanno altre banche all'estero che hanno sedi in Paesi più evoluti come il Lussemburgo o la Svizzera, dovrebbe prendere il cliente nella totalità del suo patrimonio, non solo

per quello liquido. In questi Paesi, infatti, il patrimonio immobiliare, artistico, finanziario, è considerato nel suo insieme. Al contrario, in Italia il cliente viene suddiviso in base alla sua liquidità, al suo deposito bancario; questo chiaramente limita molto l'operatività del servizio e anche la soddisfazione del cliente. In seguito a questa ripartizione, sono presi in considerazione solo coloro che possiedono un certo livello di patrimonio; questi dovrebbero essere seguiti dai settori del Family Office o del Wealth Management, ma effettivamente così non è. In teoria, il servizio di art advisor nasce per coloro che appartengono a una fascia superiore, non al Private ma al Wealth Management o al Family Office. In realtà, qualunque persona si può rivolgere a un art advisor, purché al di fuori dei circuiti bancari, perché all'interno di questi il servizio è rivolto solo ai clienti che abbiano un patrimonio liquido dai 5 milioni in su.

Potrebbe tracciare il profilo di un cliente tipo?

Il cliente tipo? Il cliente tipo è un cliente di quelli che chiamano gli "old-money": sono quelli che hanno una fortuna accumulata nel tempo; il collezionista vero è quello che si forma autonomamente, non è un cliente da art advisor. Uno dei principali compiti dell'art advisor è verificare la reale entità del patrimonio a disposizione del cliente: quando si formano delle fortune, queste si vanno a formare in modo stratificato; all'interno di questa stratificazione ci sono gli immobili, le opere d'arte, c'è un po' di tutto. Nel momento in cui queste fortune devono essere riorganizzate, cosa che può essere dettata da una separazione, un divorzio, una vendita, un'eredità, una necessità di liquidità ecc.. si viene chiamati a verificare quali siano le reali entità del patrimonio e solitamente, dobbiamo dire, non sono sorprese positive. Pertanto, il cliente tipo è un cliente che ha un patrimonio vasto -ma solitamente non molto liquido- e vuole riconsiderare quello artistico per destinarlo ad altro. Il lavoro dell'art advisor sta quindi nell'architettare, nel trovare le soluzioni migliori, che non sono mai quelle banali! Se una persona viene da me e dice: "Guardi, io ho queste opere d'arte e le vorrei vendere" il primo pensiero è di andare alla casa d'asta, cosa che ovviamente va benissimo; ma alle volte per soddisfare al meglio il cliente è bene avere una

visione complessiva del mercato, conoscere bene tutti gli e tutti i movimenti del mercato stesso. Questo, ovviamente, in linea generale. In Italia è tutto molto più complicato per le leggi, soprattutto per i diritti commerciali. L'arte, purtroppo, esula completamente dal pensiero economico, non viene vista come una merce ma come un bene. Sembra un paradosso! Quando si commercia un bene economico, si fa riferimento al Ministero dello Sviluppo Economico; in Italia, quando si commerciano le opere d'arte, bisogna invece fare riferimento al Ministero dei Beni e delle Attività Culturali. Non si può trattare come bene pubblico anche quello che pubblico non è! Un altro paradosso è avere uno stretto controllo sul mercato dell'arte, gestito dall'Arma dei carabinieri, quando un mercato dell'arte in Italia non c'è: fondamentalmente il mercato da noi è stato soppresso. Negli Stati Uniti, ad esempio, ci sono degli organi di controllo, perché effettivamente c'è un mercato da controllare; noi abbiamo il controllo ma non abbiamo il mercato.

I clienti si affidano a un art advisor più per la gestione di una collezione o anche per avere un aiuto nell'approccio agli artisti emergenti?

Per quella che è la mia esperienza, le posso dire che l'approccio agli artisti emergenti è più mediato dal gallerista e dalle mostre. L'art advisor è più una sorta di problem solving: la cosa più importante in questo lavoro è riuscire a trovare la soluzione migliore ai problemi che inevitabilmente le verranno posti. In realtà, noi nemmeno abbiamo una formazione tale da poter consigliare i clienti negli approcci agli artisti emergenti. La cosa più divertente di questo lavoro è quando la mettono di fronte a duecento dipinti e ti dicono: "Che ci facciamo con tutte queste cose?"; allora lei, per prima cosa, dovrà trovare un esperto che li sappia stimare e attribuirli un valore, dopo di che si può pensare di farci un museo, una fondazione. In base alle esigenze, l'art advisor deve trovare delle risposte ai quesiti che pone il cliente. L'anno scorso dei miei studenti hanno fatto uno studio sulle strategie di comunicazione delle case d'asta ed è emerso come la cosa più importante non sia cosa si vende, ma come si vende! Quando si consiglia un'opera a un cliente, bisogna fare molta attenzione: non ci si può fidare

unicamente delle mode temporanee. Ad esempio, chi ha comprato lo squalo di Hirst per 12 milioni di dollari, non è che abbia fatto una gran cosa, perché lo squalo ha già iniziato a decomporsi. E allora cosa gli rimane dell'opera che aveva comprato? Fare gli affari con i soldi degli altri è sempre molto facile, invece bisogna prestare molta attenzione a quello che si fa. In realtà, il lavoro dell'art advisor è indirizzato soprattutto alla stima e alla gestione delle collezioni, non a fare previsioni. In alcuni casi, capita che dei clienti esprimano la volontà di investire una parte del loro patrimonio in un determinato artista o magari, più in generale, nell'arte contemporanea; l'art advisor fungerà quindi da collettore tra varie competenze, facendo una sintesi delle varie competenze e proponendo i risultati al cliente.

Il gusto attuale dei collezionisti moderni segue più una moda o è dettato da passione e conoscenza dell'arte?

Il collezionismo vero e il collezionista puro sono, in realtà, praticamente scomparsi; così come l'arte antica, basti guardare gli indici del mercato dell'arte. Diciamo che quella era la collezione vera. Sull'arte contemporanea, la maggior parte delle collezioni sono basate sulla moda, sull'illusione, sulla comunicazione, sul marketing. Ormai è diventato un prodotto confezionato quasi industrialmente. Allora, qual è il valore intrinseco? L'arte contemporanea ha una grande componente comunicativa, fa molta presa sul pubblico. Tuttavia, se si parametra questo con le visite dei musei, si vedrà che i musei di arte contemporanea sono i meno visitati, eccezione fatta per musei come il MOMA di New York o la Tate Gallery di Londra; aggiungerei che molti vanno a visitare questi musei perché va di moda andare ai musei di arte contemporanea. I musei più visitati, però, sono sempre gli stessi: il Louvre, il Prado, la National Gallery, gli Uffizi; questo perché le persone preferiscono l'arte più "facile", mentre l'arte contemporanea subisce un influsso…come le posso dire…prendiamo ad esempio Morandi. Ci sono opere di Morandi molto belle, e altre, a mio parere, certamente meno belle; ma le quotazioni di quest'artista hanno raggiunto livelli altissimi. E' una conseguenza dell'operazione intellettuale eseguita dai critici del tempo, che

decisero di lanciare Morandi "perché Morandi rappresenta quello che c'è di più lontano dalla concezione comune dell'artista". È stata quindi un'operazione gestita, per così dire, a freddo. Oggi il mondo funziona così: se lei ha appeso in casa un dipinto di arte contemporanea guadagna un certo status; se invece ha un quadro del Seicento, magari di un artista minore, per quanto può essere bello non viene considerato. C'è anche da dire che per avere in casa un dipinto, o una scultura antica, ci vuole una certa preparazione intellettuale che non è comune, mentre mettersi in casa un'opera di un artista contemporaneo è molto più facile. Nei giorni nostri regna la comunicazione, soprattutto quella di moda. Dal mio punto di vista, sicuramente conservatore ma molto prudente, un art advisor non consiglierebbe mai un'opera d'arte contemporanea, principalmente perché non ha ancora passato il vaglio del tempo. Ovviamente, se un investitore vuole fare un'azione speculativa, il discorso cambia, poiché in tal caso l'obiettivo è di comprare a dieci, rivendere a cento e guadagnare novanta; se però si cerca un investimento più tranquillo, è meglio puntare sul moderno. L'arte di oggi è troppo influenzata dalla moda.

Quando consigliate un'opera a un cliente, a quali strumenti vi affidate?

La prima cosa, ovviamente, è la conoscenza dell'arte: tante, troppe persone non hanno mai studiato veramente la storia dell'arte. La seconda cosa, quando consiglio un'opera, è l'influenza data dal mio gusto personale. In seguito, vanno studiati i report che sono pubblicati periodicamente dai vari istituti, gli indici di mercato e i risultati delle aste. Lo strumento prevalente per un art advisor è l'aggiornamento continuo su tutti gli strumenti disponibili e sulla letteratura a disposizione, anche quella scientifica. Inoltre, bisogna sempre affidarsi al buon senso e agire sempre come se il denaro che si sta investendo fosse il proprio. Quella è la cosa essenziale. Anche se il cliente è l'emiro di Abu Dhabi, il modo giusto di approcciare a un investimento non è quello di azzardare nell'acquisto pensando che tanto sono soldi di un'altra persona. Infine, un elemento imprescindibile da considerare prima di ogni acquisto, è senza dubbio la qualità. Questi elementi possono sembrare banali, detti così singolarmente; ma unirli tutti

insieme non è poi così facile!

Gli indici del mercato dell'arte vengono costruiti a partire dai dati di aggiudicazione delle case d'asta. Secondo Lei questi dati, che sono comunque parziali, quanto rispecchiano realmente l'andamento del mercato dell'arte?

Devo dire che l'analisi del mercato è significativa, anche tenendo conto che la maggior parte delle transazioni del mercato si svolgono a un livello per così dire "basso". Se noi consideriamo il mercato di qualche anno fa, l'85% del mercato era in mano ai mercanti, il restante 15% in mano alle case d'asta. Poi si è trasferito al 50% e 50%. Oggi sicuramente dominano le case d'asta. Se lei ha visto il rapporto pubblicato da TEFAF, avrà notato come solo il 3% delle gallerie d'arte in Italia dichiara un fatturato superiore ai 500.000 euro; il 97% non dichiara i 50.000 euro di fatturato. Cosa significa questo? Che il giro d'affari dei mercanti d'arte si è ridotto drasticamente. Oggi si ha una maggior concentrazione della ricchezza; pensi che in Italia nel 2005 il 15% della popolazione deteneva il 35% della ricchezza della nazione, cinque anni dopo il 15% della popolazione deteneva il 50% della ricchezza della popolazione. È logico che quest'accentramento delle risorse ha portato alla domanda a segmentarsi sempre di più, espellendo tutto quello che sta sotto; chi viene trainato verso la mancanza di risorse non può più permettersi determinate spese. Anche per questo il mercato sta scomparendo. Se si guarda al fatturato delle case d'asta, sia del 2010 che del 2011, si vede che la fascia del TopLot si è notevolmente ristretta. In realtà, le case d'asta sono lo specchio del mercato dell'arte, soprattutto perché il mercato lo fanno loro; ad ogni modo, i dati vanno letti bene e interpretati: non si può prendere per oro colato tutto quello che avviene in asta, soprattutto per i meccanismi che si possono utilizzare per l'aggiudicazione di una determinata opera. Bisogna tenere conto che l'obiettivo principale della casa d'aste è vendere l'opera al prezzo più alto possibile, in modo che così anche loro ottengano alti profitti; ma i prezzi delle case d'asta non sono i prezzi dell'art advisor: l'art advisor deve consigliare la persona a comprare l'oggetto giusto al prezzo giusto.

Come ci si può tutelare dai vari rischi, materiali e finanziari, connessi a un investimento in arte?

La risposta potrebbe essere banale, cioè quella di rivolgersi a persone serie. Come si fa a conoscere persone serie? Se le dovessi dare una risposta da componente dell'A.I.P.B. di Art Banking, le direi "si rivolga a una banca"; altrimenti, la mia risposta rimarrebbe sempre quella di rivolgersi a consulenti onesti. Una cosa molto importante per tutelarsi è di non fare mai acquisti avventati e investire una parte molto piccola del proprio patrimonio, in modo che se l'investimento non dovesse andare bene, la perdita sarebbe irrilevante. Bisogna, inoltre, considerare l'orizzonte temporale e la portata dell'investimento. Poi, ovviamente, l'oggetto deve essere bello e avere una garanzia. Quando ci si rivolge a un consulente, bisogna tenere presente che non esiste un albo: la cosa più sicura resta quella di affidarsi ad una banca, soprattutto perché le persone che ci lavorano sono più affidabili. Noi stiamo lavorando per creare una sorta di certificato di qualità per gli art advisor. Qualche anno fa abbiamo creato un'associazione che poi abbiamo congelato in attesa che crescesse un corpo associativo; quando ci siamo messi insieme eravamo in cinque, poi abbiamo deciso di congelare il progetto ed aspettare un po' di tempo. In effetti, ora che molte gallerie hanno chiuso o stanno chiudendo per mancanza di fatturato, si può pensare che questi galleristi s'immettano nel mercato come consulenti; poi ci siete voi giovani laureati in questo settore; quindi stiamo aspettando per ricreare il corpo associativo. Creato questo, si può pensare di adottare dei parametri convenzionali e dare un riconoscimento a questa professione: è quello che stiamo cercando di ottenere con il corso di alta formazione per art advisor, il primo che sia mai stato fatto in Italia. Il fai da te è comunque sconsigliabile, soprattutto per i soggetti avversi al rischio. Infine, per tutelarsi, non bisogna cercare l'affare.

Quali sono i canali di vendita che vengono maggiormente utilizzati nel vostro settore?

Oggi come oggi le case d'asta, anche se a mio parere non è il meccanismo

ottimale. Ormai, al giorno d'oggi, il mercato si è talmente assottigliato che non ci sono molte altre possibilità; in realtà, è un problema di livello generale: il mercato dell'arte in Italia non funziona più. Il fatturato annuale è dell'1% sul livello globale e se non si cambia qualcosa al più presto, a breve non ci sarà neanche più questo 1%.

CONCLUSIONI

Gli indici del mercato dell'arte sono fondamentali per capire l'andamento dei prezzi dei singoli artisti o dei diversi comparti; nonostante nessuno di essi fornisca una guida per il domani, registrano continuamente ciò che accade, fornendo una precisa "fotografia" di tutte le variazioni dei prezzi verificatesi. Anche se non si può prevedere il futuro, avere uno strumento che permette di analizzare nel dettaglio ciò che è accaduto in passato può aiutare a compiere importanti scelte. Seppure imperfetto, il mercato è l'unico meccanismo in grado di dare un valore monetario alle opere d'arte.

Dopo aver passato in rassegna i metodi di costruzione dei principali indici lo studio si è concentrato sull'analisi della performance dell'investimento in arte. Si è visto come i pareri dei principali studiosi siano spesso discordanti. Se alcuni, come Baumol o Frey e Pommerehne, ritengono che investire in arte comporti dei profitti minori rispetto a un investimento nel mercato finanziario, altri hanno registrato performance pari a quelle dei titoli di stato, ovvero di quegli *asset* privi di rischio. Ad ogni modo, tutti sono concordi nel sostenere come l'arte, oltre a un possibile ritorno monetario, abbia come caratteristica intrinseca il plusvalore estetico, che altri investimenti non possono dare. In quest'ottica, sarà pura discrezione del collezionista scegliere in quali beni investire. Sicuramente le opere d'arte garantiscono un'ottima possibilità di diversificazione, tanto che, nel report 2005 della banca Barclays, si afferma come un portafoglio ideale debba contenere un 10% di beni artistici.

Nel capitolo quinto è stata effettuata una analisi del mercato dell'arte degli ultimi anni; sono stati proposti i risultati di alcuni indici, e risulta interessante farne un analisi complessiva.

Il mercato dell'arte ha risentito, come molti altri settori finanziari, della crisi economica sviluppatasi in questi ultimi anni; di conseguenza, numerosi artisti hanno visto calare i prezzi delle opere, e il mercato stesso ha subito delle contrazioni. Questo porterebbe a pensare che l'investimento in arte non sia molto sicuro, ma i fatti dimostrano altro: negli ultimi anni, diversi fondi di investimento

hanno deciso di focalizzare l'attenzione proprio su tali beni, a dispetto di altri. L'arte si conferma come bene rifugio, seppur nel lungo periodo.

La crisi del secondo semestre del 2008 è stata di dimensioni globali: basta confrontare gli indici forniti da Artprice con quelli del mercato italiano, Nomisma e Mps, per vedere come i livelli dei prezzi siano crollati drasticamente. Il 2009 è stato un anno di lenta ripresa per molti settori. Sul versante internazionale, l'indice di Artprice ha sottolineato come i settori maggiormente colpiti dalla crisi siano stati quelli dell'arte emergente e dell'arte "di lusso"; nonostante un calo drastico delle vendite e elevati tassi di unsold del primo semestre, questo indice ha segnato una ripresa, seppur lenta, già a partire dal secondo semestre del 2009. Si è verificata un'inversione di tendenza: se nei due anni precedenti era stata l'arte contemporanea a far registrare i risultati più alti, il 2009 ha visto il consolidamento delle opere di arte moderna e antica. Questa tendenza viene confermata dall'andamento del *Nomisma World Art Price* in cui si vede una chiara ripresa in seguito allo scoppio della bolla. Anche l'*Mps Global Painting Art Index* sottolinea il cambiamento avvenuto da fine 2009. Il 2010 ha visto gli indici in rialzo, e se non si sono avvicinati ai livelli del 2007/2008, sono tornati in linea con i valori "pre-bolla". Di pari passo, i tassi di *unsold* si sono abbassati, confermando però la tendenza degli acquirenti ad acquistare meno opere, ma di maggior valore e qualità .

L'andamento più instabile in questi ultimi anni è stato registrato dal Regno Unito: negli ultimi anni questo paese è infatti passato dal secondo, al primo, al terzo posto per fatturato, e si è visto sorpassare dalla Cina, che si conferma seconda potenza mondiale. Quanto descritto dal rapporto di Artprice viene confermato nuovamente dai grafici elaborati da Monte Paschi.

Per quanto riguarda l'andamento del mercato italiano, la fonte più esaustiva è sicuramente il rapporto redatto da Nomisma. L'Italia ha registrato una ripresa più lenta rispetto ad altri paesi; se America e Regno Unito hanno recuperato velocemente la caduta del 2008, gli indici dell'arte italiana non hanno avuto la stessa sorte. Il Nomisma Italian Modern ha continuato a registrare delle flessioni in seguito alla crisi, riportandosi comunque sui livelli raggiunti nel 2003; diversamente, il Nomisma Italian Contemporary ha registrato un rialzo dei valori

dell'indice. Nonostante tutto, il fatturato nel nostro paese è stato di 52.538.943 euro, superiore a quello registrato nel 2009. sebbene il nostro fatturato rappresenti solo l'1% di quello mondiale, e sebbene le case d'asta abbiano ridotto notevolmente gli appuntamenti annuali, il segmento di lusso ha registrato un forte incremento, segno che forse, anche nel nostro paese, la predominanza sia sempre quella di acquistare "poco ma bene".

L'aspetto più interessante risulta essere il confronto tra gli indici del mercato dell'arte e i titoli azionari. Il Nomisma World Art Index, soprattutto in seguito alla caduta registrata nel 2008, ha registrato prestazioni nettamente migliori rispetto all'indice S&P 500; si registra anche una buona performance rispetto all'inflazione, confermando il ruolo dell'arte come un bene rifugio (soprattutto nella prospettiva che, come sostengono gli esperti dell'OMBA, il tasso di inflazione sia destinato a crescere negli ultimi anni). Stesso comportamento registrato dall'Mps Art Market Value: nel periodo di analisi (gennaio 2009-gennaio 2012) ha registrato una performance nettamente superiore rispetto sia all'indice S&P 500 che al FTSE Mib. In quest'ottica, anche l'analisi di Mei e Moses conferma la tendenza già sottolineata dai due indici appena citati: il Mei Moses All Art Index ha infatti registrato, solo nel 2011, un aumento del 10,2%, mentre i titoli S&P 500 e FTST All Shares sono rimasti invariati. Il rendimento composto annuo dell'indice per il mercato dell'arte elaborato da Mei e Moses è stato, negli ultimi anni, del 4,6%, e negli ultimi cinque del 7,7%; ben al di sopra di quello ottenuto da chi ha deciso di investire i propri risparmi nell'indice S&P 500, che ha registrato, rispettivamente, valori dello 0,0% e del 2,9%.

Anche se, probabilmente, la strada è ancora molto lunga, soprattutto nel nostro paese, l'interesse della comunità internazionale per questi argomenti è in continuo aumento.

Vorrei concludere con una frase che mi disse Marco Conte, titolare della Galleria Il Mappamondo di Milano, mentre eravamo seduti all'asta di Christie's. Io gli chiesi se, a suo parere, e vista la sua esperienza, l'arte potesse veramente essere una forma di investimento alternativo. Mi rispose *"l'arte è uno dei migliori investimenti al mondo, ma è un investimento da fare col cuore, non con il portafoglio"*.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Guida al mercato dell'arte contemporanea.* Parigi, A2PG, 2008.

Agnello R. J., Investments Returns and Risk for Art: Evidence from auctions of American Paintings. *Eastern Economic Journal,* vol. 28, n. 4, 2002.

Anderson R. C., Paintings as an Investment. *Economic Inquiry*, vol.12, n. 1, 1974. pp. 13-26.

Ashenfelter O. e Graddy K., Auctions and the Price of Art. *Journal of Economic Literature*, vol 16, sett. 2003. pp. 763-786.

Baccaro A., *E per scegliere il dipinto da mettere in cassaforte ecco uno speciale "personal shopper"*. In Il Corriere della Sera, 20 febbraio 2008.

Balzani E., Quanto valgono i grandi vedutisti della Laguna. In *Investire*, n. 080, maggio 2007.

Baumol W. J., Unnatural value: or Art Investment Floating Crap Game. *American Economic Review* 76, n. 2, 1986. pp. 10-14.

Bayley M., Muth J. F. e Nourse H. O., A regression method for real estate price index construction. *Journal of American Statistical Association,* vol.58, pp. 933-942, 1963.

Beltratti A. e Siniscalco D., Collezionisti, Investitori, Speculatori: la determinazione dei prezzi sul mercato dell'arte. *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 1-2, pp. 51-69, 1991.

Bertolino A., Sulla natura degli oggetti d'arte e antichi. *Giornale degli economisti e annali di economia*, nov.-dic. 1963.

Bocart F. Y. R. P. e Hafner C. M., "*Econometric analysis of volatile art markets*". Discussion Paper, Université catholique de Louvain, 2011.

Boldrini M., *Statistica. Teoria e metodi*. Varese, Soc. Tip. «Multa Pacis», 1968.

Bonito Oliva A., *Italia 2000. Arte e sistema dell'arte.* Milano, Giampaolo Prearo Editore, 2000.

Bravi M., Il metodo edonimetrico nella valutazione pubblica. *Genio Rurale,* n. 1, pp. 13-22. 1994.

Bruni L., *Note sul consumo della felicità*. In Umanità nuova, n. 38, 2010.

Bryan M. F., Beauty and the Bulls: the investment Characteristics of paintings. *Economic Review*, Federal Reserve bank of Cleveland, 1985. p. 4.

Buck L., Greer J., *Come comprare l'arte contemporanea. Il manuale dei collezionisti*. Torino, Allemandi, 2008.

Buelens N. e Ginsburgh V., Revisiting Baumol's "Art as Floating Crap Game". *European Economic Review*, vol. 37, 1993, pp. 1351-1371.

Campos N. F. e Barbosa R. L., Paintings and numbers: an econometric investigation of sales rates, prices, and return in Latin American art auctions. *Oxford Economic Paper*, n. 61, pp. 28-51, 2009.

Candela G. e Scorcu A. E., A price index for Art Market Auctions. *Journal of Cultural Economics*, vol. 21, 1997, pp. 175-196.

Candela G. e Scorcu A. E., *Aste di arte moderna e contemporanea*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte.* Bologna, CLUEB, 1997.

Candela G. e Scorcu A. E., *Economia delle Arti*. Bologna, Zanichelli, 2004.

Candela G. e Scorcu A. E., *Il prezzo dei dipinti. Proposta per un numero indice delle aggiudicazioni d'asta.* Bologna, CLUEB, 1994.

Candela G., Scorcu A. E. e Figini P., Price Indeces for Artists. A Proposal. *Journal of Cultural Economics,* n. 28, v. 4, p. 285.

Capizzi V., *Il Capital Asset Pricing Model e le operazioni di Corporate e Investment Banking*. Abstract, pubblicato presso il sito www.sdabocconi.it

Cecchi C., *I numeri indici*. Bari, Cacucci Editore, 1995.

Chanel O., Is art market behaviour predictable?. *European Economic Review*, n.39, pp. 529-537, 1995.

Chanel O., Gérard-Varet A. L. e Ginsburgh V., The relevance of Hedonic Price Indices. *Journal of Cultural Economics*, vol. 20, pp. 1-24, 1996.

Cherubini U. e Della Lunga G., *Il rischio finanziario*. Milano, McGraw Hill, 2001.

Codignola F., *Prodotto Prezzo e Promozione nelle politiche distributive di Arte Contemporanea*. Torino, G. Giappichelli Editore, 2009.

Collins A., Scorcu A. E e Zanola R., Reconsidering Hedonic art price Indexes. *Economics Letters*, n. 204, 2009. pp. 57-60.

Colombini F., De Simoni M. e Mancini A., *La gestione dei portafogli finanziari.*

Modelli e tecniche per l'attività di asset management. Roma, Bancaria Editrice, 2000.

Court A., Hedonic price indexes with automotiv examples. The Dynamics of Automobile Demand. *General Motor Corporation*, pp. 99-117, 1939.

Damodaran A., *Finanza aziendale*. Milano, APOGEO, 2006.

Damodaran A., *La stima dei parametri di rischio*. Working paper, Stern School of Business, 2006.

De Marchi G. e Roasio G., *I fondi comuni di investimento. Come funzionano e quando convengono*. Milano, Il Sole 24 Ore, 1996.

Dimichino E., *Art Banking: investimento ad alto rischio? Cosiderazioni sul mercato dell'arte in Italia.* Milano, Banca Europa, 2009.

Figini P., *La valutazione dell'investimento in arte: il caso dell'arte etnica.* In Biordi M. e Candela G., *L'arte etnica tra cultura e mercato.* Skira Editore, Milano, 2007.

Fiz A., *Investire in Arte Contemporanea*. Milano, Franco Angeli Editore, 1995.

Fiz A. e Mojana M., *Art Banking: le caratteristiche del mercato dell'arte.* In Musile Tanzi P., *Manuale del Private Banker.* Milano, Egea, 2007.

Forte F. e Mantovani M., Il valore economico delle opere d'arte. *Economia della cultura*, vol. 10, n. 3, 2000. pp. 333-334.

Forte F. e Mantovani M., La convenienza finanziaria dell'investimento in arte. *Bancaria*, vol. 55, 1999. pp. 63-93.

Fossati G., *I fondi comuni di investimento, con nozioni di Borsa*. Milano, Giuffrè Editore, 1985.

Frova S., Galbiati P. e Massari M., Cambiamento e rischio aziendale. In *Finanza Marketing Produzione*, n. 4, dic. 1992, pp. 7-72.

Frey B. S., *Arts & Economics. Analysis & Cultural Policy.* Berlino, Springer-Verlag, 2000.

Frey B. S. e Eichenberger R., On the Rate of return in the art market: Survey and evaluation. In *European Economic Review*, vol. 39. 1995, pp. 528-537.

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

Gallo G. M. e Pacini B., *Metodi quantitativi per i mercati finanziari*. Roma, Carocci Editore, 2003.

Ginsburgh V., Mei J. E Moses M., *On the Computation of Art Indices*. In Ginsburgh V. e Throsby D., *Handbook on the Economics of Art and Culture.* Amsterdam, Elsevier, 2006. pp. 948-79.

Ginsburgh V. e Throsby D., *Handbook of the Economics of Art and Culture.* Amsterdam, Elsevier, 2006.

Girone G, Salvemini T., *Lezioni di statistica: volume 1*. Roma, Carucci Editore, 1980.

Goetzmann, W. N., Accounting for Taste: art and the financial markets over three centuries. *The American Economic Review*, vol. 83, n.5, dicembre 1993. pp. 1370-1376.

Goetzmann W. N., Renneboog L. e Spaenjers C., Art and Money. *American Economic Review*, vol 101, n. 3, 2011. pp. 222-226.

Grampp W. D., *Pricing the priceless. Art, Artists and Economics*. New York, Basic Books, 1989.

Gyorgy S. e McAndrew C., *Art Banking*. In McAndrew C., *Fine Art and High Finance.* New York, *Bloomberg Press, 2010.*

Heilbrun J. e Gray C. M., *The Economics of Art and Culture.* The Pitt Building, Cambridge, 2001.

Herchenröeder C., *Il Mercato dell'arte.* Milano, Bompiani, 1980.

Hiraki T., Ito A., Spieth D. A. e Takezawa N., How did Japanese Investment influence International Art Price. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 44, n. 6, dic. 2009, pp. 1489-1514.

Hirst D. e Bunt G., *Manuale per Giovani Artisti. L'Arte raccontata da Damien Hirst*. Milano, Postmediabooks, 2004.

Kräussl R., *Art Prices Indices*, in McAndrew C., *Fine Art and High Finance*. New York, Bloomberg Press, 2010.

Lazzaro E. e Mossetto G., *Le determinanti dei prezzi delle opere d'arte*. In Candela G. e Benini M., *Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte.* Bologna, CLUEB, 1997.

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

Leonini L., *L'identità smarrita. Il ruolo degli oggetti nella vita quotidiana*. Bologna, Il Mulino,1988.

Leti G., *Statistica descrittiva*. Bologna, Il Mulino, 1983.

Locatelli M. e Zanola R., Investment in paintings: a short-run price index. *Journal of cultural economics*, n. 23, 1999. pp. 211-222.

Luenberger D. G., *Finanza e Investimenti. Fondamenti matematici*. Milano, APOGEO, 2006. p. 185.

Manazza P., *Consigli a regola d'arte*. Il Mondo, Corriere della Sera, 10 agosto 2001.

Mandel B. R., Art as an Investment ad conspicuous consumption good. *American Economic Review*, n. 99, 2009. pp. 1653-1663.

Marchesoni M. A. e Pirrelli M., *Un'inchiesta de Il Sole 24 Ore sull'offerta di art advisor in banca.* In ArtEconomy24, 29 ottobre 2008.

Massari M. e Zanetti L., *Valutazione finanziaria*. Milano, McGraw Hill, 2004.

McAndrew C., *Fine Art and High Finance.* New York, Bloomberg Press, 2010.

Mei J. e Moses M., Art as an Investment and the Undeperformance of Masterpieces. *American Economic Review*, vol. 82, n. 5, dicembre 2002. pp. 1656-68.

Melnik A. L. e Plaut S. E., Art as a component in Investment Portfolios. Working Paper, 2008. http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/EFMA2009_0422_fullpaper.pdf .

Musile Tanzi P., *Manuale del Private Banker.* Milano, Egea, 2007.

Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di), *Conoscere il Private Banking: nuove tendenze, strumenti e soluzioni, organizzazione, relazioni con la clientela d'elite*. Roma, Bancaria, 2008.

Parisio L., *Meccanismi d'asta.* Roma, Carocci Editore, 1999.

Pastorello S., *Rischio e rendimento. Teoria finanziaria e applicazioni econometriche*. Bologna, Il Mulino, 2001.

Pesando J. E., Art as an Investment: the Market for Modern Prints. *American Economic Review*, vol. 83, n.5,1993. pp. 1075-1089.

Pirrelli M., *Attenti agli art advisor dal doppio ingaggio*. In Il Sole 24 Ore, 1 settembre 2007.

Pirrelli M., *L'arte rilancia, i fondi seguono*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il Sole 24 Ore, 23 aprile 2011.

Pirrelli M., *La corsa ai fondi di investimento in arte*. In ArtEconomy24, in Plus24,

supplemento de Il Sole 24 Ore, 1 dicembre 2007.

Pirrelli M., *Fotografia degli Art Fund: ecco vince e chi perde*. In ArtEconomy24, in Plus24, supplemento de Il Sole 24 Ore, 10 marzo 2012.

Poli F., *Il Sistema dell'arte contemporanea,* Roma-Bari, Editori Laterza, 2010.

Pratesi L., *L'arte di collezionare arte contemporanea. Orientarsi nel mercato, conoscere le strategie, guadagnare in valore e in prestigio.* Roma, Castelvecchi, 2010.

Raspi A., *Arte e mercato. Aspetti del mercato dell'arte contemporanea. Il caso del quadro*. Roma, Artemide Edizioni, 1997.

Reitlinger G., *The Economics of Taste, I: The Rise and Fall of the Picture Market, 1760-1963*. London, Barrie and Rockliff, 1961.

Remotti M., *Giacometti batte Picasso con 65 milioni di sterline: l'opera più pagata della storia*. In ArtEconomy24, 4 febbraio 2010.

Renneboog L. e Spaenjers C., Buying Beauty: on Prices and Returns in the Art Market. Abstract, dic. 2011, http://gsf.aalto.fi/seminar_papers/Buying%20Beauty%202011_12_06.pdf .

Rigoni U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio.* Torino, G. Giappichelli Editore, 2006.

Robertson I. e Chong D., *The Art Business*. New York, Routledge, 2008.

Ross S. A., Westerfield R. W. E Jaffe J. F., *Finanza aziendale*. Bologna, IL Mulino, 1996.

Rosen S., Hedonic prices and implicit markets: product differentiation in pure competion. *The Journal of Political Economy*, vol.28 n.1, pp. 34-55, 1974.

Rush R. H., *L'arte come investimento*. Milano, A. Martello, 1963.

Santagata W. (a cura di), *Economia dell'arte. Istituzioni e mercati dell'arte e della cultura*. Utet, Torino, 1998.

Santagata W., *Simbolo e Merce*. Bologna, Il Mulino, 1998.

Stein J. P., The Monetary Appreciation of Paintings. *Journal of Political Economy*, 1977, vol. 85, n.5. pp. 1021-1035.

Strassoldo M., Mattioli E. e Schifini S., *Teoria dei numeri indici dei prezzi e degli indicatori economici, finanziari e sociali*. Padova, CEDAM, 1996.

Tamburini G., *L'informazione nei mercati dell'arte*. In Candela G. e Benini M.,

Produzione e circolazione dell'informazione nel mercato dell'arte. Bologna, CLUEB, 1997.

The Boston Consoulting Group, Federico Lalatta Costerbosa, "Quale potenziale per le Fondazioni e gli Istituti di Credito dai prestiti di opere d'arte?". *Atti del convegno Valorizzazione del Patrimonio Artistico delle istituzioni finanziarie*, Fondazione Pinacoteca Giovanni e Marella Agnelli, Torino, 14 aprile 2011.

Trimarchi M, *I mercati dell'arte contemporanea: preferenze individuali, azione pubblica e strategie private*. In De Luca M. (a cura di), *Creazione Contemporanea: arte società e territorio tra pubblico e privato*. Roma, L. Sossella, 2004.

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

Thornton S., *Il giro del mondo dell'arte in sette giorni.* Milano, Giacomo Feltrinelli Editore, 2009.

Throsby D., The Production and Consumption of the Arts: a view of Cultural Economics. *Journal of Economic Literature*, vol. 32, 1994. pp. 1-29.

Verbeek M., *Econometria*. Bologna, Zanichelli, 2006.

Vettese A., *Investire in Arte*, Milano, Il Sole 24 ore, 1991.

Vettese A., *Ma questo è un quadro? Il valore nell'arte contemporanea*. Carocci, Roma, 2006.

Villani A., *Arte, Potere, Mercato.* Milano, Franco Angeli Editore, 1980.

Waugh F. V., Quality Factors Influencing Vegetable Prices. *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 10, n. 2, pp. 185-196, 1928.

Worthington A. C. e Higgs H., Art as an Investment: Short and Long- Term comovements in major painting markets. *Empirical Economis*, n. 28, 2003. pp. 649-668.

Zorloni A., *L'economia dell'arte contemporanea. Mercati, strategie e star system.* Milano, Franco Angeli Editore, 2011.

SITOGRAFIA

www.arcadja.com/artmagazine/it/2011/04/06/valorizzazione-del-patrimonio-artistico-delle-istituzioni-finanziarie-opportunita-e-problematiche-dellattivita-di-prestito/

www.arsvalue.com

www.art-sales-index.com

www.artapartofculture.net

www.artfact.com

www.arteconomy24.ilsole24ore.com

www.arteconomy24.ilsole24ore.com/art/approfondimenti/2012-01-21/opera-diventa-oggetto-desiderio-074552_PRN.php .

www.artmarketblog.com

www.artmarketresearch.com

www.artnet.com

www.artnews.com

www.artprice.com

www.artribune.com

www.arttactic.com

www.artantide.com

www.askart.com

www.artvalley.org

http://bancaakros.webank.it/AKROS/naviga.do

www.barclayswealth.com/private-banking.htm

www.bonhams.com

www.christies.com

www.flashartonline.it/interno

www.forbes.com

www.gordonsart.com/home.asp

www.ilcorriere.it

www.ilmondo.rcs.it

https://infocus.credit-suisse.com/app/article/index.cfm?fuseaction=OpenArticle&aoid=306447&coid=162&lang=IT

www.intesasanpaoloprivatebanking.it

http://www.intoscana.it/intoscana2/opencms/intoscana/sito-intoscana/Contenuti_intoscana/Canali/Made-in-Toscana/visualizza_asset.html?id=807989&pagename=704616

www.milanofinanza.it

www.mps.it

www.nomisma.it

www.philippsdepury.com

www.privatebank.citibank.com/our_services/individuals_families/wealth_advisory/artAdvisoryServices.htm

www.repubblica.it/2006/08/gallerie/spettacoliecultura/bacon-record/1.html

www.sdabocconi.it

www.soldionline.it/notizie/economia-politica/mercato-dell-arte-il-2010-e-il-2011

www.unicredit.it/it/privatebanking/consulenzaspecialistica/arte.html

Grazie... a mia madre, per tutto quello che ha fatto per me e per tutto l'amore che mi da. Grazie a Daniele, per avermi amata anche quando ero insopportabile: ti amo. Grazie ai miei nonni. Grazie alla zia Piera. Grazie alla zia Cla e a zio Edo, siete due importanti punti di riferimento nella mia vita. Grazie a Nicol e Sandra, che mi hanno donato tre regali stupendi. Grazie a Sofia, Marco e Lisa: vi amo con tutta me stessa. Grazie a tutta la mia famiglia.
Grazie a Uta e Guia, le mie sorelle maggiori; grazie a Vali, la sorella migliore che potessi desiderare. Grazie a Isasnella, sei la miglior compagna di lavoro al mondo! Grazie a Pots e ad Antonella: due vere amiche. Grazie a Giorgio, per tutto quello che hai fatto per me. Grazie a Chiara, e ai nostri obiettivi di conquistare il mondo. Grazie a Silvia (Babu), e ai nostri obiettivi di conquistare Gagosian: grazie per il tuo aiuto, sei stata fondamentale. Grazie a Giulia, a cui ho potuto insegnare come aggiungere una pagina in word (chiedi pure quando hai bisogno). Grazie a Max e Max (e Lola Bula), per avermi insegnato ad essere indiscreta: vi voglio bene. Grazie a Dario, Chiara e Sofia: è stato bellissimo ritrovarvi come vi avevo lasciati.
Grazie a Silvia e Barnaba, siete stati come una seconda famiglia per me; vi voglio bene. Grazie al Professor Giancarlo Graziani, per la disponibilità e l'incoraggiamento. Grazie ai Nani. Grazie ad Alice, Riccà, Nora e Lisa. Grazie a Fabrice: cucinare per te mi da sempre tanta soddisfazione. Grazie a Cochi e Tullia, compagni di vacanze. Grazie a Vito, Maria, Nonna Santina e Andrea: vi voglio bene. Grazie a tutte le persone che mi sono state vicine e hanno reso il tutto più divertente.
Infine, ma non meno importante, grazie a chi da lassù mi sta dando la forza di affrontare la vita a testa alta.