



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Gestione delle Arti e delle attività culturali

Tesi di Laurea

Art Lending

Impiego di strumenti innovativi nell'ambito della valorizzazione culturale

Relatore

Ch. Prof. Angelo Maria Monaco

Correlatrice

Ch.ma Prof.ssa Valeria Maggian

Laureando

Matteo Fantin

Matricola 881491

Anno Accademico

2024 / 2025

Sommario

Introduzione	5
Capitolo 1: Una breve panoramica sul mercato dell'arte	7
1.1: <i>Il leitmotiv che caratterizza la storia del collezionismo</i>	7
1.2: <i>Caratteristiche del mercato contemporaneo</i>	10
1.2.1 <i>Arte Contemporanea vs Arte Ultra-Contemporanea</i>	11
1.2.2 <i>Fractional ownership</i>	16
Capitolo 2: Art Lending	20
2.1 <i>Le origini dell'Art Lending</i>	21
2.2 <i>Inquadramento giuridico</i>	22
2.3 <i>Il processo</i>	25
2.3.1 <i>I protagonisti</i>	27
2.3.2 <i>La struttura del finanziamento: Recourse e Non-Recourse</i>	30
2.3.3 <i>Il rapporto Loan-to-Value</i>	31
2.3.4 <i>Fase di due diligence</i>	32
2.3.5 <i>La polizza assicurativa</i>	36
2.4 <i>I vantaggi</i>	39
2.5 <i>Un quadro di Guttuso messo all'asta in un mercato, fa il piano quinquennale del peccato</i>	41
Capitolo 3: Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending	42
3.1 <i>Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending</i>	42
3.1.1 <i>Rischi legati alla natura del bene</i>	43
3.1.2 <i>Rischi legati al mercato di riferimento</i>	44
3.1.3 <i>Rischi legati alla stima del bene</i>	47
3.1.4 <i>Loan-to-Value Ratio e fattori di rischio</i>	49
3.1.5 <i>Fattori critici legati all'ambito legale</i>	52
Capitolo 4: Art Lending tra presente e futuro	56
4.1 <i>Art Lending: mercato attuale e ruolo delle case d'asta</i>	56
4.1.1 <i>Il ruolo delle case d'aste</i>	58
4.2 <i>Il fenomeno Art Lending in Italia</i>	60
4.3 <i>Kruso Kapital</i>	65
4.3 <i>Ipotesi di scenari futuri</i>	71
5.1 <i>Definizione scenario</i>	72
5.2 <i>Dati</i>	73
5.2.1 <i>Felice Casorati</i>	78
5.3 <i>Metodologia</i>	79

5.3.1 Premessa.....	79
5.3.2 Stima di costi e ricavi per un evento culturale	80
5.4 Risultati.....	88
5.4.1. Il processo di Art Lending	88
5.5 Considerazioni finali.....	94
Conclusioni.....	96
<i>Appendice delle figure.....</i>	<i>98</i>
<i>Bibliografia</i>	<i>105</i>
<i>Sitografia</i>	<i>108</i>
<i>Bibliografia delle figure</i>	<i>110</i>
<i>Sitografia delle figure.....</i>	<i>110</i>

Introduzione

Questa ricerca nasce dall'interesse per il cambiamento e il capovolgimento delle consuetudini obsolete.

Soprattutto, la trattazione promulgata nei prossimi capitoli mira a sviluppare un'alternativa interessante nell'ambito della valorizzazione culturale, tentando di introdurre un approccio innovativo tra le fila di un sistema considerato senza speranza.

L'obiettivo principale è quello di portare all'attenzione del lettore l'esistenza di nuovi strumenti finanziari, potenzialmente in grado di rinnovare il mondo dell'arte, attraverso la descrizione dei loro punti di forza, nonché mediante l'analisi delle loro criticità e delle loro caratteristiche controverse.

Il protagonista assoluto di questa divulgazione è un processo legato al meccanismo di prestito con garanzia, ossia il fenomeno di *Art Lending*.

In particolare, il fine che ispira la presente disamina è quello di scoprire se lo sfruttamento di questa manovra può supportare la nascita di un progetto che abbia a cuore la promozione artistica, soprattutto alla luce dello stato di profonda crisi osservabile nel contesto dell'industria culturale italiana.

Nello specifico, le argomentazioni in materia di prestito artistico si articoleranno lungo cinque capitoli:

Capitolo 1	Una breve panoramica sul mercato dell'arte
Capitolo 2	Art Lending
Capitolo 3	Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending
Capitolo 4	Art Lending tra presente e futuro
Capitolo 5	Ipotesi di finanziamento per un progetto di valorizzazione culturale

Il primo capitolo traccia una panoramica sintetica sopra gli scenari che dominano il mercato dell'arte, precisando le qualità delle nuove tendenze e rilevando il ruolo delle operazioni di *Art Lending* al suo interno.

La seconda sezione, come suggerisce il nome, definisce nel dettaglio il fenomeno di *Art Loan*, chiarendo le sue origini, il suo inquadramento giuridico e le fasi del suo processo; inoltre, esso è arricchito da una coppia di paragrafi: il primo analizza i vantaggi potenziali del metodo, mentre il secondo compila un breve commento di natura critica.

Il capitolo successivo enuncia i fattori di rischio che possono coinvolgere l'attività di *Art Lending*, precisando la numerosità delle implicazioni problematiche.

Nel dettaglio, i motivi di criticità sono connotati intrinseci nella natura dei beni coinvolti, nel mercato culturale di riferimento, nella mansione complessa della stima di un manufatto, oppure nell'ambiente legale frequentato.

La quarta parte si impegna nel disegnare il punto della situazione corrente, illustrando i movimenti del mercato contemporaneo, dedicando particolare attenzione alla dimensione concernente l'Italia; invero, il sistema artistico-culturale del nostro paese appare un passo indietro in materia di innovazione ed efficienza, ma questa arretratezza offre lo spunto per elaborare alcune proposte che immaginano un futuro radioso.

Il capitolo prosegue esponendo l'intervista posta alla società Kruso Kapital, un esempio italiano di specializzazione nel campo del prestito artistico, grazie al quale è stato possibile scavare nelle profondità del processo e nella sua applicazione fenomenica.

Il capitolo conclusivo simula un caso verosimile, in cui un gruppo di collezionisti decide di fondare una società allo scopo di organizzare un progetto espositivo.

Questa indagine offre la possibilità di analizzare l'efficacia delle operazioni di *Art Lending* nel contesto della valorizzazione culturale, ossia in una dimensione ancora inesplorata.

Capitolo 1: Una breve panoramica sul mercato dell'arte

L'intenzione di questo primo capitolo è quella di tracciare una rapida descrizione dell'attuale fisionomia del mercato dell'arte, rendendo noti i migliori propositi e i punti critici che lo contraddistinguono.

Il paragrafo delinea le caratteristiche del sistema di scambio contemporaneo, commentando inoltre il suo stato di salute e definendo le nuove tendenze che lo dominano, ossia le definizioni e le pratiche che stanno contribuendo a modificare le abitudini tradizionali, spesso provocando lo scetticismo degli addetti ai lavori.

Un'attenzione particolare è dedicata agli ideali e ai principi innovativi, che per la prima volta investono il mondo dell'arte, sinora considerato un universo isolato, completamente estraneo al mondo della finanza e degli investimenti; invero, le inclinazioni più recenti, spesso incorporate dalle nuove generazioni di collezionisti, cercano un contatto tra le due entità sopracitate, auspicando la creazione di un legame che possa portare dei benefici per entrambe. Il sapere economico e quello artistico si combinano perfettamente negli attributi del tema protagonista di questa trattazione, ossia la pratica di *Art Lending*.

1.1: Il leitmotiv che caratterizza la storia del collezionismo

La comprensione dei meccanismi dell'attualità è un dono calato nelle profondità della storia, per questo il primo paragrafo ha il dovere di introdurre a grandi linee il fenomeno del collezionismo e il suo ruolo lungo la linea del tempo.

Krzysztof Pomian immagina il collezionista come: << un maniaco inoffensivo che trascorre il suo tempo classificando francobolli, trafiggendo farfalle o diletlandosi in incisioni erotiche. Oppure, al contrario, un astuto speculatore che con la scusa dell'amore per l'arte acquista capolavori a poco prezzo per rivenderli con profitti da favola. O, ancora, un signore della buona società che, insieme a un castello e a mobili d'epoca, ha ereditato una collezione di quadri di cui lascia ammirare i pezzi forti sulle pagine patinate delle riviste chic>>¹.

¹ K. Pomian, *Collezionisti, amatori e curiosi*, Milano 2007, p. 8.

Attraverso queste righe, lo storico polacco descrive perfettamente la figura attuale del collezionatore, facendo emergere la natura prettamente istintiva del suo agire, nonché le mire speculatrici che guidano le sue scelte.

Invero, sin dai tempi più remoti, l'essere umano ha percepito l'esigenza di accumulare oggetti, soprattutto quelli che per qualche motivo riteneva degni di ammirazione e fonte di godimento.

Tesori medievali

Nel Medioevo, le comunità reali o religiose possedevano il proprio tesoro², ossia un insieme di manufatti preziosi, quali monete antiche, medaglie, pietre preziose, libri e servizi liturgici³, che venivano custoditi per essere esposti o riutilizzati nel futuro.

L'approfondimento delle personalità come Giovanni di Vallois, figlio del re di Francia e noto ai posteri per il suo vastissimo *corpus* di beni, permette di indagare sopra le principali ragioni che stimolavano la costituzione dei tesori: la prima suggerisce senz'altro un desiderio latente di dimostrare il proprio potere, mentre la seconda coinvolge una necessità profondamente personale, che si consuma attraverso il godimento estetico⁴.

Camere delle meraviglie e studioli rinascimentali

Le camere delle meraviglie sono definite come il <<prolungamento ideale>>⁵ dei tesori medievali, dato che questi ultimi designavano anche il luogo in cui venivano conservati i beni mobili degni di nota.

Lo sviluppo delle *wunderkammer* ha origine nel XVI sec., quando i membri delle famiglie aristocratiche decidono di installare nelle proprie dimore uno spazio consacrato alla collezione di oggetti pregiati.

La valenza politica è un fattore fondativo, in quanto l'estensione della raccolta rivestiva un ruolo di legittimazione del potere principesco, ma per la prima volta tra gli intenti emerge quello conoscitivo⁶; invero, le camere delle meraviglie sono spesso definite protomusei, dato che a certi individui selezionati era consentito ammirarle⁷.

² R. Fontanarossa, *Collezionisti e musei. Una storia culturale*, Torino 2022, p.54.

³ *Ibidem*.

⁴ *Ivi*: 60.

⁵ *Ivi*: 62.

⁶ *Ivi*: 63.

⁷ *Ibidem*.

Successivamente, le medesime analisi possono essere applicate all'ambito degli studioli rinascimentali, concepiti come spazi di studio e meditazione all'interno dei palazzi privati, col tempo aperti sempre più frequentemente alle visite di conoscenti esterni.

Un esempio significativo è quello che interessa Isabella d'Este, che dal 1491 sviluppa nel palazzo estense di Mantova il suo studiolo personale, arricchito dalle opere pittoriche commissionate a Perugino, Andrea Mantegna e Lorenzo Costa⁸.

Le gallerie

Nel 1681, lo storico dell'arte Filippo Baldinucci descrive una <<struttura architettonica destinata ad accogliere le collezioni>>⁹, ovvero la galleria.

Dato che gli spazi chiusi e riservati all'appagamento esclusivo dell'amatore stavano diventando un limite intellettuale, lo spirito del collezionismo culturale tipico del Rinascimento si scontra con la necessità di edificare un rapporto con l'esterno¹⁰.

Soprattutto nel contesto francese, dalla metà del Cinquecento si sviluppano le gallerie, solitamente costituite da lunghi corridoi vetrati, nel 1691 il Vocabolario della Crusca le descrive come <<stanza da passeggiare dove si tengono pitture, statue, e altre cose di pregio>>¹¹.

Spesso, questi luoghi sorgevano per assolvere a funzioni ricreative, di immersione nel Bello, ma cambiano volto velocemente, trasformandosi nell'involucro ideato per ospitare i manufatti che esaltano la casata committente; per esempio, la *Grande Galerie* di Versailles è concepita <<per esaltare le gesta dei sovrani attraverso un programma iconografico ricco di episodi storici o mitologici.>>¹².

Il presente

In seguito, il continente europeo è testimone della nascita dei musei, concepiti come uno strumento per divulgare la conoscenza, spesso avvalendosi delle raccolte ereditate dai collezionisti del passato, che forse non avrebbero mai immaginato di esporre ad un pubblico così vasto il patrimonio così gelosamente custodito.

⁸ *Ivi*: 67.

⁹ *Ivi*: 70.

¹⁰ *Ivi*: 71.

¹¹ *Ibidem*.

¹² *Ibidem*.

Nonostante ciò, soprattutto tra l'Ottocento e il Novecento, le istituzioni museali rappresentavano soprattutto il prodotto delle capacità intellettuali nazionali, essendo intese come mezzo per esprimere una dominanza culturale.

Invero, ogni fase della vicenda sinora raccontata porta con sé un *fil rouge* condiviso, ossia un elemento che plasma la volontà e gli interessi che guidano la composizione di una raccolta di oggetti: manifestare una forma di potere.

Così come nel Medioevo le comunità raccoglievano manufatti preziosi per decantare la propria superiorità, nel Seicento i nobili francesi aprivano le porte delle proprie gallerie per esaltare la vicenda familiare e nel secolo scorso gli stati esibivano i frutti della propria cultura allo scopo di assecondare le mire nazionaliste, anche il collezionista contemporaneo è mosso dalla medesima necessità comunicativa.

Ragion per cui, nel corso di questa trattazione, sia le tendenze positive, che le derive disprezzabili saranno sottolineate e commentate, cercando di offrire alla ricerca un punto di vista critico e intellettualmente onesto.

1.2: Caratteristiche del mercato contemporaneo

Questo segmento ha il compito di fornire una sottile panoramica riguardo alle tendenze registrate dal mercato dell'arte contemporanea durante l'anno 2023-2024, commentando le osservazioni e i risultati inseriti nel *The 2024 Contemporary art market report*, pubblicato da Artprice.

In prima istanza, occorre sottolineare la ripresa del mercato artistico contemporaneo; infatti, conseguentemente alla crisi sanitaria cominciata nel 2020, esso crolla vertiginosamente, soprattutto a causa della chiusura temporanea imposta alle aste dal vivo¹³.

Oggi, dopo un paio d'anni, il livello di crescita generale appare simile a quello pre-pandemico, specialmente grazie alla digitalizzazione delle procedure, che ha accelerato il processo di aumento del volume delle transazioni¹⁴.

In particolare, si nota un'attitudine interessante: il mercato *high-end*¹⁵ è contraddistinto da un atteggiamento di attesa, mentre il volume generale degli scambi cresce; infatti, nell'ultimo anno, il settore dell'arte contemporanea ha prodotto più di 132,000 scambi, ossia il +72% rispetto al periodo precedente alla diffusione della pandemia¹⁶.

¹³ Artprice, *The 2024 contemporary art market report*, 2024, p.6.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Si intende il mercato riguardante beni di lusso.

¹⁶ Artprice, *The 2024 contemporary art market report*, 2024, p.9.

Questo comportamento indica una riduzione delle singole vendite a cifre record, ma un aumento di quelle che riguardano le opere dal valore stimato inferiore (figura 1); inverso, l'82% della ricchezza complessiva generata dal mercato dell'arte contemporanea deriva dalla compravendita di opere con un prezzo inferiore ai 5.000\$ (108.000 lotti in totale)¹⁷.

In generale, le attuali tendenze dell'ambito analizzato risultano governate da nuovi strumenti, lentamente canonizzati, nonché da una rinnovata *weltanschauung*: la digitalizzazione delle vendite, che elimina le barriere fisiche della compravendita, appare come la diretta conseguenza del processo di globalizzazione del mercato, ossia un prodotto della coscienza universale che desidera una democratizzazione dell'arte¹⁸.

In poche parole, il desiderio che guida i nuovi agenti che popolano il mercato artistico, soprattutto componenti delle generazioni X e Y¹⁹, è quello di renderlo uno spazio più libero e democratico²⁰; nel corso del capitolo, vedremo i rinnovamenti che potrebbero scaturire da una rivoluzione di questo calibro.

1.2.1 Arte Contemporanea vs Arte Ultra-Contemporanea

A questo punto occorre esporre una differenza necessaria nell'ambito del mercato artistico attuale, ossia quella tra l'arte contemporanea e l'arte ultra-contemporanea.

Come già sottolineato in precedenza, la globalizzazione dell'arte ha sollecitato l'unificazione degli scambi, che nel passato si consumavano prettamente all'interno di specifiche aree geografiche, ovvero il Nord America e l'Europa; oggi, l'erosione dei confini, ha provocato l'esigenza di una categorizzazione che non si limita più alla regionalità delle opere vendute, bensì alla loro epoca di realizzazione²¹.

Certamente, gli artisti e le correnti possono essere incasellati in un certo territorio e cultura, ma, per soddisfare gli scopi di una compravendita globale, basata specialmente sulle vendite del mercato secondario, risulta pratico poter etichettare i medesimi osservando il seguente metodo stilistico-cronologico²².

¹⁷ *Ivi*: 10.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ A grandi linee, ci si riferisce alle persone nate tra il 1965 e il 1996.

²⁰ Artprice, *The 2024 contemporary art market report*, 2024, p.9.

²¹ <https://news.artnet.com/market/state-of-the-art-market-understanding-regional-differences-in-the-globalized-art-market-2444281#:~:text=%E2%80%9COld%20Masters%E2%80%9D%20covers%20artists%20born,covers%20artists%20born%20after%201974.>

²² [https://news.artnet.com/market/state-of-the-art-market-understanding-regional-differences-in-the-globalized-art-market-](https://news.artnet.com/market/state-of-the-art-market-understanding-regional-differences-in-the-globalized-art-market-2444281#:~:text=%E2%80%9COld%20Masters%E2%80%9D%20covers%20artists%20born,covers%20artists%20born%20after%201974.)

Old Masters	Artisti nati tra il 1250 e il 1820.
Impressionist and Modern	Artisti nati tra il 1821 e il 1910.
Postwar and Contemporary	Artisti nati tra il 1911 e il 1974.
Ultra-Contemporary	Artisti nati dopo il 1974.

Questa classificazione nasce nell'ambito di utilizzo delle case d'asta, con l'obiettivo di facilitare la segmentazione dei clienti e concepire precise strategie di vendita, dato che ogni porzione di mercato è caratterizzata da dinamiche peculiari.

Nello corso del terzo capitolo, categorie simili saranno introdotte all'interno di un'analisi riguardante la liquidità delle opere d'arte, sottolineando come in condizioni normali i beni artistici risultino difficilmente convertibili in denaro; infatti, ognuna delle categorie sopracitate è testimone di una richiesta differente, spesso dettata dalle motivazioni sottostanti all'acquisto. L'indice Artprice100²³, sviluppato da Artprice.com, pone l'attenzione sui cento artisti più stabili e influenti nel tempo, al fine di monitorare l'andamento del mercato dell'arte²⁴: come mostra la figura 2, nel 2023 gli autori riconducibili alle categorie *Old Masters* e *19th Century*, rappresentavano solo il 12,3% del campione, gli artisti moderni erano presenti al 42,7% e quelli raggruppabili in *Post War Art* e *Contemporary Art*, che inglobavano anche l'insieme ultra-contemporaneo, fornivano l'apporto maggiore, ossia il 45% del totale²⁵.

Lo studio dimostra come l'arte prodotta in tempi più recenti attiri il maggior numero di acquirenti, soprattutto a causa di una maggiore offerta, di prezzi mediamente più bassi e, perciò, di un'intrinseca inclinazione ad accontentare le prospettive speculative, oltre a quelle volte al puro collezionismo.

Allo scopo di convalidare queste affermazioni, la figura 3, la figura 4 e la figura 5, poste in appendice, esibiscono i *Painting index* delle categorie esaminate, manifestando graficamente le tendenze sopraindicate²⁶.

[2444281#:~:text=%E2%80%9COld%20Masters%E2%80%9D%20covers%20artists%20born,covers%20artists%20born%20after%201974.](#)

²³ Artprice100: Questo indice misura l'andamento delle opere di artisti affermati, monitorando la loro performance finanziaria, col fine di fissare un *benchmark* utile agli investitori; esso, si compone dei 100 artisti che ottengono i risultati migliori in termini di volume di vendite all'asta, frequenza degli scambi e stabilità nel tempo.

²⁴ <https://www.artprice.com/>

²⁵ <https://www.artprice.com/artmarketinsight/the-artprice100-index-was-up-1-55-in-2023>

²⁶ Deloitte, *Il mercato della pittura per comparto*, <<Art and Finance report 2025>>, 2025, pp. 53-61.

D'altronde, i dipinti antichi vengono tuttora percepiti come beni estremamente pregiati e investimenti solidi, ma preservano la loro aura elitaria; invero, il loro acquisto richiede la commistione di vari fattori: una profonda conoscenza della storia dell'arte, una documentazione che certifichi l'autenticità e i mezzi necessari a garantire la conservazione²⁷. Queste precisazioni risultano necessarie per comprendere il proseguo della trattazione, poiché le seguenti argomentazioni, nonché la ricerca sviluppata nel corso del capitolo conclusivo, faranno riferimento al mercato dell'arte contemporanea, che ingloba le ultime categorie inserite nella tabella.

Inoltre, lo scenario attuale richiede la conoscenza di fenomeni specifici, alcuni abbondantemente riconoscibili, altri concepiti solo di recente; d'altro canto, il mercato artistico è un insieme di tendenze in continuo sviluppo, che ai fini di questa disamina occorre perlomeno presentare.

Blue-Chip Art

Il termine *blue-chip* identifica gli artisti, o le opere, le cui quotazioni di mercato superano il milione di euro, mantenendo il loro valore costante nel tempo²⁸.

Il termine, che fa riferimento ai preziosi gettoni blu del *poker*, viene utilizzato nell'ambito del mercato azionario per descrivere dei titoli affidabili e redditizi, per i quali gli investitori nutrono una profonda fiducia, dato che hanno dimostrato la loro fruttuosità in maniera coerente²⁹.

Dunque, acquistare le opere di un artista *blue-chip* risulta essere un'operazione vantaggiosa; essa, oltre a generare un dividendo estetico, rappresenta un investimento strategico per la diversificazione del proprio portafoglio, dato che i beni artistici non risentono delle stesse fluttuazioni che colpiscono i mercati tradizionali.

Red-Chip Art

L'espressione *red-chip* nasce in contrapposizione alla precedente; essa, fa riferimento a quel gruppo di artisti, tipicamente emergenti, che riescono ad ottenere rapidamente il riconoscimento del mercato artistico³⁰, ma non coprono una posizione solida nel tempo.

²⁷ Deloitte, *Il mercato della pittura nelle diverse piazze internazionali*, <<Art and Finance report 2024>>, 2024, pp.37-51.

²⁸ <https://www.artrights.me/artisti-blue-chip-chi-sono/>

²⁹ <https://grovegallery.com/blogs/articles/what-is-blue-chip-art?srsId=AfmBOooHvO3F2yXY4d6QEKI0a45X8tksVosNOKnrFCgOpe-qEL4EQdFr>

³⁰ <https://grovegallery.com/blogs/articles/red-chip-vs-blue-chip-art?srsId=AfmBOoqnVoAndrHY9GePhFlgWYsRWO4HBOeD12INfpr9n1U9bPyKS13d>

Solitamente, la loro fama si sviluppa attraverso campagne di marketing online, soprattutto utilizzando la cassa di risonanza rappresentata dai social media: l'ascesa è veloce, ma, di conseguenza, anche la perdita di interesse nei confronti della loro opera si consuma in fretta³¹. Dunque, nonostante il fenomeno *red-chip* contribuisca a rendere il mercato dell'arte uno spazio più democratico, dato che i valori d'acquisto sono contenuti, esso soffre di uno stato di profonda instabilità; in particolare, questa precarietà diffusa rende l'investimento *red-chip* molto rischioso³² e contribuisce alla nascita di pratiche considerate poco ortodosse, come l'*art-flipping*.

Art-Flipping

L'*art-flipping* è un'operazione speculativa, intrapresa dai collezionisti che acquistano nuove opere, solitamente nel mercato primario³³, rivendendole immediatamente all'asta, col fine di ottenere una plusvalenza³⁴.

Ai fini di questa ricerca, osservare i danni che una pratica simile arreca alla carriera di artisti emergenti non è rilevante, risulta doveroso menzionarlo, sebbene occorra indirizzare l'attenzione alle pressioni che essa esercita sul mercato.

Infatti, il *flipping* altera la trama degli scambi, poiché influenza la struttura dei prezzi e la rende ulteriormente altalenante³⁵; ad esempio, un gruppo ristretto di collezionisti, attraverso le offerte in sede d'asta, può favorire l'esplosione del prestigio economico di un artista, distorcendo il suo valore reale³⁶.

Per certi versi, questa manovra rispecchia il carattere del nostro tempo, contraddistinto dal desiderio di ottenere guadagni rapidi e consistenti, nonché dalla messa in atto di azioni criticabili, spesso consumate a discapito della salute generale del settore di riferimento; secondo il mio personale punto di vista, la dinamica di *flipping* applicata al mercato attuale produce solo un'ulteriore minaccia alla democratizzazione di quest'ultimo: la sua nascita viene favorita dall'opacità delle informazioni, non accessibili da tutti alla stessa maniera, e il suo sviluppo non fa che alimentare l'instabilità del sistema.

³¹ *Ibidem*.

³² <https://artinvestments.co.uk/blog/a-guide-to-red-chip-art/>

³³ Il mercato primario si riferisce agli scambi che avvengono tra collezionisti e gallerie, mentre quello secondario comprende le vendite registrate dalle case d'asta.

³⁴ A. Zorloni, *Arte della speculazione*, in *Bluerating*, <<https://www.bluerating.com/private/692747/arte-della-speculazione>> (2021)

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ *Ibidem*.

Ultra-Contemporary Art

L'arte ultra-contemporanea viene definita nel report di Artnet pubblicato nel 2019, con il fine di inquadrare i giovani artisti che stanno prendendo piede nel panorama contemporaneo³⁷.

Come riporta la tabella inserita precedentemente, in linea di massima, i protagonisti che compongono l'insieme sono gli autori nati dopo il 1974, che si distinguono per la realizzazione di opere << all'avanguardia dell'innovazione artistica, che esplorano concetti rivoluzionari, utilizzano le ultime tecnologie o sfidano le pratiche artistiche convenzionali>>³⁸.

Infatti, a livello teorico, oltre all'aspetto anagrafico, esistono alcune caratteristiche che differenziano l'arte contemporanea da quella ultra-contemporanea; la prima ha il merito di aver introdotto la concettualizzazione come soggetto, nonché l'attenzione riguardo alle tematiche sociali, culturali e politiche, attraverso la sperimentazione di nuove tecniche e materiali, consolidando un nuovo linguaggio artistico³⁹; la seconda, che sviluppa ulteriormente il racconto delle problematiche umane e l'impiego di nuovi *medium* tecnologici, mostra un particolare interesse al coinvolgimento del pubblico, spesso grazie a installazioni che rendono il fruitore una parte dell'opera e all'utilizzo di strumenti di diffusione recenti come internet e i social network⁴⁰.

Arte Contemporanea	<ul style="list-style-type: none">- Concettualizzazione del soggetto- Tematiche sociali, culturali e politiche- Nuove tecniche e materiali
Arte Ultra-Contemporanea	<ul style="list-style-type: none">- Abbondante utilizzo della tecnologia: realtà virtuale, intelligenza artificiale- Medium non convenzionali- Problematiche contemporanee- Interattività tra opera e fruitore

Nella realtà un sistema di etichette così rigido è difficilmente applicabile, per giunta un approccio segmentato nuoce alla lettura inclusiva della storia dell'arte e ad un eventuale prospettiva unificatrice; nonostante ciò, tenendo conto della natura di questa trattazione e delle sue esigenze, tali categorizzazioni appaiono indispensabili, soprattutto allo scopo di raccolta dati e di targhetizzazione del mercato.

³⁷ <https://fairart.com/editorial/guide/contemporary-art/11>

³⁸ *Ibidem.*

³⁹ *Ibidem.*

⁴⁰ *Ibidem.*

1.2.2 Fractional ownership

Grazie alla conoscenza dei fenomeni soprariportati, risulta possibile indagare riguardo ad una delle pratiche più controverse della realtà attuale, ossia la proprietà frazionata di opere d'arte. Questa operazione si basa su un meccanismo apparentemente semplice, che prevede la scomposizione di un bene in tanti "gettoni digitali"⁴¹, che possono essere acquistati e scambiati dagli investitori; invero, il proposito perseguito è quello di rendere più appetibile lo scambio di oggetti che, per loro natura, sarebbero illiquidi (3.1.2 *Rischi legati al mercato di riferimento*). Solitamente, la tokenizzazione⁴² di un *asset* artistico si costituisce attraverso la frammentazione digitale dei suoi diritti di proprietà, che vengono iscritti in una *blockchain*, ossia un registro digitale condiviso e accessibile agli utenti nel web⁴³.

Questo fenomeno si manifesta in linea con la recente tendenza globalistica e democratizzante, poiché i suoi intenti principali sono l'abbattimento delle barriere all'ingresso per gli investimenti in arte e l'introduzione di un grado di sicurezza non ancora sperimentato nel campo analizzato⁴⁴; infatti, il frazionamento consente una spesa iniziale ridotta e garantisce l'esistenza di un archivio digitale aggiornato, che riporta la provenienza del bene e l'insieme completo delle operazioni che lo hanno coinvolto, con l'obiettivo di ridurre il rischio legato alla scarsa documentazione, che attanaglia il mondo dell'arte (3.1.5 *Fattori critici legati all'ambito legale*).

Questo sistema prevede l'esistenza di alcune piattaforme digitali contrassegnate dal compito di acquistare un'opera e rivendere le sue quote ai risparmiatori, i quali otterranno un ricavo (o una perdita) quando la medesima sarà battuta all'asta.

Per comprendere il processo, immaginiamo che una di queste piattaforme si aggiudichi un bene artistico per 1.000€, che successivamente verrà frammentato in 50 parti, scambiate agli utenti per 20€ l'una.

Ipoteticamente, cinque soggetti decidono di partecipare all'investimento, acquistando 10 parti ciascuno, per un totale di 200€.

⁴¹ A. Bisioli, *La "tokenizzazione" delle opere d'arte*, in *WeWealth* < <https://www.sbnp.it/wp-content/uploads/2019/10/628fb95c1bc1438f1072577815bbc85a-1.pdf> > (2019).

⁴² La tokenizzazione è la rappresentazione digitale di un asset. Trasformare un asset in un token, ovvero in un oggetto digitale, permette di archivarlo, scambiarlo, cederlo o venderlo attraverso il registro distribuito della blockchain.

⁴³ A. Bisioli, *La "tokenizzazione" delle opere d'arte*, in *WeWealth* < <https://www.sbnp.it/wp-content/uploads/2019/10/628fb95c1bc1438f1072577815bbc85a-1.pdf> > (2019).

⁴⁴ *Ibidem*.

Dopo sei anni, la piattaforma decide di vendere l'opera all'asta, aprendo lo sviluppo di due scenari differenti:

Scenario 1: l'opera viene venduta nel mercato secondario a 2.000€, provocando un profitto del 100%; infatti, gli investitori otterranno un ricavo di 200€ ciascuno.

Scenario 2: l'opera viene scambiata all'asta ad un prezzo di 500€, registrando una perdita ai danni degli utenti.

	Utente 1	Utente 2	Utente 3	Utente 4	Utente 5	Profitto (perdita)
Investimento	200€	200€	200€	200€	200€	
Scenario 1	400€ (200€)	400€ (200€)	400€ (200€)	400€ (200€)	400€ (200€)	+ 100%
Scenario 2	100€ (100€)	100€ (100€)	100€ (100€)	100€ (100€)	100€ (100€)	- 50%

Certamente, l'esempio riportato presenta il fenomeno in maniera estremamente semplificata, ma mostra con chiarezza le dinamiche sottostanti al processo di *fractional ownership*, facendo emergere in maniera implicita alcune criticità discusse nei prossimi paragrafi.

Masterworks

Masterworks (MW) è la principale piattaforma d'investimenti operante nel mercato dell'arte frazionata, specializzata nella gestione di comproprietà di opere d'arte *blue-chip*⁴⁵.

L'obiettivo principale del progetto è quello di offrire ai clienti la proprietà frazionata di un'opera fisica, attraverso un processo ben delineato: acquistare il bene, dividere la sua proprietà in tante quote, vendere le medesime al prezzo fisso di 20\$⁴⁶.

In questo modo, gli investitori possono affacciarsi al mercato dell'arte *blue-chip* a costi ridotti, evitando le spese di manutenzione e assicurazione dell'oggetto (naturalmente, occorre rinunciare anche alla fruizione del prodotto artistico), ma cogliendo la possibilità di allargare il proprio portafoglio con un *asset* non tradizionale.

Inoltre, MW offre un servizio di *trading* interno al sito, grazie al quale gli *owners* possono decidere di scambiare le proprie quote con altri membri della *community*, in cambio di una somma calcolata sul valore totale del bene frazionato⁴⁷; questa possibilità rientra nel progetto

⁴⁵ A. H. Johnsen, Z. A. Dahl, *The Art of Investing: Fractional art ownership as a financial instrument*, tesi di laurea, BI Norwegian Business School Oslo, a.a. 2023-2024, relatore B. Gerard, p.4.

⁴⁶ *Ivi*: 6.

⁴⁷ A. H. Johnsen, Z. A. Dahl, *The Art of Investing: Fractional art ownership as a financial instrument*, tesi di laurea, BI Norwegian Business School Oslo, a.a. 2023-2024, relatore B. Gerard, p.8.

di rendere l'arte un bene liquido, promulgato dai teorici della proprietà frazionata, ma difficilmente proponibile nella realtà.

Per capire meglio, immaginiamo uno scenario in cui l'utente 1 (tabella) voglia scambiare le proprie quote dopo due anni dall'acquisto, in un momento in cui la stima dell'opera frazionata risulti essere 1.500€; le 10 quote vengono acquistate dall'utente 2 per 300€.

In un caso simile, l'utente 1 uscirà dall'investimento registrando un profitto di 100€, mentre l'utente 2 raddoppierà le proprie quote, a fronte di una spesa totale di 500€; dopo 6 anni, se si verificherà lo scenario 1, egli otterrà un profitto di 300€, diversamente, se si profilerà il secondo caso, egli maturerà una perdita di 300€.

Criticità e interrogativi legati a Masterworks

Indubbiamente, il *fractional ownership* e la piattaforma *Masterworks* (MW) presentano delle criticità da considerare, soprattutto allo scopo di fare chiarezza rispetto ai nuovi strumenti del mondo artistico-finanziario.

Il primo motivo di incertezza è rappresentato dal modo in cui la società di proprietà frazionata garantisce il proprio profitto.

Immaginiamo la situazione in cui MW compri un'opera per 1.000\$; successivamente, il suo valore verrà frazionato e le quote⁴⁸ vendute ai clienti al prezzo di 20\$ ciascuna.

Bensì, le parti acquistabili non saranno 50, ma 55, perché è stata caricata una commissione sul prezzo, pari al 10%, utile a coprire le spese di acquisto e finanziamento sostenute dalla società⁴⁹.

Inoltre, nel momento in cui l'opera viene venduta e le quote vengono liquidate, MW si assicura il 20% del profitto totale ottenuto.

Una manovra simile sottintende che MW raccoglierà un utile anche nel caso in cui il bene sia venduto ad un prezzo inferiore rispetto a quello di acquisto, ossia quando l'investitore andrebbe incontro ad una perdita⁵⁰.

Per questo motivo, la classe di clienti potrebbe pensare che la piattaforma non abbia il completo interesse a vendere il bene al momento più opportuno per i consumatori, dato che ottenere il massimo del profitto non rappresenta una priorità per il benessere di MW; tutto ciò, sollecita

⁴⁸ Esistono tre classi di quote, ma il nostro esempio richiede di rendere lo scenario il più semplice possibile.

⁴⁹ A. H. Johnsen, Z. A. Dahl, *The Art of Investing: Fractional art ownership as a financial instrument*, tesi di laurea, BI Norwegian Business School Oslo, a.a. 2023-2024, relatore B. Gerard, p.8.

⁵⁰ A. H. Johnsen, Z. A. Dahl, *The Art of Investing: Fractional art ownership as a financial instrument*, tesi di laurea, BI Norwegian Business School Oslo, a.a. 2023-2024, relatore B. Gerard, p.11.

la comparsa di un rischio morale (*moral hazard risk*) rispetto all'attività dell'azienda, che ha l'obbligo di argomentare chiaramente le sue scelte⁵¹.

In aggiunta, occorre specificare come il traguardo di rendere liquidi i beni artistici non sia del tutto alla portata di mano, dato che l'investitore che decide di vendere le proprie quote potrebbe non trovare un acquirente disponibile, soprattutto a causa della ristrettezza del mercato (circa un milione di utenti⁵²) e dello scetticismo dei clienti⁵³.

Infatti, l'attività di *trading* di quote frazionate rappresenta un tema di dibattito: il valore reale di un'opera d'arte è ricavabile solo in seguito alla sua vendita⁵⁴ e, siccome l'ampiezza della rete commerciale è ridotta, non esiste un *database* che aggiorni costantemente i prezzi calcolati rispetto all'andamento del mercato; dunque, come viene calcolato il valore delle quote frazionate scambiate nella piattaforma di compravendita? A tutti gli effetti i prezzi rappresentano delle stime, non necessariamente coerenti con il risultato che si stabilirà successivamente alla vendita del bene.

In sintesi, abbiamo visto come il mercato dell'arte risulti essere uno spazio particolarmente caotico, costantemente coinvolto nei cambiamenti dettati da nuove mode e visioni moderniste, in bilico tra le abitudini del sistema tradizionale e le prospettive sovversive contemporanee.

Nel prossimo capitolo verrà introdotta la definizione di *Art Lending*, una pratica in grado di assorbire le volontà manifestate dall'industria artistica, nonché l'oggetto cardine di questa disamina che, tra gli altri, si pone l'obiettivo di chiarire i tratti distintivi di uno strumento rivoluzionario.

⁵¹ *Ibidem*.

⁵² <https://www.masterworks.com/about/about-masterworks>

⁵³ A. H. Johnsen, Z. A. Dahl, *The Art of Investing: Fractional art ownership as a financial instrument*, tesi di laurea, BI Norwegian Business School Oslo, a.a. 2023-2024, relatore B. Gerard, p.7.

⁵⁴ *Ivi*:8.

Capitolo 2: Art Lending

Nell'ultimo secolo il nostro modo di intendere un'opera d'arte è mutato radicalmente; infatti, il prodotto dell'artista non incarna più il singolo valore estetico, non è più nemmeno il semplice oggetto da collezionare: oggi l'opera d'arte rappresenta ben altro. Per il momento lasciamo stare le valutazioni che tendono a descrivere le nuove pratiche come dissacratorie o fatali, questo è un aspetto che può essere approfondito consultando il corpo di altre trattazioni, piuttosto prendiamo temporaneamente atto di come il vocabolario di coloro che lavorano nel mondo artistico si sia arricchito di nuovi termini e di come *Art Lending* sia uno di questi.

Il collezionista moderno, che ambisce soprattutto all'espansione della propria collezione, non si accontenta di ammirare i propri pezzi, bensì desidera sfruttare i nuovi strumenti finanziari per ottenere liquidità da essi.

Per questo motivo nascono dei servizi volti a soddisfare le nuove richieste, che nella maggior parte dei casi legano i clienti privati alle istituzioni che erogano il credito, nonché a enti assicurativi ed esperti di perizie.

Partiamo da un presupposto, ossia la definizione di *Art Lending*, che può essere riassunta semplicisticamente così: un'operazione finanziaria che ammette la concessione di un finanziamento a fronte di un'opera d'arte posta quale garanzia⁵⁵.

Certamente risulta una spiegazione sintetica, ma adeguata a stabilire l'argomento della successiva discussione, nonché capace di sostanziare in breve questa pratica pure a coloro meno avvezzi alla monetizzazione dell'arte.

Nel corso di questo capitolo sarà approfondito il concetto di *Art Lending*, delineando laconicamente le sue origini e il suo sviluppo storico (2.1), esponendo la sua configurazione giuridica in Italia (2.2), delineando il suo processo (2.3), considerando i vantaggi che si possono configurare (2.4) e ipotizzando la contestazione del suo agire (2.5).

⁵⁵ L. Giacomuzzi, *L'Art Lending, perchè in Italia stenta a decollare*, <<WeWealth>>, 2021, pp.1-4: 1.

Per quanto riguarda lo studio riguardante i fattori di rischio legati all'operazione, l'approfondimento verrà fornito lungo il capitolo successivo.

2.1 Le origini dell'Art Lending

L'*Art Lending* è un'operazione finanziaria, prevede l'apertura di credito o finanziamento a fronte della costituzione in garanzia di una o più opere o di un'intera collezione⁵⁶. È un fenomeno che si diffonde nella modernità (fig. 6 e 7), in un contesto caratterizzato dalla presenza di un collezionista, consapevole ed evoluto, che cerca strumenti per estrarre e conservare valore dal suo patrimonio artistico⁵⁷, e da una serie di soggetti, come banche o case d'aste, che forniscono delle soluzioni per soddisfare le richieste del mercato (fig.8).

In verità, pratiche simili nascono in tempi antichi, quasi parallelamente alla formazione della prima solida generazione di collezionisti privati e facoltosi del XV secolo; in particolare, il riferimento è la famiglia Medici, responsabili di aver sviluppato delle modalità di riscossione dei crediti particolarmente innovative, che prevedevano anche la collateralizzazione di beni artistici per risanare i debiti contratti con la banca fiorentina⁵⁸. Ma il primo esempio di *Art Loan* si consuma nel corso del Cinquecento, quando la sorella del pittore Gian Giacomo Caprotti, detto il Salai, sottoscrive un prestito di 26 scudi impegnando nove dipinti del fratello⁵⁹ come garanzia.

Successivamente, già dal Settecento, queste operazioni lasciano intravedere le potenzialità che si stanno consolidando nel nostro presente, soprattutto grazie all'espansione di un mercato dell'arte globalizzato. Il caso di Cosimo Antonio dal Pazzo risulta esemplare: il collezionista nel 1721 ottiene 6000 scudi in prestito promettendo in garanzia un dipinto di Nicolas Poussin, ma non riesce a ripagare il debito e nel 1730 impegna altre tre opere dell'artista; due anni dopo i beni collateralizzati aumentano il proprio valore, fino a superare l'ammontare totale del prestito⁶⁰.

Come vedremo successivamente, questa caratteristica, ossia la previsione di un possibile apprezzamento o deprezzamento, sarà la base per esprimere un giudizio in merito alla natura

⁵⁶ A. Negri Clementi, Che cos'è l'Art Lending? E perché se ne parla?, <<WeWealth>>, 2021, pp.1-5: 2.

⁵⁷ *Ibidem*.

⁵⁸ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 4.

⁵⁹ *Ibidem*.

⁶⁰ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 4.

del finanziamento erogato, nonché un aspetto fondamentale in fase di stima delle opere e dell'eventuale calcolo di una leva finanziaria.

Infine, la diffusione moderna del fenomeno *Art Lending* coincide con il *boom* del mercato dei pittori impressionisti, peculiare degli anni Ottanta, e con la bolla speculativa giapponese⁶¹; il mondo dell'arte si lega inesorabilmente a quello dell'economia, il nuovo collezionista seleziona la compravendita dei beni attraverso strategie di investimento, nasce il bisogno di ottenere liquidità dal proprio *art estate* per poter acquistare nuovi pezzi e ambire alle speculazioni desiderate.

In particolare, le pratiche di *Art Loan* risultano rivoluzionarie poiché in grado di monetizzare la collezione, senza dover vendere nessuna delle opere che la compongono⁶².

2.2 Inquadramento giuridico

L'operazione di *Art Lending* è un fenomeno di recente espansione nel nostro paese; infatti, l'attuale ordinamento giuridico non interviene direttamente, bensì è necessario compiere una sua ricostruzione legale utilizzando le fonti della legislazione italiana.

La pratica di nostro interesse può essere definita come un <<collegamento tra il contratto di finanziamento e il contratto di pegno tra il soggetto intermediario e il collezionista>>⁶³.

Ebbene, l'erogazione di un finanziamento è connessa alla predisposizione di una garanzia accessoria al medesimo, al fine di attutire le conseguenze congiunte alla fornitura del credito, ossia munendo il soggetto che lo elargisce di uno strumento per ristorarsi in caso di inadempimento⁶⁴.

Sostanzialmente, gli enti che stanziavano l'erogazione hanno bisogno di un parafulmine in caso di *default* del cliente beneficiario, per dotarsi di una salvaguardia efficace rispetto alla perdita economica che ne conseguirebbe.

L'ordinamento italiano regola diversi modelli di garanzia <<che siano rappresentate dall'impegno al pagamento da parte di un soggetto garante (garanzie personali) o dal diritto di

⁶¹ Ivi: 5.

⁶² Deloitte, *Art-Secured Lending*, <<Art and Finance report 2017>>, 2017, p.155.

⁶³ M. Palumbo, *ART LENDING: inquadramento, scenari e prospettive*, <<https://www.quidmagazine.com/index.php/diritto-dell-arte/1109-art-lending-inquadramento-scenari-e-prospettive-di-massimiliana-palumbo>>, (2020).

⁶⁴ A. Chianale, *Garanzie reali e personali*, Torino, Giappichelli, 2018.

disporre della vendita dei beni oggetto di garanzia (garanzie reali)>>⁶⁵. Queste ultime possono differenziarsi in ipoteca, privilegio o pegno.

Il pegno

Nell'esempio dell'*Art Lending*, l'opera d'arte viene impegnata come garanzia, rappresentando, a tutti gli effetti, un genere di pegno.

Il Codice civile indica le funzioni del pegno all'art. 2784 c.c., approfondendo il suo effetto principale al comma 1 ed il suo oggetto al comma 2⁶⁶.

<<Il pegno è costituito a garanzia dell'obbligazione dal debitore o da un terzo del debitore. Possono essere dati in pegno i beni mobili, le universalità di mobili, i crediti e altri diritti aventi ad oggetto beni mobili>>⁶⁷; risulta importante sottolineare ancora una volta la funzione di garanzia assunta dal bene, aggiungendo come lo scopo del pegno sia proprio <<assicurare un mezzo di soddisfazione reale al creditore in caso di mancato adempimento dell'obbligazione per la quale il pegno è stato costituito>>⁶⁸.

Successivamente, occorre precisare la differenza tra pegno e ipoteca.

Storicamente, il pegno si costituisce con lo spossessamento – come indicato nell'art. 2784 c.c. – identificando quest'ultimo come elemento fondamentale di differenziazione; imporre la privazione della proprietà della garanzia implica la mancanza di potere dispositivo sulla stessa da parte del debitore⁶⁹.

Il sistema di pubblicità permette di evidenziare la diversità rispetto all'ipoteca; invero, la sua costituzione non prescrive lo spossessamento, bensì <<l'iscrizione del titolo nei pubblici Registri Immobiliari, così rendendo opponibile *erga omnes* l'esistenza della garanzia stessa>>⁷⁰.

Lo spossessamento

Innanzitutto, definiamo spossessamento la privazione forzata di un possesso, in questo caso dell'oggetto collateralizzato, nel caso in cui il debitore si dimostri inadempiente ai suoi doveri.

⁶⁵ M. Palumbo, *ART LENDING: inquadramento, scenari e prospettive*, <<https://www.quidmagazine.com/index.php/diritto-dell-arte/1109-art-lending-inquadramento-scenari-e-prospettive-di-massimiliana-palumbo>>, (2020).

⁶⁶ A. Chianale, *Garanzie reali e personali*, Torino, Giappichelli, 2018.

⁶⁷ Art. 2784, c.c.

⁶⁸ M. Palumbo, *ART LENDING: inquadramento, scenari e prospettive*, <<https://www.quidmagazine.com/index.php/diritto-dell-arte/1109-art-lending-inquadramento-scenari-e-prospettive-di-massimiliana-palumbo>>, (2020).

⁶⁹ A. Chianale, *Garanzie reali e personali*, Torino, Giappichelli, 2018.

⁷⁰ A. Chianale, *Garanzie reali e personali*, Torino, Giappichelli, 2018.

Nel paragrafo precedente abbiamo visto come lo spossessamento sia uno degli elementi fondamentali per la costituzione del pegno, ma in materia di *Art Lending* sorgono dei dubbi a causa della natura della garanzia, dato che l'opera d'arte è un bene particolare, interessato da profondi problemi di conservazione.

La legge aiuta a chiarire questa situazione, sottolineando come le origini della pratica affondino nel diritto romano, un periodo antico caratterizzato da una struttura economico-commerciale pesantemente diversa da quella attuale, basata principalmente sulla produzione agricola⁷¹. Il contesto contemporaneo contempla lo scambio di prodotti finanziari, titoli e beni dematerializzati, che progressivamente hanno provocato una <<riduzione della rilevanza dello spossessamento>>, soprattutto per rispondere alle necessità del mercato⁷².

Dunque, gli interventi odierni tengono conto della paralisi economica a cui andrebbe incontro il debitore privato degli strumenti utili alla sua attività, in genere la classe dei beni mobili aziendali: un disinteressamento in merito comprometterebbe l'attività dell'impresa⁷³.

In seguito, <<si osserva una progressiva sostituzione dello spossessamento con tecniche differenti come l'iscrizione in apposito registro o l'apposizione di sigilli o timbri conoscitivi ma non tale da annullare completamente questo mezzo di pubblicità. Non è infatti presente nel nostro ordinamento una forma di pegno capace di essere validamente costituita senza alcun mezzo di riconoscibilità esterna>>⁷⁴.

Questo punto è cruciale per la nostra ricerca, poiché una prassi del genere risulta particolarmente complicata da applicare ad un oggetto artistico; intuiamo come il coordinamento lineare di un'operazione di *Art Loan* risulti ostico nel nostro paese, soprattutto scoprendo che nel mondo americano esistono *iter* composti *ad hoc*, che concedono la costituzione di pegni senza spossessamento.

Indubbiamente, la domanda che rimane senza risposta è quella che tenta di fare luce sulla problematica legata alla conservazione del bene impegnato, giacché gli istituti che erogano il credito difficilmente sarebbero in grado di offrire le condizioni idonee.

A tal proposito, il secondo comma dell'art. 2786 del Codice Civile ci giunge in aiuto, affermando <<La cosa o il documento possono essere anche consegnati a un terzo designato dalle parti o possono essere posti in custodia di entrambe, in modo che il costituente sia nell'impossibilità di disporne senza la cooperazione del creditore⁷⁵>>.

⁷¹ *Ibidem*.

⁷² *Ibidem*.

⁷³ *Ibidem*.

⁷⁴ A. Chianale, *Garanzie reali e personali*, Torino, Giappichelli, 2018.

⁷⁵ Art. 2786, c.c.

Ne conviene che l'opera d'arte costituente la garanzia può essere depositata presso soggetti terzi, quali società specializzate nella conservazione di beni culturali, col fine di preservare il suo deterioramento ed evitare una conseguente perdita di valore⁷⁶.

Questo punto rappresenterà un aspetto cardine per le argomentazioni che saranno presentate nel corso del quinto capitolo, soprattutto perché consente di ipotizzare orizzonti innovativi in materia di valorizzazione dell'industria artistico-culturale.

2.3 Il processo

Questo segmento ha l'obbligo di delucidare il lettore in merito agli aspetti prettamente operativi che qualificano l'argomento di tesi, indicando, nella teoria e nella pratica, come inizia e come si conclude una manovra di *Art Lending*.

In principio è necessario puntualizzare che la maggioranza delle referenze sull'argomento provengono dalla letteratura anglosassone, perché il mercato italiano risulta essere ancora nella sua fase embrionale e il punto di riferimento mondiale rimane l'esempio USA.

Nonostante ciò, possiamo auspicare che pratiche innovative, che combinano arte e finanza, possano avere una crescita rigogliosa nel prossimo futuro, sia seguendo il modello estero, sia assumendo un carattere solido e personale.

Sintesi delle fasi

Al fine di rendere chiara la successiva narrazione, l'incipit di questa sezione intende presentare brevemente le fasi di cui si compone il processo di *Art Lending*, già definito come il fenomeno che trasforma l'opera d'arte nella garanzia da impegnare per ottenere un finanziamento.

Di seguito verranno presentati i diversi protagonisti del sistema e le ragioni che regolano il loro operato, nonché la struttura caratterizzante l'operazione, i benefici arrecati e il calcolo della rischiosità che minano la diffusione della pratica.

Anteriormente, occorre stilare una sorta di mappa che illustri le tappe fondamentali del percorso che porterà all'erogazione del finanziamento, specificando che essa prenda come riferimento il *modus operandi* consueto, ma non che non sia incapace di subire delle modifiche in fase di negoziazione.

⁷⁶ M. Palumbo, *ART LENDING: inquadramento, scenari e prospettive*, <<https://www.quidmagazine.com/index.php/diritto-dell-arte/1109-art-lending-inquadramento-scenari-e-prospettive-di-massimiliana-palumbo>>, (2020).

Innanzitutto, esiste il bisogno di rimarcare l'importanza essenziale dell'opera d'arte, naturalmente senza la sua esistenza un progetto finanziario del genere non potrebbe esistere; il primo punto della trafila burocratica, infatti, consiste nella valutazione del suo stato, che deve soddisfare un elenco preciso di connotati⁷⁷.

Questa prima analisi è la base per stimare il valore economico del bene, necessario all'ente finanziatore per calcolare l'importo massimo del credito generabile.

Come vedremo, esistono delle regole precise per stabilire l'entità del prestito, che tengono in considerazione anche il risultato conseguente la *due diligence* operata sul richiedente, in questo caso il collezionista, nonché sul garante, il soggetto terzo che si assume la responsabilità di preservare il benessere del bene collateralizzato.

Infatti, come già evidenziato nel corso del precedente paragrafo, per concretizzare il pegno deve avvenire lo spossessamento della garanzia: il possessore non potrà più custodire l'opera presso sé stesso, ma avrà l'obbligo di depositarlo altrove.

Esistono degli istituti specializzati nella gestione di opere d'arte, che assicurano il mantenimento della loro salute durante il periodo del finanziamento, ponendo la massima attenzione sul rispetto del *facility report*, un documento che indica tutte le condizioni favorevoli alla conservazione⁷⁸.

Infine, uno dei passi necessari da compiere è la sottoscrizione di una polizza assicurativa in linea con la natura del bene e gli obiettivi dell'operazione finanziaria.

Al termine di questo itinerario si concretizzerà il contratto di *Art Lending*.

Di conseguenza, tentando di schematizzare il processo, lo dividiamo in una serie di punti che rispettano un ordine cronologico:

STEP 1	Il collezionista ha bisogno di liquidità.
STEP 2	Egli trova un istituto di credito disposto ad erogare un finanziamento, accettando come garanzia un pezzo della sua collezione.
STEP 3	L'ente in questione stima il valore dell'opera e verifica il profilo del cliente.
STEP 4	Il bene viene sottoposto allo spossessamento e un soggetto terzo ne garantisce la conservazione durante il periodo del finanziamento.
STEP 5	Viene sottoscritta la polizza assicurativa.
STEP 6	Si stipula il contratto di Art Lending.

⁷⁷ L. Giacomuzzi, *L'Art Lending, perchè in Italia stenta a decollare*, <<WeWealth>>, 2021, pp.1-4: 2.

⁷⁸ L. Giacomuzzi, *L'Art Lending, perchè in Italia stenta a decollare*, <<WeWealth>>, 2021, pp.1-4: 3.

Certamente, in fase di negoziazione, vengono stabiliti dei termini temporali da rispettare, nonché delle spese ulteriori che graveranno sull'ammontare totale del prestito; nei prossimi paragrafi approfondiremo anche questi aspetti, nel frattempo occorre precisare che, quasi nella totalità dei casi, se il debitore si dimostra incapace di restituire il credito, il bene viene confiscato dall'ente erogatore.

Perciò, è necessario prendere in considerazione anche le fasi che sussistono dopo la chiusura di un contratto di *Art Lending*:

STEP 7	Il finanziamento deve essere restituito, appesantito da commissioni sull'operazione e tassi d'interesse.
STEP 8	In caso di insolvenza il bene viene confiscato e il collezionista perde il suo diritto di proprietà.

2.3.1 I protagonisti

Accantonate le premesse, per capire come si delinea un'operazione di *Art Lending* occorre innanzitutto presentare i protagonisti coinvolti, dando per assodato che uno di essi sia il collezionista.

Naturalmente, in materia di finanziamenti, il ruolo principale è rivestito dalle istituzioni bancarie, ma ultimamente realtà come case d'aste e istituti di credito specializzati stanno assumendo un peso sempre maggiore; in particolare, ognuna di esse offre al cliente un servizio diverso, modellato sul profilo del cliente e sulla rischiosità del finanziamento (fig.4).

Le banche

Nell'ambito bancario possiamo riconoscere certi leader di mercato, come Citi, US Trust, JP Morgan e Emigrant Bank⁷⁹, che dagli anni Novanta gestiscono operazioni nell'ambito dell'*Art Loan*, imponendo una sequela di standard da rispettare, influenzando anche i rappresentanti non americani che vedremo nei successivi paragrafi. Generalmente, queste istituzioni accettano solo richieste di individui ad alto patrimonio netto (HNWI), poiché essi possono garantire l'impegno di opere di autori rinomati, facilmente scambiabili nel mercato internazionale e contraddistinti da una volatilità bassa⁸⁰. Inoltre, nella maggior parte dei casi il cliente è già correntista presso l'ente e il suo *identikit* è

⁷⁹ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 6.

⁸⁰ Ivi: 19.

facilmente ricavabile: queste caratteristiche forniscono un'ulteriore sicurezza alla banca, che sarà disposta a erogare i finanziamenti a tassi d'interesse moderati, certamente inferiori a quelli proposti dagli altri istituti.

JP Morgan, ad esempio, per cautelarsi ulteriormente nel caso si sviluppi uno scenario di *default* da parte del cliente, richiede l'impegno dei conti posseduti dal medesimo e di suoi eventuali asset finanziari gestiti dall'ente; infatti, la banca, prima di attingere al bene collateralizzato, liquiderà queste fonti per completare positivamente l'operazione di riscossione del credito⁸¹.

Questo aspetto è fondamentale, ci fa comprendere come le banche operino principalmente insieme alla nicchia di collezionisti più facoltosi, già clienti dell'istituzione e in grado di fornire profonde sicurezze.

Una lettura simile, che non prende in considerazione gli altri agenti del settore, potrebbe lasciar intendere che il mondo dell'*Art Lending* sia limitato esclusivamente ad una classe di utenti agiati e a campagne milionarie; probabilmente, questi sono stati i presupposti originali, ma con lo sviluppo recente lo scenario risulta ampiamente rivoluzionato.

Le case d'aste

Analizzando lo scenario occupato dalle case d'aste possiamo rilevare un duopolio a livello globale, dato che la maggioranza delle operazioni nell'ambito sono gestite da Sotheby's e Christie's, che hanno sede in tutto il mondo e sono i *leader* di mercato. Anche queste istituzioni rivendicano a priori un particolare grado di sicurezze, in linea con le attività che promuovono. Invero, esse propongono contratti nei quali colui che ottiene il finanziamento si obbliga a vendere l'opera in garanzia presso la casa d'aste che lo ha erogato, entro un termine temporale preciso⁸².

A differenza di una banca, questi istituti possiedono sia un organico interno composto da figure altamente qualificate, in grado di fornire velocemente la stima del bene, sia la conoscenza profonda del circuito di compravendita, che permette una monetizzazione rapida e agevolata del pegno.

Così, le case d'aste sono in grado di garantire al cliente una liquidità immediata, generalmente difficile da ottenere a causa dei motivi che conducono alla necessità di impegnare il bene, ma

⁸¹ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 15.

⁸² Ivi: 9.

contestualmente di rivendicare il diritto a vincolare la futura rivendita, nonché del compenso che deriva da essa⁸³.

In generale, sebbene sia fondamentale la selezione del cliente, le case d'aste hanno più convenienza, rispetto alle banche, ad ottenere la proprietà del bene impegnato; per questo motivo, il collezionista dovrà fornire sicurezze inferiori, ma accettare tassi d'interesse più alti, a causa della rischiosità dell'operazione, tempi meno dilatati, di norma basati sulle stagioni di vendita e, in caso di insolvenza, di perdere il possesso dell'opera. Possiamo notare come l'operazione di *Art Lending* sia la medesima, ma di come i soggetti erogatori abbiano degli interessi differenti, che foggiano il loro *modus operandi*; certamente, anche in questo caso la clientela è facoltosa e il processo presenta diverse barriere all'entrata, ma scopriamo una procedura gradualmente meno esclusiva e severa.

Gli istituti di credito specializzati

Solitamente questi soggetti soddisfano le necessità di una particolare nicchia, in questo caso quella dei collezionisti d'arte, tra gli esempi più rinomati troviamo: Art Capital Group, Art Finance Partners e Borro⁸⁴.

Essi vengono anche chiamati “prestatori di ultima istanza”, a causa della loro inclinazione a chiudere operazioni con clienti altamente esposti al *default*, che altri enti rifiutano di servire.

Questa conformazione si traduce in certi benefici per il consumatore, ma anche in altri svantaggi di cui deve tener conto: i primi riguardano l'elasticità della trattativa, poiché la cifra richiesta può essere di dimensioni modeste, di conseguenza l'oggetto in garanzia meno prezioso e la velocità dell'erogazione molto rapida⁸⁵.

Invece, le controindicazioni prevedono l'applicazione di tassi di interesse ragguardevoli, compresi tra l'intervallo 30%-60%, che contribuiscono alla genesi di un'alta probabilità di insolvenza e di perdere il possesso del bene collateralizzato⁸⁶.

Prendiamo come riferimento la figura 9, dove nella quinta riga notiamo che mediamente il tasso caricato nell'ambito dell'*Art Loan* dagli istituti bancari si aggira tra l'1 e il 2%, mentre la commissione d'asta è variabile, indicizzata sulla vendita del bene in garanzia⁸⁷ e sul ROE conseguito dalla compagnia.

⁸³ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 10.

⁸⁴ *Ivi*: 8.

⁸⁵ *Ibidem*.

⁸⁶ *Ibidem*.

⁸⁷ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 20.

Ergo, risulta lampante il tenore della spesa aggiuntiva imposta dagli istituti di credito specializzati, ma questo discostamento è legittimato dall'esplicita rischiosità delle operazioni che svolgono e nondimeno dal fatto che essi siano ben consapevoli di rappresentare l'ultima spiaggia per l'acquirente bisognoso di liquidità.

2.3.2 La struttura del finanziamento: *Recourse e Non-Recourse*

Anche in questo caso, come precisato in fase di presentazione degli agenti coinvolti nel processo di *Art Lending*, sono le fonti anglosassoni le più accurate in materia, dunque, ipotizzando una diffusione della pratica nel nostro continente, immaginiamo che l'impostazione della struttura del finanziamento segua le linee guida dettate da esse.

Certamente, appare necessario assumere che la costituzione formale della prassi si svilupperà in conformità delle regolamentazioni presentate nel *paragrafo 2.2*, considerando le differenze giuridiche che contraddistinguono ogni paese.

In principio, appare doveroso rimarcare come la struttura sia un fattore decisivo per valutare la natura del prestito, soprattutto in fase di insolvenza da parte del debitore.

Esistono due tipi di approcci: il *recourse loan* e il *non-recourse loan*.

Il primo prevede che l'ente fornitore del finanziamento abbia il diritto, in caso di mancato pagamento, di rivalersi sui beni impegnati dal cliente, soprattutto nel caso in cui il valore della garanzia non sia in grado di ricompensare la cifra erogata⁸⁸.

Solitamente questa è una prassi adottata dalle banche, che spesso, prima di attingere al bene collateralizzato, hanno convenienza a liquidare gli altri *asset* del moroso; come abbiamo visto nell'esempio di JP Morgan, inserito nel *paragrafo 2.3.1*, gli istituti bancari monetizzano con più facilità gli strumenti di natura finanziaria.

Il secondo, invece, contempla l'esistenza di una sola garanzia, ossia l'opera o la collezione, che sarà assorbita dal finanziatore, anche se il suo valore dovesse essere inferiore all'ammontare dello stanziamento.

Dopo le dovute verifiche, che conducono alla sottoscrizione di un contratto tra le due parti, l'interesse di una casa d'aste o di un istituto di credito specializzato è quello di entrare in possesso della garanzia, soprattutto perché possiedono una certa facilità di smaltimento di essa attraverso il sistema nel quale operano⁸⁹.

⁸⁸ *Ivi*: 14.

⁸⁹ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 10.

Questa condotta deriva dall'applicazione di una strategia, detta *loan-to-own*⁹⁰, che prevede di trattare con clienti a rischio fallimento, i quali molto probabilmente perderanno il possesso del loro pegno; come già spiegato, queste operazioni sono contraddistinte da prestiti a basse cifre e alti tassi d'interesse, una combinazione sufficiente per definire vantaggiosa l'acquisizione dell'opera in caso di insolvenza, dato che l'ammontare della rivendita supererà i costi del finanziamento.

I fenomeni di apprezzamento e deprezzamento di un *asset*, in primo luogo se di matrice artistica, derivano dalla sua volatilità e dalle caratteristiche del suo mercato di riferimento; approfondiremo questo punto nel corso del prossimo capitolo, riguardante i fattori di rischio legati alla natura delle opere d'arte.

2.3.3 Il rapporto *Loan-to-Value*

Il rapporto *Loan-to-Value* è uno strumento essenziale durante la fase di valutazione del rischio legato alla concessione di un finanziamento; di norma, più il suo valore è alto, più l'erogazione viene reputata rischiosa⁹¹.

Esso si ottiene dal rapporto tra l'importo del finanziamento elargito (*Mortgage Amount*) e la stima del valore del bene posto in garanzia dal prestatore (*Appraised Property Value*)⁹².

$$LTVratio = \frac{MA}{APV}$$

Ad esempio, poniamo il caso in cui esista un collezionista che intenda acquistare un nuovo pezzo per la sua raccolta, dal valore pari a 100.000€.

Egli si rivolge ad un istituto di credito specializzato in *Art Lending*, manifestando la necessità di ottenere una liquidità di 50.000€ e la disponibilità ad impegnare come garanzia il bene che sta per acquistare.

$$LTVratio = \frac{50.000}{100.000}$$

⁹⁰ Ivi: 9.

⁹¹ A. Hayes, *Loan-to-Value (LTV) Ratio: What It Is, How to Calculate, Example*, <<https://www.investopedia.com/terms/l/loantovalue.asp>> (2024).

⁹² *Ibidem*.

Il risultato è 0,5. Esso deve essere espresso come una percentuale, perciò si moltiplica per cento, ottenendo un rapporto *Loan-to-Value* pari al 50%.

Sostanzialmente, questo valore determina il livello di esposizione al rischio dei prestatori, dimostrando in che misura il loro apporto copre il costo totale; in questo esempio, l'erogazione contribuisce alla metà della spesa per acquistare l'opera.

Per l'ente erogatore è indispensabile sviluppare questa analisi: per determinare il tasso d'interessi da imputare all'operazione, che aumentano all'aumentare del rapporto, nonché per valutare le derive del ristoro in un ipotetico scenario di insolvenza.

Certamente, questo metodo è facilmente applicabile al settore immobiliare, invece, per quanto riguarda il mondo dell'arte, occorre fare i conti con la natura particolare del suo mercato, generalmente imprevedibile e contraddistinto da un'alta volatilità.

A proposito, Clare McAndrew e Rex Thompson hanno compiuto uno studio per capire se un bene artistico possa rappresentare una buona garanzia da porre all'interno di un'operazione di prestito, analizzando soprattutto il contesto economico, i prezzi di stima che influenzano le aste e la loro correlazione con la determinazione del *downside risk*, dimostrando la necessità di assumere un LTV standard pari al 50%⁹³.

Ciò premesso, nel capitolo successivo verrà sviluppato un approfondimento in merito alla valutazione della rischiosità nelle pratiche di *Art Loan*, dimostrando più concretamente l'importanza del rapporto *Loan-to-Value*.

2.3.4 Fase di due diligence

Sostanzialmente, questa potrebbe essere intesa come la fase cruciale dell'operazione, infatti attraverso la valutazione e il suo risultato, l'istituto di credito delibererà la decisione finale.

Fondamentalmente, essa consiste in un'analisi del profilo del cliente e del valore del bene per comprendere la fattibilità del processo, nonché la sua durata, i tassi da applicare e la rischiosità.

Profilazione del cliente

Indubbiamente, la profilazione del cliente richiede una profonda attenzione, ma il nostro interesse si limita a presentare brevemente il fenomeno, mostrando la sua funzionalità nel processo indagato.

⁹³ C. McAndrew, R. Thompson, *The Collateral Value of Fine Art*, <<Journal of Banking & Finance>>, 2007, Vol. 31(3).

Inizialmente, è fondamentale chiarire che costruire un *identikit* dell'acquirente sia prima di tutto un modo per tutelarlo, dato che gli enti erogatori hanno l'obbligo di proteggere i soggetti con un livello di conoscenza inferiore rispetto al mondo degli investimenti⁹⁴.

La ricerca segue dei criteri precisi, che tengono in considerazione vari aspetti caratterizzanti l'acquirente: variabili sociodemografiche, tratti individuali, profili valoriali, convinzioni e timori, conoscenze finanziarie e preferenze di portafoglio⁹⁵.

Inoltre, occorre affiancare a questa valutazione le pratiche cosiddette di *Know Your Customer* (KYC), che assicurano i distributori di credito circa le attività degli utenti, soprattutto mettendo in chiaro il livello di rischio in termini di riciclaggio di denaro e finanziamento alla criminalità.

Stima dell'opera

Come già anticipato, oltre alla disamina del collezionista è inevitabile compiere una perizia del bene posto in garanzia, con lo scopo di ricavare una stima del suo valore.

È inutile sottolineare come questo calcolo meriterebbe un'argomentazione estremamente più fitta, sia perché la letteratura relativa è decisamente abbondante, sia perché risulta essere lo strumento imprescindibile di ogni proposito che combina arte e finanza; tuttavia, ai fini della nostra ricerca è sufficiente conoscere i suoi punti chiave.

La prima asserzione è decisiva: un'opera d'arte può incarnare un valore diverso nel tempo, perché esso dipende fortemente dal periodo nel quale viene compiuta l'analisi, nonché da altri agenti esterni, come l'economia, i *trend* del mercato e il gusto del momento⁹⁶.

Inoltre, risulta emblematica anche la consapevolezza che essa sia un bene fuori dal comune, anzitutto per il fatto che, al contrario di un immobile o di un pacchetto azionario, il suo pregio non sia lapalissiano, bensì occorra necessariamente la compilazione di una stima dettagliata per accertarlo⁹⁷.

⁹⁴ Consob, *Profilatura e valutazione di adeguatezza*, <<https://www.consob.it/web/investor-education/errori-e-trappole-comportamentali>>.

⁹⁵ F. Quaranta, P. Soccorso, *Profilazione della clientela per la valutazione di adeguatezza*, in *Le evidenze dal Discussion paper della CONSOB*, Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani (Roma 2023), a cura di F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso, 2023, p.11.

⁹⁶ E. Von Habsburg, R. Goodman, *Art Appraisals in Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, Wiley, 2010, pp.30-47.

⁹⁷ *Ibidem*

Quest'ultima principia obbligatoriamente dai fattori più riconoscibili e oggettivi, ossia le caratteristiche esteriori dell'opera, l'artista che la ha prodotta e il tempo e il luogo dell'ultima vendita⁹⁸.

In particolare, ognuno di questi fattori possiede delle sottocategorie da prendere in considerazione, come mostrato dalla seguente tabella:

Caratteristiche del bene	<ul style="list-style-type: none"> - dimensioni - tema - periodo - soggetto - condizioni - provenienza
Autore	<ul style="list-style-type: none"> - reputazione - ruolo nella storia dell'arte - ruolo nel mercato dell'arte - intervallo di valutazione delle sue opere
Caratteristiche dell'ultima vendita	<ul style="list-style-type: none"> - sede - momento temporale - <i>trend</i> di mercato all'epoca

Definito ciò, si rivela doveroso aggiungere come esistano anche dei diversi motivi che fanno sorgere la necessità di calcolare la stima di un bene e, di conseguenza, anche delle differenti definizioni di valore.

Infatti, in primo luogo facciamo riferimento al cosiddetto valore di *retail replacement* (RRV), ossia l'ammontare di denaro necessario a sostituire l'oggetto posseduto con un altro di qualità simile; ipoteticamente, quest'ultimo viene acquistato nel mercato *retail*, ad esempio da una galleria, e in un tempo breve⁹⁹.

Solitamente, l'applicazione di questa misura accontenta le necessità assicurative, imputando al bene un valore certamente più elevato rispetto a quello di *fair market* (FMV), utilizzato tipicamente per la stima di un pezzo venduto all'asta¹⁰⁰; questa analisi presume l'esistenza di un compratore e un venditore, entrambi in possesso delle stesse conoscenze: durante l'incanto

⁹⁸ C. McAndrew, *Determining Art Prices: Objective and Subjective Valuations in Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, Wiley, 2010, pp.47-58.

⁹⁹ E. Von Habsburg, R. Goodman, *Art Appraisals in Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, Wiley, 2010, pp.30-47.

¹⁰⁰ *Ibidem*.

scaturirà un *hammer price* equo, ovviamente inferiore rispetto a quello proposto da un rivenditore al dettaglio.

Infine, illustriamo il valore *marketable cash* (MCV), determinato prendendo il FMV e sottraendo ad esso i costi della vendita del bene, come commissioni e costi di assicurazione, per ottenere una stima pulita, utile in situazioni simili a quella di divorzio o eredità, in cui la liquidità generata deve essere divisa¹⁰¹.

Da questa lettura emerge un'eterogeneità di visioni, influenzata dai soggetti coinvolti e dall'obiettivo della stima, che dà luogo ad un conferimento di valore mutabile, nonostante l'oggetto vagliato sia il medesimo.

Successivamente, specifichiamo l'importanza di affidare questa particolare istruttoria ad un operatore certificato¹⁰², che sarà in dovere di impiegare una delle metodologie esistenti: la più rinomata è la *comparative-market-data*.

Questo approccio suggerisce di confrontare il bene in esame con altri eseguiti dallo stesso artista, in mancanza di essi con opere dello stesso periodo, stile o prezzo, considerando il luogo di vendita e, di conseguenza, permettendo di adeguare la valutazione sul mercato attuale¹⁰³.

Inoltre, tenendo conto delle nozioni sopracitate, occorre specificare che per estrarre un FMV si prevede di prendere in esame i prezzi recenti delle vendite all'asta, mentre se la necessità risulta essere calcolare un RRV, i dati vagliati provverranno dai listini correnti offerti dalle gallerie¹⁰⁴.

In questo modo, se opere simili hanno uno storico statisticamente consistente e il mercato risulta complessivamente stabile, sarà possibile inserire la valutazione di stima all'interno di un intervallo; altrimenti, se dal confronto risulta che le medesime abbiano un'ampia variazione, nasce il bisogno di un'analisi più approfondita¹⁰⁵.

Sostanzialmente, un perito dovrà studiare le cause della discrepanza considerando una serie aggiuntiva di fattori caratterizzanti l'oggetto, sia valutando nuove variabili correlate al fenomeno, sia ponendo un'attenzione più rigorosa su certi aspetti già osservati:

Sede della vendita	Potrebbe essere diversa rispetto a quella del pubblico di riferimento legato alla produzione di un certo artista.
Tipo di vendita	L'opera potrebbe essere proposta ad un pubblico che non
Contenuto della vendita	apprezza le sue caratteristiche, per questioni geografiche o culturali.

¹⁰¹ *Ibidem*.

¹⁰² *Ibidem*.

¹⁰³ *Ibidem*.

¹⁰⁴ *Ibidem*.

¹⁰⁵ *Ibidem*.

	Nel caso in cui durante la stessa vendita fosse presente un pezzo molto prestigioso, che ha causato un <i>bias</i> , favorendo la sottostima del resto dei beni.
Prezzi di stima nel catalogo	I cataloghi delle aste presentano intervalli del prezzo stimato di un bene; dunque, se essi dovessero essere eccessivamente alti potrebbero spaventare i compratori.
Condizioni dell'opera	Danneggiamenti non riscontrati tra la documentazione consultata, emersi durante l'osservazione ravvicinata.
Composizione dell'opera	Analizzando il mercato, risulta che opere simili dello stesso artista abbiano piccole differenze che rendono alcune di esse più desiderabili di altre.
Provenienza dell'opera	Spesso pezzi provenienti da una collezione illustre, seppur siano dello stesso artista e prodotti nello stesso periodo, ottengono un <i>hammer price</i> superiore alla media.
Datazione inserita nell'opera	Questa caratteristica è molto apprezzata dai collezionisti e decreta un incremento sostanziale del valore.

2.3.5 La polizza assicurativa

Come abbiamo visto, la stipula della polizza di assicurazione è uno degli ultimi passaggi obbligatori nel processo di *Art Loan*.

La definizione di questo contratto è imprescindibile dato che, oltre a costituire uno strumento di protezione per l'opera impegnata, rappresenta una fonte di sicurezza per gli interessi dell'ente finanziatore e del collezionista.

Anche nel seguente caso, risulta necessario rilevare il valore del bene in oggetto, perciò la raccolta precedente di certificati di autenticità, *condition report* e perizie, accelererà la scelta dei termini e delle condizioni dell'accordo¹⁰⁶.

Inoltre, la compagnia assicurativa deve tenere in considerazione anche i rischi che si legano alla natura dell'opera; ad esempio, perdita, distruzione, deterioramento o furto¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Studio Effeffe. *ART INSURANCE Le Assicurazioni delle opere d'arte e il loro ruolo nelle operazioni di Art Lending*, < <https://studioeffe.com/art-insurance-le-assicurazioni-delle-opere-darte-e-il-loro-ruolo-nelle-operazioni-di-art-lending/>>.

¹⁰⁷ Studio Effeffe. *ART INSURANCE Le Assicurazioni delle opere d'arte e il loro ruolo nelle operazioni di Art Lending*, < <https://studioeffe.com/art-insurance-le-assicurazioni-delle-opere-darte-e-il-loro-ruolo-nelle-operazioni-di-art-lending/>>.

Nella pratica, esistono due piani d'indagine: il primo si rivolge al bene in quanto tale, perciò sarà necessario riunire dei dati in merito alla sua provenienza, alla documentazione che lo accompagna, al suo stato di conservazione e, come suddetto, alla sua valutazione¹⁰⁸.

Il secondo livello, invece, riguarda l'ubicazione nel quale l'oggetto è inserito, ad esempio un museo, una galleria, un deposito o un'abitazione¹⁰⁹.

In aggiunta, il contratto assicurativo si adatta alla tipologia di cliente, che può possedere interessi e caratteristiche divergenti; per questo motivo, si delinea una divisione in classi di acquirenti¹¹⁰:

Collezionista	Egli ha il puro interesse di collezionare oggetti d'arte e proteggerli da fattori di rischio.
Collezionista investitore	Egli desidera una copertura efficace soprattutto sulle specifiche più importanti del proprio investimento, in modo da evitare una svalutazione.
Professionista del mercato dell'arte	Ad esempio, musei, gallerie e mercanti, che necessitano la tutela a costi ridotti di intere collezioni, essenziali per il loro lavoro.

Naturalmente, anche nel caso di questa operazione vale la regola generale: << maggiore è il rischio, più alto sarà il costo, minore è il rischio, minore sarà il costo>>¹¹¹.

Decretato ciò, proseguiamo illustrando la tipologia di polizza più utilizzata nell'ambito *fine art*, ossia quella definita *all risks* che, come suggerisce il nome, assicura l'opera in tutti i casi possibili, al di fuori di quelli espressamente esclusi dal contratto; sottolineiamo come un pretesto simile risulti particolarmente idoneo a sfatare qualsiasi dubbio, non lasciando spazio per eventuali interpretazioni scorrette e successivi contenziosi legali¹¹².

Per completezza, specifichiamo che solitamente le garanzie escluse da questa formula sono quelle riconducibili ad eventi improbabili, quali radiazioni o atti di guerra, o a vizi intrinseci all'opera, come danni procurati da ossidazione, logorio o usura¹¹³.

¹⁰⁸ *Ibidem*.

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ *Ibidem*.

¹¹¹ *Ibidem*.

¹¹² Studio Effeffe. *ART INSURANCE Le Assicurazioni delle opere d'arte e il loro ruolo nelle operazioni di Art Lending*, < <https://studioeffe.com/art-insurance-le-assicurazioni-delle-opere-darte-e-il-loro-ruolo-nelle-operazioni-di-art-lending/>>.

¹¹³ *Ibidem*.

Ora, ci rivolgiamo al criterio della stima accettata per la determinazione del valore assicurato, una caratteristica strettamente collegata alle polizze *all risks*; esso stabilisce che un esperto valuti il bene e che la stima venga accettata dall'assicurato in sede di chiusura del contratto: in questo modo, se si dovesse verificare un sinistro il valore assicurato sarà già noto¹¹⁴.

Inoltre, questo aspetto si lega alla conseguente pratica di indennizzo, che si sviluppa in caso di danneggiamento e si articola in due fasi: il rimborso delle spese di restauro dell'opera e la compensazione del suo eventuale deprezzamento¹¹⁵.

Infine, occorre evidenziare come i beni artistici interiorizzino il bisogno di essere fruiti, perciò trasportati e prestati, che la loro circolazione risulti estremamente fragile, ma quanto mai necessaria; a questo proposito, esistono delle assicurazioni specialistiche che tutelano lo spostamento delle opere, in particolare verso le sedi di musei, mostre, fiere ed altri eventi culturali.

Per giunta, nelle operazioni di prestito la valutazione del rischio appare ancora più stringente, dato che deve soddisfare tre criteri successivi: le referenze dell'organizzatore, il luogo e le tutele che garantisce e l'esperienza del trasportatore¹¹⁶.

Dopodiché, l'assicurazione dell'opera in prestito è a favore del suo proprietario, che beneficerà della copertura in caso di sinistro; invece, le spese saranno sostenute dall'organizzatore, in diritto di negoziare i termini ma obbligato ad accogliere i reclami di inadeguatezza avanzati dal collezionista¹¹⁷.

Il ruolo delle assicurazioni nelle operazioni di Art Lending

Facendo riferimento alle operazioni di *Art Lending*, possiamo percepire che i rischi più minacciosi siano quelli legati al danneggiamento o alla perdita del bene posto in garanzia, nonché quelli in grado di alterare negativamente il valore del medesimo¹¹⁸.

In questo caso, la copertura sarà a favore del creditore, ossia l'istituto che eroga il finanziamento, che sosterrà i costi di conservazione e assicurazione dell'opera¹¹⁹.

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ *Ibidem*.

¹¹⁸ Studio Effeffe. *ART INSURANCE Le Assicurazioni delle opere d'arte e il loro ruolo nelle operazioni di Art Lending*, < <https://studioeffe.com/art-insurance-le-assicurazioni-delle-opere-darte-e-il-loro-ruolo-nelle-operazioni-di-art-lending/>>.

¹¹⁹ *Ibidem*.

Un aspetto interessante, che verrà approfondito all'interno del quinto capitolo, è connesso alla possibilità di contenere le spese sopracitate attraverso diverse attività di valorizzazione, come il prestito della garanzia presso esposizioni o istituzioni museali¹²⁰.

Questo, oltre che rappresentare un potenziale flusso di reddito per l'ente erogatore, contribuirebbe in maniera sostanziale alla crescita della notorietà dell'opera e di un conseguente aumento del suo valore.

2.4 I vantaggi

Nonostante, come vedremo, il mondo dell'*Art Loan* sia costellato di criticità e punti di domanda, occorre non sottovalutare i possibili benefici e le sicurezze di cui erogatori e acquirenti possono godere.

Vantaggi per il cliente

A questo punto, sorge spontaneo chiedersi quali siano i vantaggi ricercati dai collezionisti decisi a vincolare i propri beni all'interno di un'operazione di *Art Lending*, dato che un eventuale incapacità di restituzione dell'erogazione comporterebbe la perdita concreta della proprietà del medesimo.

In particolare, possono essere designati tre scopi principali, che accontentano diversi interessi e si articolano in altrettanti modelli di operazione.

Il primo, definito "*additional capital*", asseconda la volontà più sincera del raccoglitore di opere artistiche, ossia quella di ottenere nuovi pezzi per la propria collezione¹²¹; perciò, la liquidità ottenuta verrà destinata alla finalizzazione di nuove acquisizioni.

Il secondo caso è quello detto "*liquidity*", che identifica un'iniziativa di monetizzazione di un'opera presente nel portafoglio del cliente, col fine di reinvestire l'ammontare ottenuto in altre operazioni finanziarie¹²².

Questa scelta appare interessante, poiché evidenzia un potenziale generalmente inespresso dei beni artistici, ossia quello di poter rappresentare una risorsa da sfruttare per finanziare un progetto parallelo e dal carattere differente.

L'ultimo esempio, ovvero il cosiddetto "*bridge-to-sale*", identifica l'anticipazione di una parte della somma che maturerà per intero in seguito ad una vendita futura del bene¹²³.

¹²⁰ *Ibidem*.

¹²¹ A. Negri Clementi, Che cos'è l'Art Lending? E perché se ne parla?, <<WeWealth>>, 2021, pp.1-5: 3.

¹²² *Ibidem*.

¹²³ *Ibidem*.

È un concetto già introdotto negli scorsi paragrafi, commentando il comportamento perpetrato dalle case d'aste, che in fase di contrattazione con il collezionista si riservano il diritto della futura vendita della garanzia.

Solitamente, questa opzione è abbracciata dagli individui che necessitano di liquidità con particolare urgenza, senza lo scopo di valorizzare la propria raccolta o supportare nuovi scenari di rendita.

Vantaggi per i finanziatori

Certamente, anche i soggetti responsabili dell'erogazione possiedono un insieme di benefici conseguenti all'operazione.

Invero, risulta necessario segnalare la possibilità di irrobustire la relazione con la nicchia di clienti che desidera finalizzare questo tipo di procedimento¹²⁴.

In particolar modo, facendo riferimento agli istituti bancari, ci accorgiamo che il loro ricavo si basa sulle commissioni applicate al finanziamento stanziato: ne consegue che, se essi possiedono una lista preventiva di profili da servire avversi all'insolvenza, il credito stabilito possa rappresentare un'opportunità per incrementare la bontà del legame che si stabilisce tra le due parti.

Soprattutto, in un contesto povero di alternative, le realtà disposte ad agevolare il processo di *Art Lending* otterranno una qualifica di esclusività da parte degli acquirenti, nonché la riconoscenza necessaria per dimostrare la varietà dei propri prodotti e il prestigio di una gestione patrimoniale cucita su misura sulle richieste avanzate dai consumatori.

Inoltre, come menzionato in precedenza, uno dei vantaggi scaturiti riguarda senz'altro l'attività intrinseca perseguita dalle case d'aste, che in fase di accordo con il collezionista stipulano un diritto di vendita futura sull'opera collateralizzata¹²⁵; si consuma a tutti gli effetti un collegamento tra due operazioni, quella di erogazione e quella di cessione, che rappresenta uno dei punti cardine per il *business* di queste organizzazioni.

Già dal 2013, Sotheby's dichiarava che il 10% delle vendite finalizzate nell'ultimo lustro provenivano da questo modello di gestione¹²⁶, designando una condotta efficace da applicare negli anni seguenti.

¹²⁴ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 19.

¹²⁵ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 20.

¹²⁶ S.D. Brodie, *The Risk Calculus of Art Loans: Lending Against Value in an Extraordinary Market*, <<Art & Advocacy>>, 2012, pp.1-3.

L'ultimo punto riguarda la strategia "*loan-to-own*", che, come abbiamo visto, prevede di assecondare i bisogni di clienti inclini al dissesto economico, con l'obiettivo di entrare in possesso del bene impegnato.

Questo scenario intuisce l'opportunità di conseguire un ricavo sostanziale, che deriverebbe dalla differenza tra i proventi netti dedotti della vendita dell'opera e l'importo del prestito deliberato, che potrebbe essere ulteriormente alleggerito dal capitale o dagli interessi restituiti prima del *default*¹²⁷.

2.5 Un quadro di Guttuso messo all'asta in un mercato, fa il piano quinquennale del peccato

Il titolo del paragrafo rimanda ad una strofa cantata da Rino Gaetano nella canzone "Ad 4000 D.C.", riferita alla mercificazione dell'arte e alla prostituzione dei suoi intenti originali.

Infatti, i metodi introdotti nel corso del primo capitolo, nonché la descrizione appena conclusa della pratica protagonista di questa disamina, potrebbero aver instillato una certa dose di scetticismo nella mente dell'interlocutore.

A questo proposito, una fitta letteratura si è occupata del rapporto tra l'arte, in senso lato, e la finanza, intesa come la ricerca delle risorse utile allo sviluppo dell'industria culturale.

Ebbene, esistono opinioni conservative, che giudicano questo accostamento come un sacrilegio, ma anche posizioni assai più moderate, interessate allo sviluppo innovativo e all'evoluzione dei mezzi utilizzati.

La numerosità delle fazioni e lo spessore delle argomentazioni evidenziano la complessità del problema, che verosimilmente non ha una reale soluzione, né tantomeno delle risposte semplici, come molte personalità immerse nel mondo culturale vorrebbero farci credere.

L'applicazione di modelli economici ai sistemi di progresso artistico è un processo recente, certamente sperimentale, per certi versi controverso; eppure, la combinazione tra questi due universi potrebbe arrecare benefici essenziali per la sopravvivenza del patrimonio culturale, ma necessita di tempo e fiducia.

L'obiettivo di questa ricerca è quello di descrivere le capacità che qualificano lo strumento di *Art Lending*, ma la volontà sottintesa è quella di svolgere una descrizione leale, in grado di far emergere i giovamenti offerti dai mezzi innovativi e di sottolineare i tratti problematici incorporati dai medesimi.

¹²⁷ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 21.

Capitolo 3: Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending

Nel seguente capitolo saranno resi noti i fattori di rischio legati alle operazioni di *Art Lending*, ossia le variabili che sino ad ora hanno limitato e rallentato la sua diffusione.

Esse rappresentano un pericolo per la buona riuscita del procedimento; perciò, la ricerca di soluzioni preventive risiede tra gli interessi principali di prestatori e collezionisti.

In particolare, la presente sezione tratterà i rischi congiunti alla natura del bene (3.1.1), al mercato dell'arte (3.1.2), alla stima della garanzia (3.1.3) e all'ambito legale che cura la materia dei beni culturali (3.1.5).

Inoltre, il paragrafo 3.1.4 ospita un approfondimento a proposito del già citato rapporto *Loan-to-Value*, che rappresenta un calcolo fondamentale nell'ambito della concessione di un prestito artistico.

3.1 Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending

Questa sezione si impegna nel delineare un quadro complessivo dei rischi legati alle operazioni di *Art Loan*, attraverso la disamina di quattro discriminanti fondamentali: la natura del bene, il mercato di riferimento, la stima dell'oggetto e l'ambito legale nel quale vengono collocate.

Di conseguenza, ad ognuno di questi ambiti viene associata una catena di criticità, che influisce profondamente sulle scelte dei protagonisti e sullo sviluppo della manovra finanziaria.

Natura del bene	- Furto
	- Falsificazione
	- Danneggiamento
Mercato di riferimento	- Scarsa liquidità
	- Alta volatilità
Stima dell'oggetto	- Valore commerciale
	- Valore Sociale
	- Valore Individuale
Ambito legale	- Regolamento
	- Documentazione

La tabella enuncia schematicamente i punti che saranno sviscerati in maniera più accurata nel corso dei prossimi paragrafi, anticipando la numerosità dei casi rischiosi che coinvolgono l'attività posta in analisi.

Inoltre, un approfondimento particolare sarà dedicato alla questione riguardante il rapporto *Loan-to-Value*, che prenderà in esempio il confronto tra settore artistico e immobiliare, nonché lo studio della loro reazione rispetto all'andamento del mercato azionario americano.

3.1.1 Rischi legati alla natura del bene

Come ripetuto diverse volte, quelli artistici sono dei beni particolari, caratterizzati da alcune proprietà intrinseche che li rendono unici e diversi da qualsiasi altro *asset* presente sul mercato. Questi connotati potrebbero rappresentare un valore aggiunto, ad esempio quello dell'esclusività, dato che non esiste un'opera uguale ad un'altra, ma contemporaneamente un coefficiente di rischio.

Naturalmente, l'attenzione di questa sezione non sarà diretta agli aspetti positivi, poiché, ai fini della ricerca, risulta più funzionale l'approfondimento dei motivi che scatenano la titubanza dilagante tra i finanziatori.

In principio, occorre sottolineare come un oggetto artistico, generalmente, offra un basso grado di garanzia, soprattutto a causa della sua natura materiale.

Partendo da questo presupposto, capiamo facilmente che, rispetto ai classici prodotti finanziari, un'opera può essere rubata, falsificata, danneggiata¹²⁸; d'altra parte, pericoli simili si configurano come conseguenza alla sua qualità di essere mobile, perciò in grado di essere spostata.

Come appreso nello scorso capitolo, esistono dei contratti di assicurazione destinati a proteggere i beni dai danni conseguenti ad un suo trasferimento fisico, ma ipotizzare una copertura rispetto ad altre fonti di svalutazione risulta più complicato¹²⁹.

Ad esempio, immaginiamo che un'opera venga stimata da un esperto in materia, ma che dopo un certo periodo occorra rivalutarla e si decreti un errore di valutazione, perché essa viene ritenuta falsificata: un caso analogo presenta delle complicazioni assolutamente *sui generis*.

¹²⁸ S.D. Brodie, *The Risk Calculus of Art Loans: Lending Against Value in an Extraordinary Market*, <<Art & Advocacy>>, 2012, pp.1-3: 1.

¹²⁹ *Ibidem*.

Dunque, il primo ostacolo per facilitare la pratica di *Art Lending* risiede proprio nelle caratteristiche del bene collateralizzato, inconsuete rispetto a quelle trattate abitualmente dagli istituti di credito.

Infatti, come osservato in precedenza, non è un caso se all'estero gli organismi più attivi nel settore siano le case d'aste, ossia realtà in grado di gestire materialmente le opere, nonché in grado di aggiudicare internamente una loro stima e un certificato di autenticità.

Inoltre, uno dei principali problemi è la conservazione dell'oggetto impegnato, anzitutto nel caso in cui l'istituzione che eroga il finanziamento non possieda gli strumenti per garantirla; in particolare, sappiamo che paesi come gli Stati Uniti hanno risolto questo intralcio consentendo al mutuatario di mantenere la detenzione del bene¹³⁰, ma che in Italia la questione è complicata dall'obbligo di spossessamento nelle operazioni di pegno.

Infine, certamente è possibile assicurare l'opera posta in garanzia, bensì risulta obbligatoria per contrastare i rischi legati al furto, al deterioramento o alla scomparsa, ma è necessario ricordare come questa dinamica appesantisca abbondantemente i costi dell'operazione, rendendola meno appetibile agli occhi del prestatore.

3.1.2 Rischi legati al mercato di riferimento

Il mercato dell'arte è noto per una serie di caratteristiche positive, che lo rendono unico nel suo genere, nonché per tante altre sfavorevoli, che lo identificano come un settore ricco di rischi e altamente instabile.

La principale piaga di questo sistema è il grado di trasparenza, ritenuto generalmente basso, costituito da trattative non sempre legittime, cifre dispendiose e un nucleo di acquirenti ristretto che produce gli scambi.

In particolare, esso viene spesso definito opaco¹³¹, accusato di subire delle manipolazioni finanziarie utili ad alterare il valore reale degli oggetti commerciati; purtroppo, oggi appare quasi manifesta l'esistenza di una catena che lega grandi venditori, grandi case d'aste, grandi musei a grandi interessi economici, spesso regolati attraverso accurate strategie di *marketing*¹³².

Naturalmente, questi atti criminali non sono gli unici aspetti che addensano la foschia che ricopre il mercato dell'arte, bensì occorre precisare come la maggior parte delle criticità

¹³⁰ S.D. Brodie, *The Risk Calculus of Art Loans: Lending Against Value in an Extraordinary Market*, <<Art & Advocacy>>, 2012, pp.1-3: 1.

¹³¹ *Ivi*: 2.

¹³² *Ibidem*.

scaturiscano da una legislazione confusa e disomogenea a livello globale¹³³; infatti, il tema sarà approfondito nel corso del *paragrafo 3.1.5*.

Assodato ciò, risulta doveroso segnalare la presenza di ulteriori aspetti, questa volta di natura tecnica che, certamente influenzati dall'opacità dell'apparato, collaborano a rendere il settore analizzato scarsamente attraente.

Scarsa liquidità

Tradizionalmente i beni artistici sono riconosciuti come scarsamente liquidi, ossia che in condizioni normali è mediamente ostico convertire in denaro il loro valore.

Lo scambio di oggetti simili è complicato dalla scarsa presenza di luoghi dove avvengono le trattative, nonché da una cerchia ristretta di soggetti interessati e, soprattutto, dall'incerta stima con cui essi vengono presentati sul mercato; inoltre, ricordiamo il prezzo elevato delle transazioni, che possono raggiungere un intervallo compreso tra il 20% e il 30% della vendita¹³⁴.

Artprice, società *leader* nel settore dell'informazione riguardante il mercato dell'arte¹³⁵, ritiene che il fattore preponderante nel calcolo della liquidità sia l'inclinazione dell'equilibrio esistente tra l'offerta e la domanda coinvolte nello scambio di una certa opera¹³⁶.

Pertanto, essa sviluppa quattro profili, che identificano la natura dell'oggetto e il conseguente grado di liquidità ipotizzato: i grandi maestri, gli artisti *blue-chip*, gli artisti locali e quelli riservati¹³⁷.

Grandi maestri	offerta molto limitata e una richiesta estremamente elevata.
Artisti blue-chip	Offerta regolare e domanda elevata.
Artisti locali	Offerta abbondante e domanda limitata.
Artisti riservati¹³⁸	Offerta limitata e domanda limitata.

¹³³ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 101.

¹³⁴ <https://www.prnewswire.com/it/comunicati-stampa/artmarketcom-valutare-la-liquidita-delle-opere-darte-con-gli-strumenti-artprice-parte-1-di-2-301740524.html>

¹³⁵ <https://it.artprice.com/info>

¹³⁶ <https://www.prnewswire.com/it/comunicati-stampa/artmarketcom-valutare-la-liquidita-delle-opere-darte-con-gli-strumenti-artprice-parte-1-di-2-301740524.html>

¹³⁷ <https://www.prnewswire.com/it/comunicati-stampa/artmarketcom-valutare-la-liquidita-delle-opere-darte-con-gli-strumenti-artprice-parte-1-di-2-301740524.html>

¹³⁸ Artisti che hanno prodotto opere con poche apparizioni durante le aste.

Seppur questa sia un'analisi riassuntiva, per certi versi riduttiva, collabora a fornire una traccia da seguire per sviluppare una schedatura riportante dei macro-gruppi ben distinguibili tra loro, utile per avviare il processo di calcolo del grado di convertibilità di un bene esaminato¹³⁹.

Alta volatilità

Un altro fattore critico legato al mercato dell'arte è quello rappresentato dalla sua volatilità, che risulta sensibilmente alta in confronto alla media registrata dagli *asset* tradizionali.

Specificatamente, essa misura << l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività finanziaria¹⁴⁰>>; perciò, al suo crescere aumenta la probabilità che le prestazioni siano molto elevate o molto ridotte, constatando una situazione di profonda insicurezza¹⁴¹.

A livello matematico, ci riferiamo alla distanza in percentuale dal valore medio del prezzo, ossia all'oscillazione che il valore di un certo bene subisce quando viene scambiato nel mercato.

Nel caso delle opere d'arte, gli scarti registrati¹⁴² sono particolarmente consistenti, soprattutto a causa della scarsa regolamentazione che domina il settore e dell'approccio speculativo che si sviluppa al suo interno.

Certamente, un'analisi del genere meriterebbe un approfondimento riservato, ma al fine di questa ricerca è sufficiente comprendere l'instabilità che contraddistingue le operazioni collegate al mondo dell'arte, col fine di giustificare la titubanza con la quale esse vengono trattate da investitori e prestatori di credito.

Per chiarire, la figura 12 mostra l'andamento registrato dalle vendite delle opere di Felice Casorati¹⁴³ (figura 13), registrate nell'ultimo ventennio; anche evitando qualsiasi accenno di tecnicismo, ci si può accorgere delle fluttuazioni instabili del loro valore, che cambia la sua rotta repentinamente, passando da alti picchi d'interesse a risultati modesti l'anno seguente.

Paradossalmente, sono proprio gli stessi fattori di rischio a influenzare gli aspetti del mercato che attraggono continuamente nuovi consumatori.

I prezzi record registrati durante le aste, che smuovono l'opinione del grande pubblico e ottengono un'ampia risonanza, sono il principale motore di spinta per i nuovi entranti, dato che

¹³⁹ <https://www.prnewswire.com/it/comunicati-stampa/artmarketcom-valutare-la-liquidita-delle-opere-darte-con-gli-strumenti-artprice-parte-1-di-2-301740524.html>

¹⁴⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html#:~:text=La%20volatilit%C3%A0%20misura%20l'incertezza,o%20di%20una%20attivita%C3%A0%20finanziaria.>

¹⁴¹ *Ibidem*.

¹⁴² Distanza percentuale rispetto al prezzo medio.

¹⁴³ Pittore e scenografo del Novecento italiano.

idealizzano l'arte come un investimento dal quale è possibile ottenere grandi margini di guadagno¹⁴⁴.

Probabilmente, se le oscillazioni fossero più contenute e il sistema fosse meno opaco, le stesse transazioni non sarebbero così elevate e, di conseguenza, il loro potere seduttivo risulterebbe estremamente inferiore.

3.1.3 Rischi legati alla stima del bene

Nello scorso capitolo è stata affrontata la tematica legata alla stima del bene, illustrando quali siano le pratiche più diffuse, sottolineando come un ambito del genere sia estremamente articolato e complicato da inquadrare nei limiti di questa ricerca.

Nonostante ciò, allo scopo di svolgere un'analisi esaustiva in merito ai rischi legati alla pratica di *Art Lending*, occorre prendere in considerazione nuovamente questo tipo di valutazione del bene, evidenziando ancora una volta il suo contributo essenziale nel processo di finanziamento. Attraverso una buona fase di stima l'oggetto impegnato ottiene un valore, riconosciuto e accettato dalle due parti; essa, rappresenta un'istruttoria fondamentale per il successivo calcolo della somma erogabile, ma il grado di rischio è alto: ogni errore di valutazione può comportare il collasso dell'intero *iter*.

In primo luogo, l'*expertise* prende in considerazione i tratti intrinseci dell'oggetto, ad esempio le sue condizioni, la provenienza, il significato dell'artista nella storia, nonché il suo legame con il mercato, rilevabile attraverso la consultazione di serie storiche riportanti i prezzi, le opere simili e le vendite registrate in precedenza¹⁴⁵.

Oggi esistono *database* consistenti e reperibili pubblicamente, che costituiscono uno strumento chiave per gli istituti di credito; essi contribuiscono a diminuire il vantaggio competitivo assunto dalle case d'aste, ma sono ancora incapaci di rendere i risultati oggettivamente considerabili¹⁴⁶.

Infatti, la stima di un'opera d'arte deve considerare tre valori: commerciale, sociale e individuale¹⁴⁷.

¹⁴⁴ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 100.

¹⁴⁵ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 15.

¹⁴⁶ *Ivi*: 16.

¹⁴⁷ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 105.

Per quanto riguarda il primo aspetto esistono delle misurazioni, come visto in precedenza, utili a calcolare la loro incidenza sulla disamina totale dell'oggetto, come il metodo delle vendite comparate.

Invece, il cosiddetto *social value* ha una risonanza instabile, che si modifica in linea all'evoluzione della cultura e segue il suo andamento.

Questo parametro è correlato ad un particolare significato affibbiato all'arte, non riconducibile all'estrazione di liquidità, bensì al ruolo di simboleggiare l'identità di un certo gruppo di persone, di un territorio e di un periodo: una serie di connotati che mutano nel tempo e influenzano anche il valore delle opere¹⁴⁸.

Infine, la caratteristica più imprevedibile è quella individuale, che ha una genesi assolutamente soggettiva, basata sul rapporto tra l'opera e il soggetto che la contempla, nonché sull'eventuale appagamento che ne scaturisce.

Invero, gli economisti hanno definito questo tipo di *asset* attraverso il termine *aesthetic dividend*¹⁴⁹, dato che rispetto ad un pacchetto azionario esso può essere investito dalla: << possibilità di godere del pezzo artistico in via del tutto soggettiva, fruibile, il piacere di usufruirne in via individuale oppure condivisa, attraverso eventuali esposizioni>>¹⁵⁰.

Da questa analisi emerge l'esistenza di variabili legate all'esperienza individuale dei consumatori, caratterizzate da uno sviluppo quasi impossibile da comprendere a priori, soprattutto nel caso di prodotti contemporanei, che raramente sono inseriti in *database* solidi, non si legano ad alcuna tradizione storicamente influente, ma possono ottenere enormi margini di crescita di valore grazie al desiderio specifico dei collezionisti.

Nonostante queste difficoltà, l'ente che eroga il credito ha l'onere di conoscere il vero valore della garanzia inserita nell'operazione, soprattutto si aspetta che esso non diminuisca nel tempo, perché costituirebbe un motivo di perdita in caso di insolvenza da parte del cliente¹⁵¹.

Effettivamente, oltre al giudizio attuale, risulta impellente prevedere l'entità del valore che il bene, verosimilmente, rappresenterà alla scadenza del periodo di finanziamento,

Il problema principale risiede nel repentino cambiamento del valore associato all'opera d'arte, che subisce le fluttuazioni del mercato, condizionate anche dai fattori non oggettivi, come i già

¹⁴⁸ *Ibidem*.

¹⁴⁹ *Ivi*:109.

¹⁵⁰ <https://www.we-wealth.com/news/il-dividendo-estetico-investire-nel-mercato-dellarte#:~:text=Emerge%20sicuramente%20l'aspetto%20legato,oppure%20condivisa%2C%20attraverso%20eventuali%20esposizioni.>

¹⁵¹ S.D. Brodie, *The Risk Calculus of Art Loans: Lending Against Value in an Extraordinary Market*, <<Art & Advocacy>>, 2012, pp.1-3: 2.

citati gusti dei collezionisti, l'andamento del contesto culturale, la moda o le manipolazioni finanziarie¹⁵².

Di conseguenza, per contrastare i danni che potrebbe causare una stima scorretta, le operazioni di *Art Lending* vengono finalizzate seguendo precisi accorgimenti: una durata media breve, tra i due e i tre anni, un rapporto LTV basso, che si aggira tra il 40% e il 50%, dei tassi d'interesse alti, mediamente nell'intervallo 15-25%¹⁵³e, soprattutto, l'asservimento ad una nicchia di mercato che coinvolge soggetti altamente facoltosi.

A riguardo, il prossimo sottocapitolo si occuperà di scandagliare le questioni connesse al calcolo del rapporto *Loan-to-Value*, in quanto strumento essenziale nel processo di erogazione del credito.

3.1.4 *Loan-to-Value Ratio e fattori di rischio*

Uno studio americano del 2023, condotto da Bennett J. Blake¹⁵⁴, mette a confronto il mercato dell'arte e quello immobiliare con l'obiettivo di spiegare il motivo sottostante all'assegnazione generale di un rapporto *Loan-to-Value* inferiore ai finanziamenti che riguardano il primo.

Questo esempio è utile alla nostra ricerca poiché delinea in maniera chiara come i fattori irrazionali, citati precedentemente, influenzino le decisioni degli istituti di credito.

Infatti, come riporta la figura 10, la deviazione standard che fa riferimento ai mercati dell'arte risulta mediamente inferiore rispetto a quella legata all'indice NAREIT¹⁵⁵ (National Association of Real Estate Investment Trusts Residential); in poche parole, questa evidenza suggerisce come la volatilità associata agli indici AMR¹⁵⁶ (Art Market Research) sia più bassa rispetto alla seconda.

Il rapporto LTV si ottiene dividendo l'importo del finanziamento elargito per la stima del valore del bene, mostrando in valori percentuali il livello di esposizione al rischio dei prestatori¹⁵⁷.

Dunque, un *asset* dalla volatilità inferiore, perciò con un andamento più stabile, come mai ha un rapporto standard più basso di uno valutato più rischioso¹⁵⁸?

¹⁵² *Ibidem*.

¹⁵³ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 111.

¹⁵⁴ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35.

¹⁵⁵ Indice che misura le rendite nette associate al mercato *real estate* residenziale.

¹⁵⁶ Indici che fanno riferimento al mercato dell'arte.

¹⁵⁷ A. Hayes, *Loan-to-Value (LTV) Ratio: What It Is, How to Calculate, Example*, <<https://www.investopedia.com/terms/l/loantovalue.asp>> (2024).

¹⁵⁸ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate*

Prima di compiere la lettura dei risultati occorre presentare due precisazioni fondamentali, che condizionano obbligatoriamente le conclusioni ottenute.

La prima riguarda i beni artistici, verso i quali gli istituti di credito riversano un basso livello di fiducia, soprattutto perché difficilmente il singolo pezzo può esprimere la performance totale colta dall'indice, a causa della scarsità delle vendite registrate per esso: lo scambio di un'opera d'arte è un'operazione rara, per questa ragione lo storico analizzabile è fortemente limitato¹⁵⁹.

La seconda, invece, fa riferimento ad una caratteristica del mercato immobiliare, che generalmente possiede degli strumenti di sicurezza più efficaci, sviluppati per ridurre il rischio rappresentato dall'insolvenza del mutuatario¹⁶⁰.

Dunque, per queste ragioni, l'erogatore del credito, a priori, preferisce un finanziamento *real estate*, dato che, attualmente, questo settore occupa una posizione di mercato più solida.

Certamente, come vedremo nelle prossime righe, esistono ulteriori cause, che prendono in considerazione il comportamento assunto da questi indici rispetto alle fluttuazioni del mercato azionario.

Sensibilità rispetto al mercato azionario

I risultati della ricerca rilevano che gli indici AMR tendono ad essere negativamente sensibili agli indici che riflettono l'andamento dei mercati azionari, mentre quello NAREIT dimostra una forte sensibilità positiva¹⁶¹.

Come si osserva nella figura 11, la colonna β mostra il comportamento di ART100 e Contemporary Art 100 rispetto alla variabile rappresentata dall'indice NASDAQ, nonché di NAREIT in relazione alla medesima; in questo modo, si chiarisce la natura dei dati utilizzati e la consistenza dell'affermazione riportata in apertura.

La sensibilità negativa degli indici AMR rispetto al mercato azionario risulta essere un ostacolo per un istituto bancario, dato che questi enti basano le proprie previsioni sul comportamento di esso.

In sostanza, questo *trend* degli *asset* artistici rende ostica la compilazione delle predizioni sul futuro, perciò il processo di *hedging*¹⁶² appare notevolmente più insidioso, incoraggiando lo scetticismo dei prestatori¹⁶³.

Lending Markets, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35: 13.

¹⁵⁹ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35: 14.

¹⁶⁰ *Ibidem*.

¹⁶¹ *Ivi*: 16.

¹⁶² Copertura del rischio.

¹⁶³ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate*

Di conseguenza, un finanziamento afferente al mercato immobiliare è generalmente preferito, poiché la copertura del rischio è calcolabile in maniera più efficace, dato che il suddetto settore ha una sensibilità più alta rispetto all'andamento degli indici azionari¹⁶⁴.

Ciononostante, la difficoltà nel definire il rischio derivato è parzialmente compensata da altri accorgimenti, tra cui l'analisi del profilo del cliente, la richiesta dell'impegno di almeno cinque opere e, appunto, l'impostazione di un rapporto LTV corrispondente al 50%, valido a limitare l'esposizione del creditore alla metà del valore stimato dell'oggetto posto in garanzia¹⁶⁵.

Rischi specifici

Inoltre, nella medesima analisi viene sottolineata l'incidenza dell'errore casuale nel computo dei risultati, ossia all'insieme dei fenomeni aleatori che alterano la lettura precisa dei dati.

Viene dimostrato come, rispetto al *real estate*, AMR registri un livello di errore più alto, poiché i disturbi che corrompono la correttezza dell'indagine provengono da fattori intrinseci al mercato artistico¹⁶⁶; come riportato in precedenza, essi sono caratterizzati principalmente da rischi di liquidità, autenticità e proprietà¹⁶⁷, nonché da agenti irrazionali, quali mutamenti nel campo di moda e cultura¹⁶⁸.

Naturalmente, una lettura adulterata comporta un livello di rischiosità maggiore, dato che la stima sull'andamento futuro viene fortemente influenzata da eventi difficilmente processabili. Infine, ci si potrebbe chiedere come mai un istituto di credito preferisca imporre un rapporto LTV ridotto, piuttosto che, visto l'elevato grado di rischio, caricare l'operazione di alti tassi d'interesse; d'altronde, molte case d'aste e altrettanti istituti di credito specializzati agiscono già in questa maniera¹⁶⁹.

La risposta risiede nella filosofia di una banca che, generalmente, è quella di costruire un rapporto solido con il cliente, perciò, in linea teorica, per questi soggetti appare più fruttuoso concedere finanziamenti sostanziali e stimolare una naturale estinzione del debito, piuttosto che appesantire l'operazione di ulteriori spese¹⁷⁰.

Lending Markets, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35: 16.

¹⁶⁴ *Ivi*: 17.

¹⁶⁵ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35: 17.

¹⁶⁶ *Ivi*: 18.

¹⁶⁷ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35: 19.

¹⁶⁸ S.D. Brodie, *The Risk Calculus of Art Loans: Lending Against Value in an Extraordinary Market*, <<Art & Advocacy>>, 2012, pp.1-3: 1.

¹⁶⁹ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 10.

¹⁷⁰ B. Bennett, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate*

3.1.5 Fattori critici legati all'ambito legale

Come ultima istanza, appare doveroso segnalare le criticità collegate all'aspetto legale dell'operazione analizzata.

Il primo tema concerne la regolamentazione sottostante alle procedure di *Art Lending*, particolarmente spigoloso, dato che non esistono delle norme internazionali condivise e uniformi¹⁷¹; in particolare, questa mancanza contribuisce a rendere il mercato difficile da espandere e poco democratico¹⁷².

Ogni paese ha delle regole diverse, perciò la competizione non è equa e i soggetti coinvolti, prestatori e collezionisti, vedono le loro azioni limitate ad una certa area geografica, perché la potenzialità dei servizi transnazionali è compromessa dall'assenza di uno standard diffuso.

Esistono degli esempi a riguardo, diventati portavoce autentici delle controversie che scaturiscono da questa problematica.

Nel 2008 lo stato olandese acquista da un collezionista privato, Louis Reijtenbagh, un'opera dipinta da Berckheyde, da collocare all'interno del Rijksmuseum di Amsterdam¹⁷³.

Però, il venditore omette che il medesimo bene figura come garanzia per un prestito erogato a suo favore dalla banca americana J.P. Morgan Chase, che in fase di contratto, dato che la legislazione statunitense lo permette, non ha disposto l'obbligo di spossessamento¹⁷⁴.

In seguito al *default* di Reijtenbagh, l'istituto bancario vuole esercitare il proprio diritto ad entrare in possesso dell'oggetto collateralizzato per assorbire l'insolvenza, ma lo stato olandese si oppone, rendendo nota la legittima proprietà del medesimo.

Infine, la legge ha riconosciuto la ragione all'Olanda, siccome non esisteva un contratto indicante l'esistenza dell'opera come garanzia per l'operazione di finanziamento¹⁷⁵.

Questo caso evidenzia almeno tre punti critici congiunti alla sfera legale gravitante attorno alle operazioni di *Art Lending*: la già citata inesistenza di un regolamento omogeneo, l'importanza rappresentata dalla documentazione pertinente al processo e la gestione del *flight risk*.

Documentazione

Lending Markets, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023, pp.1-35: 18.

¹⁷¹ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 101.

¹⁷² *Ibidem*.

¹⁷³ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 116.

¹⁷⁴ *Ivi*: 117.

¹⁷⁵ *Ibidem*.

Come visto in precedenza, l'esistenza di una documentazione chiara, utile a presentare un profilo contrattuale preciso della manovra finanziaria, risulta notevolmente significativa.

Consultando nuovamente l'esempio Usa, possiamo identificare un tentativo di stabilire delle regole trasparenti e standardizzate, soprattutto in seguito alla condotta deprecabile di certe gallerie d'arte, decretate colpevoli di aver utilizzato certi beni impegnati per saldare i propri debiti¹⁷⁶.

Invero, alla fine degli anni Novanta, l'Uniform Commercial Code¹⁷⁷ elargisce una serie di disposizioni per risolvere il problema e rendere "*consignor friendly*" questi particolari fornitori di credito¹⁷⁸.

Nonostante ciò, strumenti simili risultano ancora circoscritti e limitati, dato che la loro efficacia è fortemente compromessa dalla mancanza di un registro internazionale che tracci tutte le opere d'arte impegnate in un'operazione di prestito¹⁷⁹.

Infatti, come suggerito nell'articolo <<*Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*>>, la soluzione ideale sarebbe quella di costituire un *database* ampiamente riconosciuto, che fornisca l'archivio delle opere, nonché la loro identificazione tecnica, con l'obiettivo di rendere il processo di *Art Loan* trasparente; in particolare, la proposta prevedrebbe una fase di identificazione del bene, comprendente un titolo di proprietà valido, che aumenterebbe notevolmente la sicurezza percepita delle parti coinvolte¹⁸⁰.

Flight Risk

Se un'iniziativa come quella sopracitata fosse applicata alla realtà, anche un fattore come il *flight risk* potrebbe essere arginato più facilmente.

Esso fa riferimento alla criticità rappresentata dalla natura mobile delle opere d'arte, che le rende facilmente trasportabili; di conseguenza, risulta particolarmente semplice perfezionare un loro spostamento illecito¹⁸¹.

¹⁷⁶ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 114.

¹⁷⁷ Codice giuridico che ha l'obiettivo di rendere omogenee le leggi sul commercio statunitense.

¹⁷⁸ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 114.

¹⁷⁹ *Ivi*: 116.

¹⁸⁰ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 120.

¹⁸¹ K.H. Chan, *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014, pp.1-66: 16.

Esse, come poc'anzi segnalato, corrono il rischio di essere vendute dall'ente finanziatore senza il consenso del collezionista che le ha impegnate, bensì, come nel caso Reijtenbagh, può accadere anche il contrario.

Perciò, una prevenzione definitiva contro questo tipo di rischi potrebbe essere lo spossessamento della garanzia, un argomento abbondantemente sviscerato nello scorso capitolo, ma che merita un ulteriore approfondimento nel corso della seguente sezione.

Ebbene, la pratica prevederebbe <<la privazione forzata di un possesso>>¹⁸², che nel caso analizzato configurerebbe il creditore come nuovo possedente dell'opera d'arte, in via prioritaria durante il periodo del finanziamento e, in caso di insolvenza, anche successivamente, col fine di ripagare la somma erogata al collezionista inadempiente.

Il problema che sorge si lega al carattere del bene, un oggetto particolarmente fragile che potrebbe essere danneggiato durante lo spostamento fisico e che richiede speciali attenzioni dal punto di vista conservativo; dunque, difficilmente un istituto di credito può garantire le cure necessarie a preservare integralmente il valore della garanzia.

Di conseguenza, soprattutto nella sfera di interesse statunitense, nascono delle forme di spossessamento innovative, che contrastano le suddette spinosità: la prima prende in considerazione l'aiuto di un terzo, solitamente una società specializzata nella conservazione artistica, che prenderà in custodia il bene collateralizzato promettendo il mantenimento delle sue qualità, mentre la seconda, lo spossessamento tramite registrazione, immagina l'esistenza di un catalogo che tenga traccia di tutti i beni vincolati nelle operazioni di *Art Loan*¹⁸³.

Purtroppo, anche questi progetti risentono della mancanza di un regolamento internazionale che si prenda carico degli interessi delle parti coinvolte, infatti un mercato come quello artistico, che obbligatoriamente è composto da scambi su scala mondiale, si adatta con fatica a leggi che variano di paese in paese e i soggetti, erogatori del credito e beneficiari, vedono i loro piani sfumare a causa di questa dispersione burocratica¹⁸⁴.

Un caso esemplare è quello italiano, in cui la legge vieta <<la costituzione di pegni senza spossessamento>>¹⁸⁵, a causa di prescrizioni che proteggono il patrimonio nazionale dall'esportazione¹⁸⁶; perciò, in linea teorica, le operazioni di *Art Lending* italiane possono essere consumate esclusivamente nel dominio del territorio nazionale, attraverso l'impegno di

¹⁸² Capitolo 3.

¹⁸³ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 113.

¹⁸⁴ *Ibidem*.

¹⁸⁵ Capitolo 3.

¹⁸⁶ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 118.

opere collocate nel medesimo e, di conseguenza, gli stessi beni non possono essere presi in considerazione da istituti creditizi esteri, perché la garanzia non può essere sottoposta né allo spossessamento temporaneo, né alla sua liquidazione in caso di inottemperanza¹⁸⁷.

Una situazione simile, che mette fuori gioco i rappresentanti esteri, dovrebbe spingere la crescita interna del mercato, favorendo le transazioni nazionali e il coinvolgimento degli enti museali, perfetti per garantire la custodia temporanea e, contemporaneamente, donare valore ai beni¹⁸⁸; eppure, come vedremo nel prossimo capitolo, la realtà è ben diversa.

¹⁸⁷ G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 118.

¹⁸⁸ *Ivi*: 119.

Capitolo 4: Art Lending tra presente e futuro

Di seguito, sarà approfondita la posizione del fenomeno *Art Lending* all'interno dell'intricato scenario del mercato dell'arte, dedicando un'attenzione particolare alla situazione concernente il nostro paese.

Il paragrafo 4.1 ha la funzione di chiarire a grandi linee la dimensione del *business* legato alla pratica del prestito artistico, puntualizzando circa il rapporto che esso intrattiene con il mercato secondario, rappresentato dagli scambi che avvengono grazie alle case d'aste.

Successivamente, la disamina tenta di sciogliere i nodi intricati che caratterizzano il rapporto del quadro italiano con le esperienze innovative del sistema dell'arte, ipotizzando il ruolo che l'*Art Lending* dovrebbe rappresentare in un futuro contraddistinto dal progresso dell'industria di riferimento.

A questo proposito, la terza sezione presenta le risposte raccolte tramite un questionario proposto a Kruso Kapital, una società italiana specializzata nel campo del prestito artistico, che ha gentilmente deciso di collaborare a questa ricerca.

Esse collaborano alla stesura dell'ultima sezione, che formula un punto di vista in merito ai possibili cambiamenti che prossimamente potrebbero impattare il campo dell'*art-secured loan* e ispirare ulteriori ricerche.

4.1 Art Lending: mercato attuale e ruolo delle case d'asta

Il prestito artistico si sviluppa all'interno dello stesso scenario in cui prendono piede le tendenze sopracitate, ossia uno spazio in movimento, nel quale si scontrano due approcci differenti: quello tradizionale, dal carattere conservatore, e quello innovativo, portavoce del cambiamento.

Il report *Art & Finance 2021*, pubblicato da Deloitte, discute a proposito del fenomeno *Art Lending*, definendolo uno dei migliori servizi che un gestore patrimoniale artistico possa offrire¹⁸⁹, descrivendo accuratamente il contesto nel quale esso è inserito e le prospettive che potrebbero delinearsi nel futuro.

¹⁸⁹ Deloitte, *Art-Secured Lending*, <<Art and Finance report 2021>>, 2021, p.23.

La crisi finanziaria, sbocciata a seguito della pandemia, ha generato un nuovo bisogno di liquidità nel mondo dell'arte¹⁹⁰, soprattutto per far fronte alle perdite procurate a causa delle direttive sanitarie, che imponevano la chiusura reiterata di musei, gallerie e luoghi di cultura. Perciò, istituzioni e collezionisti privati colgono l'occasione per sfruttare la potenzialità dei nuovi servizi artistico-finanziari, scoprendo nuove fonti di credito per sovvenzionare le proprie attività¹⁹¹.

Nel 2021 il mercato dell'*Art Lending* stimava un volume tra i 24 e i 28 miliardi di dollari¹⁹², evidenziando un *trend* in crescita, confermato dai risultati del 2023, che attestavano le dimensioni degli affari tra i 29 e i 34 miliardi di dollari¹⁹³.

In particolar modo, rispetto al periodo pre-Covid19, gli istituti bancari registravano, durante il 2021, una crescita del 5%, nettamente inferiore rispetto a quella degli operatori di settore, come le case d'aste, che si attestava intorno al 21%¹⁹⁴.

Questo risultato dimostra come durante i periodi ostili i primi siano obbligati ad applicare delle strategie conservative, in grado di prevenire efficacemente il rischio, mentre le seconde abbiano a disposizione gli strumenti adatti a protrarre una gestione che ambisce alla crescita¹⁹⁵.

Grazie alla figura 8 possiamo osservare questo fenomeno, analizzando il contributo stimato delle tre macrocategorie *banks*, *asset-based lenders* e *auction houses* al volume d'affari tra il 2019 e il 2022, considerando gli attori più influenti nell'industria.

Le istituzioni bancarie coprono la quota di partecipazione più alta, perché storicamente offrono il servizio più sicuro e controllano un bacino di clienti facoltosi, riuscendo a portare a termine trattative caratterizzate da valori di scambio molto alti (2.3.1 *I protagonisti*); ad esempio, nel 2021 esse alimentavano la grande maggioranza del mercato, che in totale valeva tra i 24 e i 28 miliardi, gestendo un insieme di operazioni dal peso compreso tra i 20 e i 23 miliardi di dollari¹⁹⁶.

Nonostante ciò, il gruppo che ha ampliato maggiormente il peso degli scambi gestiti nel tempo è quello delle case d'aste, che nel corso del 2019 controllava un insieme di attività dal valore oscillante tra gli 1,3 e gli 1,9 miliardi di dollari e nel 2021 aveva quasi raddoppiato le cifre, allargando l'intervallo a 1,9-2,7 miliardi di dollari¹⁹⁷.

¹⁹⁰ *Ivi*:195.

¹⁹¹ *Ibidem*.

¹⁹² *Ivi*:196.

¹⁹³ <https://www.artbasel.com/stories/art-market-loans-2024>

¹⁹⁴ Deloitte, *Art-Secured Lending*, <<Art and Finance report 2021>>, 2021, p.196.

¹⁹⁵ *Ibidem*.

¹⁹⁶ *Ibidem*.

¹⁹⁷ *Ibidem*.

Quello delle *auction houses* è l'insieme più adatto a servire i nuovi bisogni del mercato, tra cui una globalizzazione della domanda e la democratizzazione dell'arte¹⁹⁸; invero, queste società sono in grado di prendere in carico anche le operazioni più contenute, grazie alla facilità intrinseca a ottenere liquidità dai beni da collezione (2.3.1 *I protagonisti*) e ad una serie specifica di caratteristiche.

4.1.1 Il ruolo delle case d'aste

Nel corso del secondo capitolo, le case d'aste sono state identificate tra i maggiori erogatori di credito nei confronti dei soggetti disposti a impegnare una o più opere provenienti dalla propria collezione d'arte (2.3.1 *I protagonisti*).

Infatti, queste società possiedono degli strumenti essenziali allo svolgimento dell'attività interessata, tra cui un organico interno capace di analizzare le garanzie e riconoscerne una stima, la conoscenza approfondita del mercato secondario e un circuito consolidato capace di convertire rapidamente il bene fisico in liquidità; il possesso di questi *asset* si traduce in alcuni vantaggi per il cliente: fornire un grado di sicurezza inferiore, velocizzare il processo, contrattare la vendita del bene alla fine del periodo del prestito.

Sotheby's Financial Services

Come abbiamo visto in precedenza, Sotheby's è una delle case d'aste più importanti al mondo. La società nasce nel 1744, quando il fondatore Samuel Baker organizza la vendita di <<diverse centinaia di libri rari e preziosi di tutti i rami della letteratura colta>>, provenienti dalla biblioteca personale di Sir John Stanley, raccogliendo 826 sterline¹⁹⁹; oggi, si compone di 80 uffici con sedi in tutto il mondo, che contribuiscono a generare un fatturato annuo superiore ai 6 miliardi di dollari²⁰⁰.

Inoltre, recentemente ha inaugurato un servizio di *Art Lending* interno, il Sotheby's Financial Services (SFS), che eroga prestiti ai collezionisti accettando come garanzia le opere d'arte, le auto d'epoca o altri oggetti di lusso²⁰¹.

In particolare, l'organizzazione propone tre modalità differenti di erogazione del credito²⁰²:

¹⁹⁸ Artprice, *The 2024 contemporary art market report*, 2024, p.10.

¹⁹⁹ <https://www.sothebys.com/en/about/our-history?locale=it>

²⁰⁰ <https://www.ilgiornaledellarte.com/Articolo/Il-di-Sothebys-miliardi-di-dollari#:~:text=Sotheby's%2C%20con%20un%20volume%20d,miliardi%20di%20dollari%20di%20vendite.>

²⁰¹ <https://www.sothebys.com/en/about/services/sothebys-financial-services>

²⁰² *Ibidem*.

Equity Loan	Prestito dalla durata compresa tra i 12 e i 26 mesi, che permette al collezionista di impegnare una porzione della propria raccolta per ottenere della liquidità.
Consignor Advance	Operazione che permette al cliente di ottenere in anticipo una parte del ricavato stimato per un bene già consegnato a Sotheby's per un'asta futura.
Acquisition Financing	Formula particolare, che prevede l'impegno dei beni del collezionista al fine di ridurre al minimo le spese finalizzate ad una nuova acquisizione.

Di seguito, la casa d'aste informa il consumatore in merito alle fasi del processo²⁰³, che si sviluppano in maniera simile a quelle descritte nel terzo capitolo di questa diamina (2.3 *Il processo*):

Consultation	Conversazione preliminare con il collezionista, finalizzata a comprendere gli obiettivi e valutare delle soluzioni.
Term Sheet	Sotheby's stila una serie di termini riguardanti le garanzie inserite nell'operazione; esse devono essere condivise e accettate dal cliente.
Diligence and Loan Documentation	Viene effettuata la <i>due diligence</i> dei beni posti in garanzia e presentata la documentazione finale per erogare il prestito.
Funding	Viene concesso il credito patuito.
Servicing	Fino alla conclusione dell'operazione il cliente può usufruire dell'assistenza fornita dalla casa d'aste.

Attraverso il proprio sito, Sotheby's propone una serie di casi studio, ispirandosi a delle operazioni realmente finalizzate nella realtà; ad esempio, viene citata la circostanza nella quale un collezionista desidera impegnare alcuni beni per risanare delle attività collaterali a quelle artistiche; oppure, una situazione che vede il cliente coinvolto in una trattativa da pianificare strategicamente, in cui il credito viene utilizzato per presentare un'offerta irrevocabile (*irrevocable bid*); o ancora, viene descritto un investimento *blue-chip*, finanziato grazie al prestito ottenuto dall'operazione di *Art Lending*²⁰⁴.

²⁰³ <https://www.sothebys.com/en/about/services/sothebys-financial-services>

²⁰⁴ *Ibidem*.

Il campione di circostanze esposto evidenzia come un servizio simile sia destinato allo sfruttamento da parte di una classe di clienti particolarmente facoltosa; invero, le cifre trattate sono spesso superiori al milione di euro e le opere chiamate in causa hanno valori altissimi.

Nonostante ciò, il Sotheby's Financial Services è uno dei servizi di prestito artistico più utilizzati al mondo, in continuo aggiornamento e sviluppo.

In un'intervista del 2023, Scott Milleisen, il Global Head of Lending di SFS, ha riconosciuto il vantaggio competitivo detenuto dalla casa d'aste rispetto alle banche, specificando << ora che il mercato dell'arte inizia ad assomigliare sempre di più a un mercato finanziario, comprendere la classe di attività sottostante diventa sempre più importante. Le banche non hanno accesso ai dati e alle persone che conoscono il mercato. Sotheby's sì.>>²⁰⁵.

4.2 Il fenomeno Art Lending in Italia

Nel corso della precedente sezione è stato analizzato il servizio di prestito artistico offerto da Sotheby's, una società ampiamente strutturata, che opera su scala internazionale.

In Italia, le realtà che offrono la consulenza e l'applicazione dei processi di *Art Lending* sono estremamente ridotte, soprattutto a causa di una gamma di questioni particolarmente spinose.

Ostacoli alla diffusione delle operazioni di Art Lending in Italia

Il fenomeno *Art Lending* è una pratica ancora poco diffusa nel nostro paese.

Le cause risiedono nel sistema dell'arte italiano, che progredisce in maniera lenta rispetto al resto d'Europa e del mondo, sia in termini di burocrazia, che per certi versi soffoca i propositi degli operatori più intraprendenti, sia in relazione all'educazione anteposta alla pratica, evidentemente inferiore agli standard internazionali.

Allo scopo di sintesi, identifichiamo tre grandi motivi che impediscono la crescita delle pratiche di *Art Lending* in Italia:

Legislazione	Rende il processo burocratico complicato e poco chiaro.
Offerta	Sistema bancario privo di competenze in materia e scarso interesse nell'acquistarle.
Domanda	Maggioranza di collezionisti <i>senior</i> che paralizza le pratiche innovative e classe più giovane inesistente.

²⁰⁵ <https://www.sothebys.com/en/articles/in-a-sophisticated-market-sothebys-financial-services-unlocks-the-power-in-collectors-hands>

Il primo ostacolo alla crescita del prestito artistico è circoscritto nei limiti della legislazione che ne garantisce l'esistenza; invero, come specificato negli scorsi capitoli (3.2 *Inquadramento giuridico*), il fenomeno non è riconosciuto in maniera chiara dall'ordinamento italiano, che lo identifica come <<collegamento tra il contratto di finanziamento e il contratto di pegno tra il soggetto intermediario e il collezionista>>²⁰⁶.

Per questo motivo, il Codice Civile prevede che un'operazione di *Art Loan* possa dichiararsi legittima solo in seguito alla costituzione concatenata di pegno e spossessamento; ossia la delineazione del bene artistico come garanzia dell'obbligazione contratta dal debitore e, di conseguenza, la privazione forzata del suo possesso²⁰⁷.

Nonostante sia concesso che <<la cosa o il documento possono essere anche consegnati a un terzo designato dalle parti o possono essere posti in custodia di entrambe, in modo che il costituente sia nell'impossibilità di disporne senza la cooperazione del creditore>>²⁰⁸, gli obblighi imposti dalla legge appaiono fortemente avversi allo svolgimento lineare dell'attività, decretando il contenimento della sua risonanza.

Uno scenario simile, nonostante i recenti tentativi di alleggerimento della regola, descrive l'incapacità, quasi paradossale, del sistema italiano nel rinnovare i propri *iter*, soprattutto a discapito della nuova classe di collezionisti, che appare in evidente svantaggio rispetto a quella americana o anglosassone.

Come proposto nello scorso capitolo (3.1.5 *Fattori critici legati all'ambito legale*), la soluzione ideale sarebbe agire a beneficio di un regolamento internazionale, che abbia l'interesse di rendere l'*Art Lending* una pratica più inclusiva, nonché l'obiettivo di appianare le differenze tra le legislazioni dei diversi paesi.

Il secondo ostacolo coinvolge la competenza degli operatori economici, ossia gli erogatori del credito, che rappresentano il lato dell'offerta.

In particolare, le risorse del sistema bancario italiano risultano carenti e inefficaci, dato che tradizionalmente non dispongono di professionisti in grado di valutare accuratamente le opere, tantomeno di spazi o modalità di custodia o conservazione delle medesime²⁰⁹; attualmente, esistono delle eccezioni, come vedremo nella sezione successiva, ma in linea di massima si

²⁰⁶ M. Palumbo, *ART LENDING: inquadramento, scenari e prospettive*, <<https://www.quidmagazine.com/index.php/diritto-dell-arte/1109-art-lending-inquadramento-scenari-e-prospettive-di-massimiliana-palumbo>>, (2020).

²⁰⁷ Art. 2784, c.c.

²⁰⁸ Art. 2786, c.c.

²⁰⁹ <https://www.tribune.com/professioni-e-professionisti/politica-e-pubblica-amministrazione/2023/08/art-lending-italia-non-funziona/>

nota un atteggiamento pigro da parte delle istituzioni, che favorisce la *leadership* delle case d'asta.

Infine, la presenza massiccia di un insieme di collezionisti *senior*, che compongono quasi per intero la classe di potenziali acquirenti, simboleggia un ulteriore intralcio alla salute del sistema di prestito artistico²¹⁰.

Questa categoria è formata da individui <<cresciuti in un'epoca e in una società molto differente da quella attuale²¹¹>>, che raramente richiedono l'ausilio di strumenti innovativi per finanziare la crescita della propria raccolta; in opposizione a ciò, il bacino dei giovani collezionisti fatica a svilupparsi, soprattutto a causa di un mercato elitario e una scarsa educazione in ambito artistico-finanziario.

In sostanza, lo scenario delineato evidenzia l'esistenza di una legge obsoleta, colpevole di compromettere lo sviluppo sano di un'offerta competente e di una domanda entusiasta.

Possibili soluzioni

Senz'altro, la situazione presentata può fornire uno spunto di riflessione, soprattutto con l'obiettivo di formulare delle soluzioni alle criticità emerse.

Revisione legislativa	Chiarire l'inquadramento giuridico che coinvolge l' <i>Art Lending</i> e rendere più semplice il processo operativo.
Sistema di prestito artistico interno	Arginare i problemi dettati da legge e burocrazia per agevolare lo sviluppo congiunto di prestito artistico, tutela, conservazione e valorizzazione.
Nuova classe di collezionisti più giovani	Incrementare la domanda di servizi artistico-finanziari innovativi e sollecitare la crescita del mercato contemporaneo nazionale.

In prima istanza, occorrerebbe lavorare in merito all'inquadramento giuridico nel quale è inserita l'attività di *Art Lending*, che necessita maggiore chiarezza, nonché un aggiornamento in linea con le recenti trasformazioni del mercato globale.

Rendere meno severe le pratiche di spossessamento potrebbe alimentare la domanda, dato che il collezionista, non privato materialmente dei suoi beni, si sentirebbe più al sicuro; al riguardo,

²¹⁰ *Ibidem*.

²¹¹ *Ibidem*.

un alleggerimento delle regole incrementerebbe l'accessibilità al servizio, favorendo la crescita del settore, e rappresenterebbe l'occasione per attirare l'interesse del sistema bancario italiano. Inoltre, coscienti delle prescrizioni che proteggono il patrimonio nazionale dall'esportazione²¹², che non permettono il libero spostamento delle opere italiane al di fuori del suolo nazionale (3.1.5 *Fattori critici legati all'ambito legale*), auspichiamo la creazione di un organismo di prestito artistico interno, in grado di favorire le transazioni nazionali, allo scopo di arginare gli ostacoli che minacciano la crescita di una pratica abbondantemente diffusa nel resto del mondo.

In particolare, facendo riferimento al secondo comma dell'art. 2786 del Codice Civile <<la cosa o il documento possono essere anche consegnati a un terzo designato dalle parti o possono essere posti in custodia di entrambe, in modo che il costituente sia nell'impossibilità di disporre senza la cooperazione del creditore²¹³>>, che interpella la necessità di ricorrere all'aiuto di enti terzi per assicurare la custodia della garanzia, spesso a scopo conservativo, identifichiamo come possibile strategia di sviluppo del mercato autoctono, lo sfruttamento delle conoscenze e degli spazi detenuti da musei, gallerie e fondazioni italiane.

Il sistema di *Art Lending*, se riuscisse a coinvolgere gli enti sopracitati, sarebbe in grado di contenere i danni provocati dalla legge e dalla burocrazia, contrastare le direttive sulla circolazione delle opere e arricchire l'industria culturale, grazie a progetti di promozione del patrimonio.

Sostanzialmente, malgrado l'esistenza di impedimenti insiti nel tessuto legislativo, il nostro paese ha il compito di favorire lo sviluppo di pratiche innovative caratterizzanti il campo artistico-culturale; in particolar modo, una pianificazione vincente dovrebbe tener conto delle potenzialità strategiche che scaturirebbero dal legame tra *Art Lending* e le attività di tutela, conservazione e valorizzazione dei beni.

In secondo luogo, un ringiovanimento della classe di collezionisti nazionale darebbe maggiore spazio allo sfruttamento di nuovi servizi artistico-finanziari.

Nel nostro paese, la maggioranza di individui che attualmente possiede opere d'arte contemporanea (30%), rientra nella fascia anagrafica fra i 50 e i 59 anni²¹⁴, ossia una categoria

²¹² G. Giardini, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021, pp.99-122: 118.

²¹³ Art. 2786, c.c.

²¹⁴ <https://ilgiornaledellarte.com/Articolo/Ecco-lidentikit-del-collezionista-di-contemporaneo-in-Italia>

provvista di un reddito consolidato dal tempo e, generalmente, avversa all'utilizzo di strumenti innovativi per la ricerca di liquidità²¹⁵.

Per trarre uno spunto dal paesaggio internazionale, Sayuri Ganepola, l'amministratore delegato globale di Christie's Art Finance, analizzando le fonti per rinnovare il settore, afferma << stiamo incontrando una clientela più giovane e diversificata, molti dei quali sono più a loro agio con il credito e lo utilizzano come parte di una strategia per far crescere la propria collezione o i propri investimenti. Questo è in contrasto con i pregiudizi storici o, presumibilmente, con la convinzione che il debito sia qualcosa di sconsiderato o indesiderato>>²¹⁶.

Di conseguenza, ciò che potrebbe cambiare le sorti di un contesto apparentemente stagnante, oltre agli interventi inseriti in precedenza, sarebbe proprio la presenza di un collezionismo più giovane, che dovrebbe essere supportato dal sistema dell'arte italiano²¹⁷.

Se fosse garantita un'educazione più approfondita in materia artistico-finanziaria, i cittadini sarebbero liberi di valutare diverse possibilità di investimento, superando i limiti imposti dal mercato tradizionale.

Questo cambiamento rappresenterebbe una spinta alla formazione di collezionisti *junior*, cioè un gruppo di soggetti contraddistinto dal possesso di scarse risorse informative ed economiche; eppure, l'esperienza aumenterebbe la quantità delle prime e il prestito artistico colmerebbe, almeno in parte, la ristrettezza delle seconde.

Uno scenario analogo incoraggerebbe gli scambi meno onerosi, perciò ci sarebbe un'accelerazione della crescita del mercato contemporaneo emergente, dato che verrebbe stimolata la domanda d'acquisto per pezzi prodotti da artisti *Red-Chip* o Ultra-Contemporanei operanti nel suolo nazionale²¹⁸.

Oggi giorno, la realizzazione di un apparato così strutturato non può che gravitare nel cielo della teoria; nonostante ciò, come registrato all'inizio del capitolo, appare inevitabile agire per rendere i sistemi dell'arte contemporanea più democratici, impiegando gli strumenti forniti dalle nuove tendenze del mercato e abbracciando un punto di vista globalizzato.

²¹⁵ <https://www.tribune.com/professioni-e-professionisti/politica-e-pubblica-amministrazione/2023/08/art-lending-italia-non-funziona/>

²¹⁶ <https://www.artbasel.com/stories/art-market-loans-2024>

²¹⁷ <https://www.tribune.com/professioni-e-professionisti/politica-e-pubblica-amministrazione/2023/08/art-lending-italia-non-funziona/>

²¹⁸ *Ibidem*.

4.3 Kruso Kapital

Kruso Kapital è una società appartenente a Banca Sistema, quotata dal gennaio 2024 su EuroNext Growth di Borsa Italiana, opera <<nel *business* del credito su pegno e nel mercato delle case d'aste di preziosi, di opere d'arte e di altri beni da collezione>>²¹⁹.

Essa fornisce un servizio di *Art Lending*, denominato Art-Kredit, rivolto ai collezionisti che desiderano ottenere liquidità immediata ponendo in garanzia uno o più oggetti di valore.

Dal punto di vista giuridico, l'operazione viene definita come <<un finanziamento sotto forma di credito su pegno disciplinato dalla legge del 10 maggio 1938, n. 745 "Ordinamento dei monti di credito su pegno" e dal Regio Decreto 25 maggio 1939 n. 1279 erogato da Kruso Kapital S.p.A.>>²²⁰.

Inoltre, il servizio rientra nella categoria *non-recourse* (2.3.2 *La struttura del finanziamento: Recourse e Non-Recourse*), dato che, in caso di insolvenza da parte del cliente, il credito sarà recuperato esclusivamente tramite la vendita del bene impegnato²²¹.

La dinamica sopracitata è agevolata dall'esistenza di Kruso Art Auction House, ossia la casa d'aste legata a Kruso Kapital, che organizza vendite in maniera continuativa, sfruttando sia i metodi *online* che tradizionali, col fine di allargare il proprio bacino di clientela²²².

Nella sezione "chi siamo" presente nel sito di Kruso Art, viene chiarito un proposito importante, che riassume l'analisi svolta negli scorsi paragrafi sul rapporto essenziale tra finanza, arte e case d'asta: <<consapevole dell'ormai consolidato intreccio tra il sistema bancario e il mercato dell'arte, Kruso Art promuove la collaborazione con gli operatori e le istituzioni del sistema finanziario e l'investimento in opere d'arte in quanto *asset class*.>>²²³

Metodo di ricerca

Nell'ambito di questa ricerca è stato predisposto un questionario rivolto a Kruso Kapital, con l'obiettivo di approfondire tre aspetti fondamentali: il contesto in cui opera la società, il funzionamento del servizio Art-Kredit e le prospettive future del mercato dei prestiti garantiti da opere d'arte (*art-backed loan*).

Il questionario è stato inviato via posta elettronica e ha ricevuto riscontro con entusiasmo e professionalità.

L'intervista è articolata in tre sezioni principali:

²¹⁹ <https://www.krusokapital.com/kruso-kapital>

²²⁰ <https://www.krusokapital.com/art-kredit>

²²¹ <https://www.krusokapital.com/art-kredit>

²²² <https://www.krusoart.com/it/AboutUs>

²²³ *Ibidem*.

- Contesto
- Art-Kredit
- Futuro

Le domande sono riportate in corsivo, seguite dalle relative risposte. Al termine di ciascuna sezione, sono proposte delle riflessioni critiche, volte a evidenziare i punti di convergenza e a commentare eventuali discrepanze rispetto all'analisi sviluppata nel capitolo.

Un sentito ringraziamento va al *team* di Kruso Kapital – in particolare alla dottoressa Cassandra Gnatta – per la disponibilità dimostrata e per il prezioso contributo offerto al presente studio.

1) Contesto

- Qual è la missione di Kruso Kapital? Cosa la rende differente rispetto ai competitor?

La *mission* di Kruso Kapital è quella di creare un circolo virtuoso trasformando il patrimonio materiale in reddito e in successivi investimenti valorizzando gli oggetti da collezione, i gioielli e le opere d'arte attraverso i prestiti con collaterale a garanzia, inserendoci perfettamente nel contesto dell'economia circolare.

- Leggendo le informazioni presenti nel vostro sito, emerge immediatamente il legame tra le vostre attività e la valorizzazione dell'arte; all'atto pratico, come si traduce questo rapporto? A tale riguardo, qual è il ruolo della casa d'aste?

La nostra casa d'aste Art-Rite²²⁴, acquisita al 100% nel 2022, ci ha permesso di ampliare la base d'*asset* utilizzati come garanzia per ottenere il prestito. È grazie ai capi dipartimento di Art-Rite che è possibile periziare e stimare preventivamente le opere d'arte che possono diventare oggetto di pegno con il servizio di *art-lending*.

- Approfondendo le dinamiche concernenti il mondo dell'arte, salta subito all'occhio il chiaro ritardo del mercato italiano rispetto agli esempi che provengono dall'estero. Quali sono i principali ostacoli per la crescita del mercato nazionale? Kruso Kapital ha immaginato delle strategie per arginare queste criticità? Oppure, esistono degli esempi da seguire?

Considerando la generalizzata fase di rallentamento del mercato dell'arte, i risultati per il 2024, in significativa flessione rispetto al 2023, hanno messo in luce un allineamento dello scenario italiano rispetto a quello internazionale nonché all'attuale stadio di sviluppo della nostra casa d'aste. La diffusione dell'*art-lending* in Italia è inferiore rispetto ad altri paesi come Regno Unito e Lussemburgo per una serie di motivi: in Italia il settore dell'arte è regolato da normative stringenti, in particolare il Codice dei Beni Culturali, che può imporre vincoli di inalienabilità

²²⁴ La casa d'aste ha cambiato il proprio nome in Kruso-Art nella primavera del 2025.

e notifiche di prelazione statale, inoltre le procedure per l'*export* temporaneo o definitivo di opere sono più complesse rispetto ai paesi di Common Law, rendendo meno fluido il mercato dell'arte e quindi meno attraente per le banche come garanzia. Nel mondo anglosassone, inoltre, l'arte è da tempo considerata un *asset* finanziario a tutti gli effetti mentre in Italia, il sistema finanziario è più tradizionalmente orientato verso garanzie immobiliari o aziendali. Anche la mentalità gioca un ruolo fondamentale, nel nostro paese il collezionismo d'arte è spesso visto come una passione più che come un investimento finanziario, e c'è meno propensione a utilizzare le proprie opere per ottenere liquidità. Nei paesi anglosassoni, invece, gli HNWI considerano l'arte una parte attiva della gestione patrimoniale. Più che arginare queste criticità, Kruso Kapital cerca di diffondere una cultura in cui le opere d'arte possono essere utilizzate come garanzia per accedere facilmente ad un credito senza spossessarsi della proprietà della stessa, attraverso un processo ed un servizio trasparente.

2) Art-Kredit

- In linea generale, come si sviluppa il servizio Art-Kredit? Esiste un target di riferimento? Quali sono i beni più scambiati? C'è una durata stabilita dell'operazione?

Il prodotto è destinato a tutte le persone fisiche, previa costituzione in pegno di opere d'arte (moderna, contemporanea, antica, numismatica di materiale diverso da oro, etc.), non prevede come sottostante dato in pegno preziosi in argento, oro e orologi come da tradizione, bensì opere d'arte. Queste ultime sono stimate da periti esterni (quelli di Art-Rite e non solo), appositamente incaricati e nominati da Kruso Kapital che, come previsto dalle disposizioni normative, garantiscono l'integrale recupero dell'importo del prestito, interessi e spese in caso di mancato riscatto del bene o mancato recupero in asta della cosa costituita in pegno. Il valore del credito erogato non potrà essere superiore ai due terzi del valore di stima.

Il prodotto è destinato:

- a soggetti con temporanee esigenze di liquidità, che hanno quindi interesse nell'immediato futuro a riscattare il bene;
- a soggetti che, seppur interessati allo smobilizzo del bene tramite la vendita in asta da parte di Art-Rite (con l'obiettivo di massimizzare il ricavato di vendita in aste), hanno necessità di soddisfare un'esigenza immediata di liquidità. In tal caso parte del ricavato dalla vendita in asta Art-Rite sarà utilizzato per rimborsare l'importo della polizza di pegno con conseguente riscatto del bene dato in pegno, così da renderlo libero da gravami nei confronti dell'acquirente.

Nel nostro caso specifico la durata del prestito è fissa a sei mesi. Il prestito viene concesso sulla base anche della contestuale sottoscrizione del mandato a vendere alla nostra casa d'aste Art-Rite.

- Uno dei capitoli della mia tesi si propone di approfondire il processo sottostante ad un'operazione di Art Lending; in riferimento a esso, esistono degli step da seguire?

Il primo *step* è la valutazione preliminare via mail (attraverso l'analisi di materiale fotografico, documentazione a corredo, autentiche etc) dell'opera, per capire se può essere interessante o meno, una volta verificata preliminarmente questo aspetto l'opera viene visionata di persona dai nostri esperti che ne propongono una stima; il cliente può accettare o rifiutare il valore di stima senza alcuna conseguenza o impegno. Qualora accettasse l'opera deve essere spedita presso la nostra sede e opportunamente conservata nei nostri *caveaux*, oltre che sottoposta ad assicurazione. A questo punto vengono espletate tutte le pratiche attinenti alla sottoscrizione del mandato a vedere, la dichiarazione di deposito e della polizza pegno.

- Il prestito artistico è ritenuto un procedimento generalmente rischioso; soprattutto, uno degli aspetti più delicati è quello riguardante la stima del bene posto in garanzia: Art-Kredit come sviluppa la stima dei pegni? Esistono dei parametri per accettare o negare la collateralizzazione di un certo oggetto?

Il valore delle opere d'arte viene definito sulla base degli studi e ricerche dei capi dipartimento con il supporto del dipartimento di riferimento. Ovviamente, non esiste una "ricetta" univoca in merito al processo di attribuzione del valore ed è un qualcosa che varia a seconda dell'opera o oggetto da collezione considerato. In merito al profilo degli esperti, anche questo risulta del tutto variegato. In ogni caso, il requisito essenziale è il possesso di una solida conoscenza del settore, solitamente definita sulla base della combinazione tra percorso accademico ed esperienza maturata sul campo. In aggiunta, ci avvaliamo anche di esperti esterni riconosciuti e accreditati come autorevoli. I parametri fondamentali, oltre alla veridicità comprovata dell'opera, riguardano la categoria di appartenenza dell'opera stessa, che nel nostro caso deve appartenere all'arte moderna, contemporanea e antica. Anche il valore stimato dell'opera deve giustificare un prestito, dato che quest'ultimo si aggira sempre attorno al massimo al 30/35% del valore di stima.

- Immagino che il rapporto con il cliente sia uno dei fattori cruciali per il successo dell'operazione; per la stessa ragione, suppongo che esistano dei criteri particolari per selezionare le richieste di finanziamento e soddisfare le esigenze dell'acquirente. A questo

proposito, esistono effettivamente dei principi di valutazione? Inoltre, in linea di massima, i soggetti finanziati a quali fini utilizzano la liquidità ottenuta? Esiste un tasso d'interesse standard posto sul finanziamento?

I soggetti a cui è possibile erogare Art-Kredit sono persone fisiche, che hanno una temporanea necessità di ottenere un prestito per le più svariate esigenze; non siamo tenuti a chiedere il motivo del prestito, ma al momento i nostri clienti hanno dichiarato di essere ricorsi all'*art-lending* per ottenere liquidità per acquistare altre opere d'arte (nel caso di collezionisti e galleristi) o per investire in progetti personali senza dover smobilizzare *asset* a livello bancario. Il nostro servizio, al momento, applica un TAN del 9,00% (gli interessi sono calcolati per i giorni di utilizzo del prestito e sono riscossi al momento del riscatto, del rinnovo o della vendita all'asta.) e un TAEG pari al 9,21%.

3) Futuro

- Studiando il fenomeno ho notato come l'attività di Art Lending, nel nostro paese, sia particolarmente osteggiata dalle leggi che riguardano lo spossessamento e il pegno; in particolare, la difficoltà che si lega alla libera circolazione dei beni al di fuori del suolo nazionale parrebbe collocare l'Italia in una posizione di svantaggio rispetto ai concorrenti esteri: questa condizione non potrebbe stimolare la crescita di un mercato interno? Esso avrebbe gli strumenti adatti per accontentare la domanda? Oppure occorre trovare delle soluzioni al problema dell'attuale isolamento, dato che lo scenario di un mercato non globalizzato è impensabile?

In Italia l'*art-lending* è fortemente influenzato dalle leggi sullo spossessamento delle opere d'arte, rendendo questa forma di finanziamento meno competitiva rispetto ad altri paesi. I principali ostacoli derivano dalla normativa sui beni culturali e dai vincoli imposti dal Codice dei Beni Culturali e del Paesaggio (D.Lgs. 42/2004). Quest'ultimo impone vincoli severi all'esportazione delle opere d'arte. Le opere con più di 70 anni possono essere esportate solo con un'attestazione di libera circolazione, mentre per quelle di autori non più viventi con meno di 70 anni, è necessaria una verifica preliminare. Se un'opera viene dichiarata di interesse culturale, la sua esportazione è bloccata e lo Stato ha diritto di prelazione in caso di vendita. I vincoli alla libera circolazione delle opere d'arte possono, da un certo punto di vista, stimolare la crescita di un mercato interno, anche se con alcune limitazioni:

1. Se un'opera non può essere esportata, resta nel circuito nazionale, aumentando l'offerta disponibile per collezionisti e istituzioni italiane.

2. Musei, fondazioni e privati potrebbero avere maggiori opportunità di acquistare opere che altrimenti sarebbero vendute all'estero.
3. Maggiore valorizzazione del patrimonio artistico nazionale

L'effetto positivo potrebbe essere la potenziale crescita delle transazioni interne, con un rafforzamento del mercato locale dell'arte.

Questo potrebbe comportare anche però il rischio di ridotta liquidità, se le opere non possono essere vendute facilmente all'estero, il mercato interno potrebbe diventare meno dinamico e attraente per gli investitori. Inoltre, senza un confronto diretto con il mercato globale, il valore delle opere potrebbe risentirne.

Riflessioni

Grazie alle risposte raccolte è possibile rimarcare i temi introdotti nelle sezioni precedenti, arricchendo le scorse osservazioni con un punto di vista legato all'esperienza operativa nel settore.

Innanzitutto, anche attraverso questa testimonianza emerge il carattere esclusivo delle operazioni di *Art lending*, poiché sono in grado di trasformare un'opera d'arte illiquida in un *asset* finanziario, pur mantenendo vivo l'interesse di diffondere la conoscenza del patrimonio culturale, senza relegarlo al mero ruolo di fonte di finanziamento.

In più, come abbondantemente descritto in precedenza, da queste righe traspare il profondo legame che unisce l'attività di prestito artistico e la figura delle case d'aste, sia durante le fasi di stima del bene, sia in concomitanza delle ultime fasi dell'operazioni, quando esso potrebbe dover essere venduto.

Un altro punto in comune tra le risposte al questionario e le precedenti argomentazioni è rappresentato dal rilevamento di una criticità connessa al mercato italiano, scoraggiato dalle leggi in ambito di patrimonio culturale, che impongono un alto grado di inalienabilità dei beni, nonché da direttive altrettanto severe che regolamentano la pratica di pegno e di spossessamento.

Inoltre, nel corso dell'intervista affiora anche la questione legata alla *forma mentis* dei collezionisti nostrani, che agiscono per passione e difficilmente intendono la raccolta di opere d'arte come un investimento finanziario.

Infine, nella sezione riguardante il futuro dell'*Art Lending*, c'è posto per la riflessione che coinvolge la stimolazione della crescita di un sistema di scambio interno, inteso come risposta ai limiti imposti dalla legislazione; ebbene, anche in questo caso, viene ritenuto positivo

l'effetto che la sua esistenza avrebbe sullo sviluppo del mercato nazionale e sulla valorizzazione del patrimonio, ma viene denunciato l'eventuale danno che esso arrecherebbe ai beni, che si svaluterebbero a causa della mancanza di un confronto diretto con il mercato globale.

4.3 Ipotesi di scenari futuri

La presente indagine ha l'obiettivo di definire il ruolo dell'*Art Lending*, che spicca all'interno del panorama delle nuove tendenze, poiché appare come uno strumento essenziale a garantire l'accessibilità al credito per le diverse classi di collezionisti, alimentando le mire democratizzanti espresse dalle nuove generazioni, ma custodendo la possibilità di creare un collegamento tra finanza e arte senza rinunciare alla componente emotiva delle opere.

Infatti, questa ricerca si sviluppa nell'ambito di un panorama povero di esperienza nel campo del prestito artistico, soprattutto nella sfera nazionale, ancora incapace di sfruttare i mezzi di finanziamento moderni; probabilmente, lo sviluppo più articolato della pratica darebbe spazio a considerazioni più mature, non necessariamente concentrate sulle criticità o sulle mancanze che infestano il presente.

Certamente, un sistema avanzato darebbe vita a valutazioni più precise, offrendo una quantità maggiore di casi studio alla comunità scientifica, che potrebbe avanzare analisi più approfondite, confrontando gli esiti nazionali con quelli esteri, favorendo la creazione di una rete sociale interessata allo studio della materia.

Il fenomeno dell'*Art Lending* rappresenta un elemento chiave per l'evoluzione del mercato, eppure il suo raggio d'azione è limitato dalla mancanza di un regolamento internazionale e dalle differenze legislative che isolano i diversi paesi.

Inoltre, la disciplina risente delle restrizioni imposte dalla natura dei beni artistici, che a causa delle loro caratteristiche vengono scambiati all'interno di un mercato squilibrato e poco trasparente; invero, una disamina protratta in un contesto evoluto, capace di superare questi scogli, aprirebbe la via ad ulteriori indagini, come quelle riguardanti nuovi progetti di valorizzazione auto-finanziati, oppure operazioni prettamente speculative dal carattere sovversivo, come il *fractional art lending*.

Capitolo 5: Ipotesi di finanziamento per un progetto di valorizzazione culturale

L'ultimo capitolo della ricerca presenterà la simulazione di un progetto finanziato da un'operazione di *Art Lending*.

Nelle precedenti sezioni sono stati segnalati gli utilizzi più comuni del prestito artistico (2.4. *I vantaggi*), che per certi versi hanno stimolato un personale senso di scetticismo; invero, esse portano alla luce delle manovre in contrasto con la definizione puramente romantica di arte e generano un terreno fertile sul quale piantare il seme della critica (2.5 *Un quadro di Guttuso messo all'asta in un mercato, fa il piano quinquennale del peccato*).

Eppure, in antitesi rispetto a tutto ciò, i seguenti paragrafi avranno il compito di dimostrare come uno strumento simile sia anche in grado di supportare obiettivi decisamente più nobili, caratterizzati dal perseguimento di interessi sociali e dall'arricchimento dello spirito comunitario.

Pertanto, lo scopo conclusivo è quello di sfruttare gli ingranaggi dell'*Art Lending* per sovvenzionare un'iniziativa di valorizzazione culturale, dalla natura *no-profit*, a beneficio della collettività e in netta opposizione con le mire speculatrici e individualizzanti analizzate in precedenza.

In prima battuta, l'analisi introduce lo scenario all'interno del quale si sviluppa il caso studio (5.1), descrivendo accuratamente il campione di dati presi come riferimento (5.2), nonché la metodologia applicata (5.3).

Infine, il paragrafo finale espone i risultati (5.4), attraverso la simulazione di due soluzioni di prestito artistico, che offrono lo spunto per compilare le conclusioni e aprire un dibattito sul tema.

5.1 Definizione scenario

Un gruppo di collezionisti decide di fondare l'associazione "*Felice Casorati*", con l'obiettivo di organizzare l'esposizione delle opere dell'artista grazie all'ausilio dei nuovi strumenti di

funding culturale, ritenuti in grado di agevolare l'iniziativa privata svincolata dal contributo pubblico.

In particolare, il programma prevede di sfruttare il meccanismo del prestito artistico (*Art Lending*) per ottenere i fondi necessari alla copertura dei costi della mostra, ponendo come garanzia il valore delle collezioni personali.

Innanzitutto, i membri dell'associazione identificano le ottanta migliori opere della collezione, pianificando un percorso espositivo adatto alla loro valorizzazione e stabilendo l'insieme delle voci di spesa necessarie alla realizzazione del progetto (5.2 *Dati*).

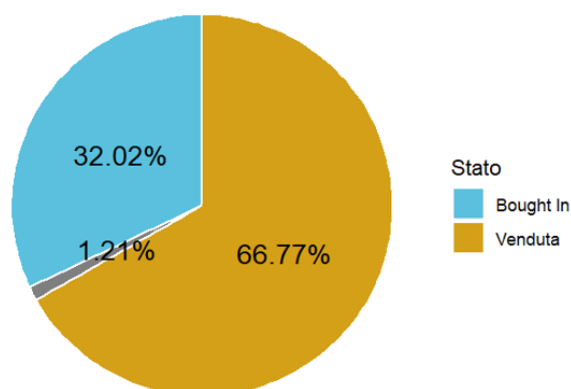
In secondo luogo, essi selezionano l'oggetto da porre come garanzia nell'operazione di finanziamento, ossia la manovra che permetterà loro di ottenere la liquidità indispensabile a coprire il *gap* generato dalla differenza tra ricavi e costi stimati (5.3 *Metodologia*).

Infine, il gruppo di collezionisti avrà l'incarico di calcolare il debito residuo, ovvero l'ammontare del costo totale del prestito alleggerito dal margine operativo; sostanzialmente, questa cifra rappresenta l'importo netto da restituire all'organismo che ha stanziato la cessione temporanea (5.4 *Risultati*).

5.2 *Dati*

Il campione (*Appendice A: Campione opere Felice Casorati*) utilizzato fa riferimento alle vendite all'asta registrate da Felice Casorati nel periodo 2005-2024, che considera un totale di 331 vendite, definite dalle seguenti caratteristiche²²⁵:

n. osservazioni	sold	perc. sold	bought in	perc. bought in
331	221	67%	106	32%



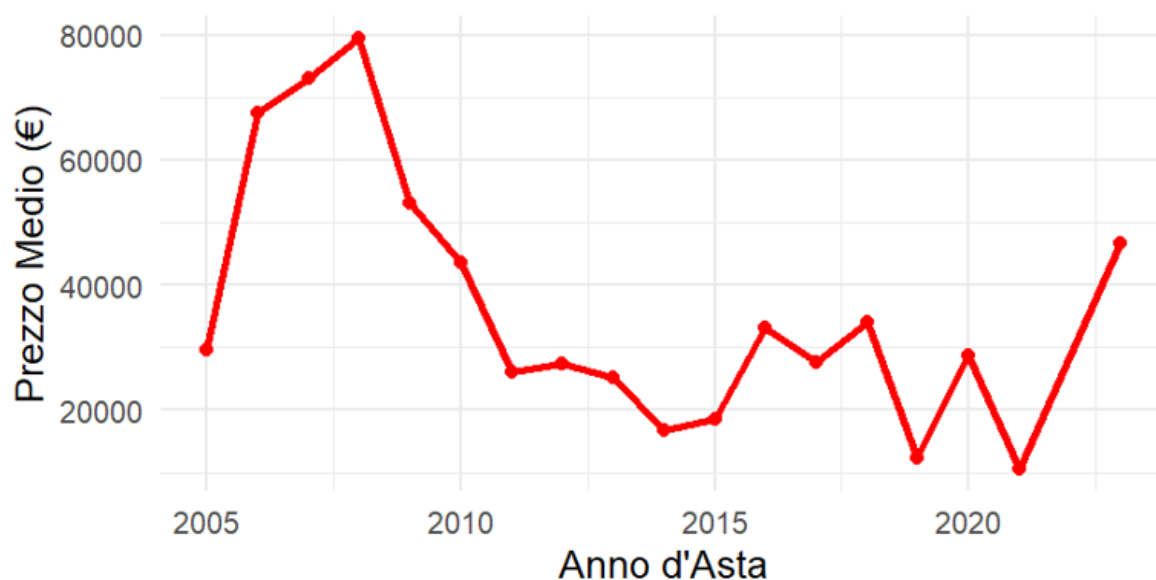
²²⁵ Il numero di osservazioni (331) si riferisce ai lotti di Felice Casorati passati all'asta nel periodo 2005-2025, raccolte attraverso le banche dati delle case d'asta più influenti sul mercato. La tabella indica che il totale di opere vendute è stato 221 (67% del totale) e il totale di opere invendute è stato 106 (32% del totale); inoltre, il grafico mostra che la transazione di 4 opere (1,21% del totale) non è stata identificata.

Al fine di facilitare la ricerca, si assume che i membri dell'associazione "*Felice Casorati*" possiedano tutto il corpo delle opere inserite nel set di dati.

In particolare, dallo studio del campione, emerge che il prezzo di aggiudicazione medio (*Average Hammer Price*) attuale sia approssimativamente 39.000€; ovviamente, esso ha subito innumerevoli oscillazioni lungo l'arco temporale monitorato.

Nel grafico sottostante è possibile notare come il picco d'interesse, corrispondente alla curva di prezzo di martello medio più alto, si sia consumato tra il 2005 e il 2008, quando il AHP si assestava nell'intorno di 80.000€.

Successivamente, il AHP subisce una regressione, che caratterizza tutto il periodo tra il 2008 e il 2022.

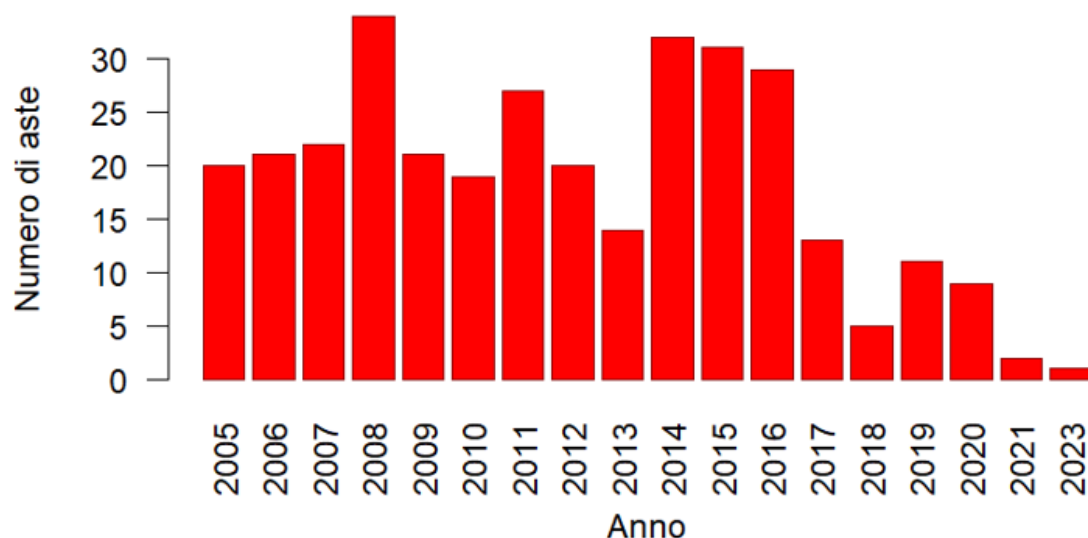


Occorre stabilire che i risultati dopo il 2021 non siano solidi, dato che nel triennio 2021-2023 sono state bandite all'asta solamente tre opere dell'artista: un ammontare insufficiente per rappresentare un accurato prezzo di aggiudicazione medio.

Invero, la quantità dei lotti messi in vendita influenza il AHP, soprattutto se vengono poste a confronto stagioni d'asta contraddistinte da un buon ammontare di vendite con annate, in termini quantitativi, scarsamente rilevanti.

Ad esempio, comparando gli anni 2016 e 2018, entrambi caratterizzati da AHP vicino ai 40.000€, commetteremo un errore se ritenessimo il risultato di entrambi soddisfacente, dato che nel primo caso i lotti presentati sono stati 29 e nel secondo solo 5.

Il grafico aiuta a rendere chiara la situazione, palesando la distribuzione nel tempo della quantità annua di aste per Felice Casorati; in questo modo, tenendo conto che la media di vendite annuale è circa 18, risulta possibile discriminare i periodi di osservazione più statisticamente solidi.

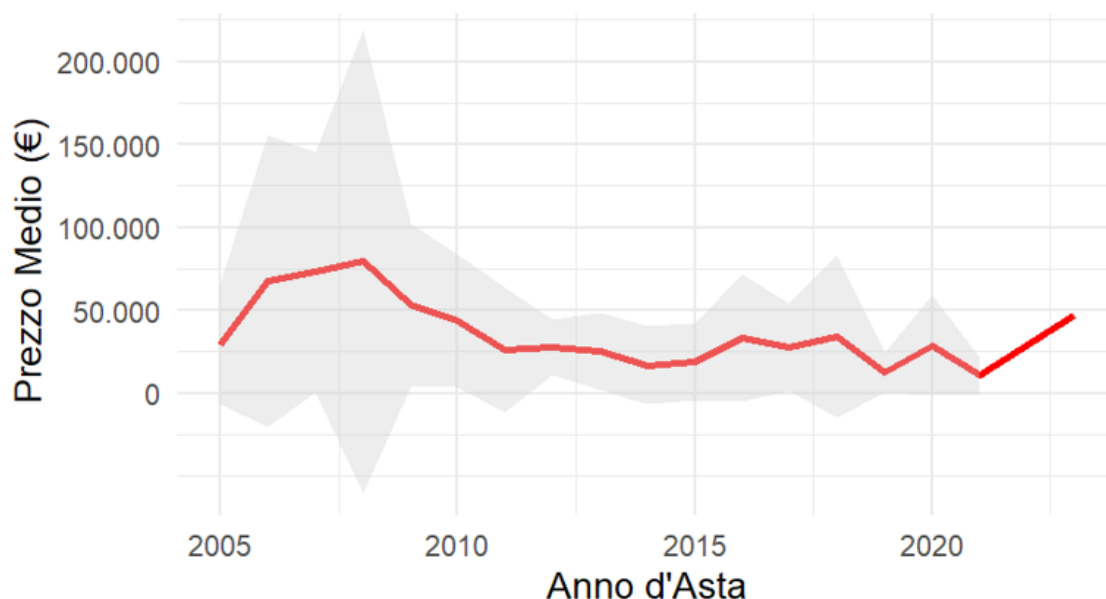


In seguito a questa doverosa premessa, appare possibile presentare lo schema riportante la fluttuazione della volatilità che qualifica le opere presenti nel campione.

Come introdotto negli scorsi capitoli (*3.1 Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending*), lo strumento della volatilità misura <<l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività finanziaria>>²²⁶.

In questo caso, la linea rossa rappresenta l'evoluzione nel tempo di AHP, mentre l'area grigia rende graficamente la variazione dei prezzi rispetto alla media ogni anno.

²²⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html#:~:text=La%20volatilit%C3%A0%20misura%20l'incertezza,o%20di%20una%20attivit%C3%A0%20finanziaria.>



In particolare, quando la fascia grigia risulta essere più ampia significa che la dispersione è maggiore, perciò nell'intervallo interessato sono state vendute sia opere economiche che molto costose; al contrario, un'ampiezza più ridotta indica una migliore coerenza di prezzo tra i lotti venduti.

Sostanzialmente, considerando una deviazione standard del campione pari a 61.592 €, possiamo calcolare il coefficiente di variazione²²⁷ che caratterizza l'insieme delle opere possedute dall'associazione "*Felice Casorati*":

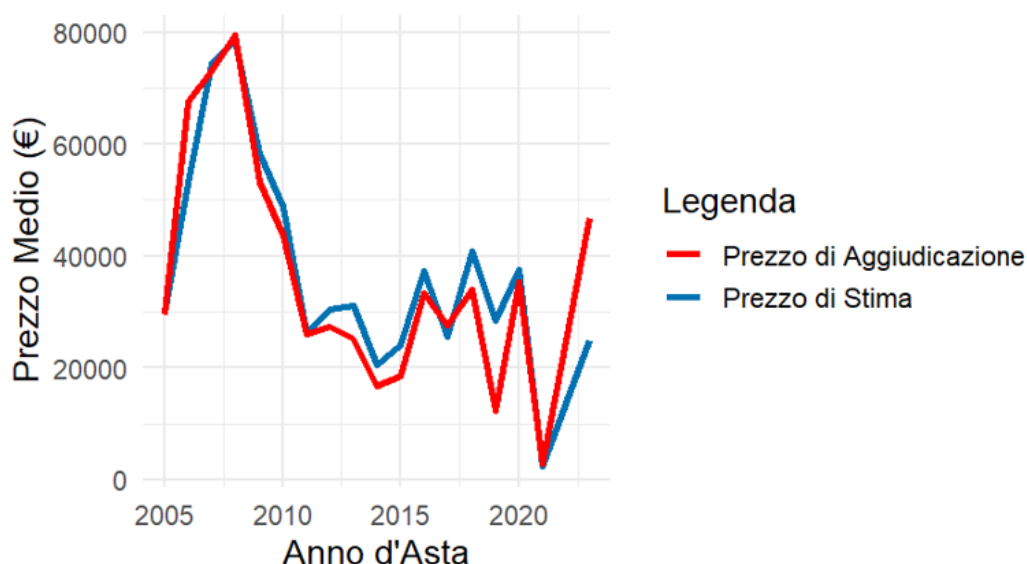
$$CV = \frac{61.592}{39.000} = 1,58$$

Finalizzando che il CV elevato (>1) segnala un'alta dispersione dei dati, ossia un mercato instabile e poco prevedibile; nel dettaglio, i prezzi delle opere variano abbondantemente da un'asta all'altra, rendendo altamente incerto l'andamento dell'artista in questione.

Questo fenomeno è propiziato da diversi fattori, sia intrinseci alla natura dei beni artistici, sia collegati più strettamente alle dinamiche del mercato culturale; effettivamente, l'insieme delle opere raccolto non si svincola dagli standard segnalati nel corso del terzo capitolo (*3.1 I Fattori di rischio nelle operazioni di Art Lending*) e suggerisce l'esistenza di classi differenti di opere prodotte dallo stesso artista.

²²⁷ Esso misura la volatilità relativa rispetto alla media; si calcola dividendo la SD per la media.

Nonostante ciò, il confronto tra prezzo di stima medio e prezzo di aggiudicazione medio evidenzia una certa coerenza tra i due, mettendo in risalto l'efficienza del mercato, dato che le stime pre-asta si avvicinano al valore effettivo di mercato, nonché un basso grado di speculazione.



Opere in mostra

Nel corpo della prima sezione di questo capitolo è stato descritto lo scenario di ricerca: un gruppo di collezionisti si unisce in un'associazione col fine di organizzare un'esposizione, composta dalle ottanta migliori opere provenienti dalle loro raccolte, composte interamente da produzioni di Felice Casorati.

Gli 80 pezzi sono stati selezionati utilizzando il criterio di *top-N selection*²²⁸, ordinando per valore decrescente tutte le opere del campione e includendo nell'insieme della mostra i primi 80 risultati.

In sintesi, l'agglomerato destinato all'esposizione si compone degli 80 manufatti che hanno ottenuto il valore di aggiudicazione più alto; essi, sono qualificati dalle seguenti caratteristiche²²⁹:

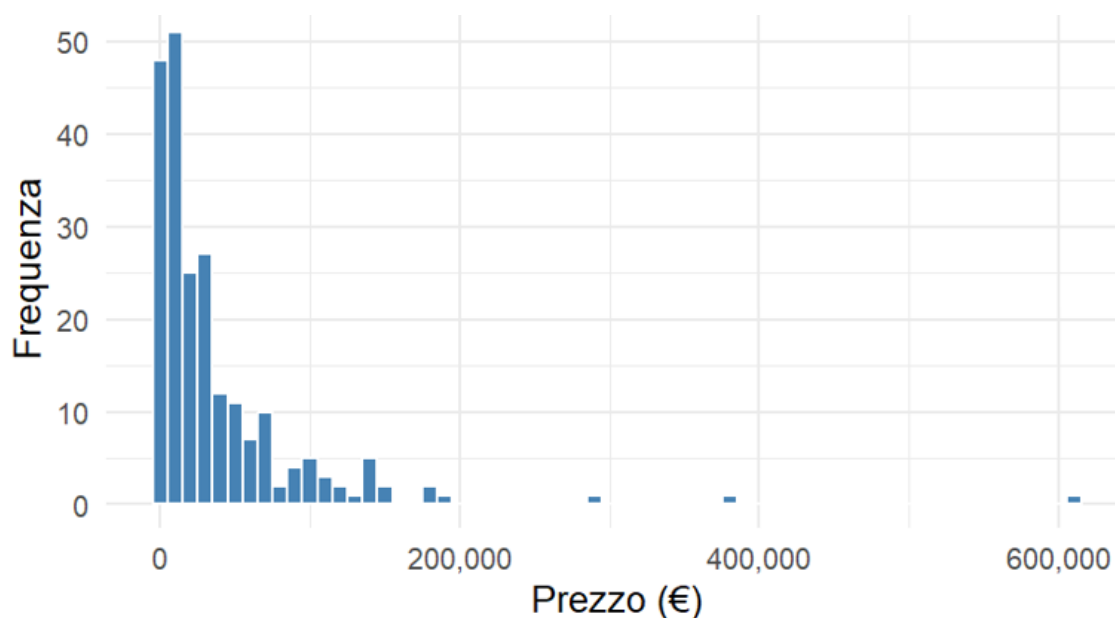
n. osservazioni	min	max	mean	tot
80	28.000,00 €	605.600,00 €	83.000,00 €	6.640.507,00 €

²²⁸ Operazione che nell'ambito decisionale indica la selezione dei migliori N elementi di un insieme, sulla base di un criterio ordinabile (in questo caso del prezzo di martello).

²²⁹ La tabella riporta il valore dell'opera meno costosa (28.000€) e il valore dell'opera più costosa (605.000€); inoltre, risulta possibile notare che il valore medio si è alzato rispetto all'analisi svolta sul campione onnicomprensivo (da 39.000€ a 83.000€). In totale, il valore delle opere esposte è pari a 6.640.507€.

Il grafico posto sotto esibisce la distribuzione dei prezzi delle opere, dimostrando una concentrazione particolare nell'intervallo che va da 30.000€ a 49.999€; infatti, su un totale di 80 pezzi, quelli che rientrano in questo *range* sono ben 31 (39%).

Queste evidenze sono in linea con le conclusioni tracciate precedentemente, dato che sottolineano una distribuzione asimmetrica, tipica dei mercati eterogenei.



5.2.1 Felice Casorati

Felice Casorati è uno dei pittori più influenti del panorama italiano dello scorso secolo, meritevole di aver sviluppato uno stile artistico personale, indipendente e riconoscibile.

Nasce a Novara nel 1886 e perfeziona la sua vocazione tra Torino, Napoli e Venezia, raggiungendo la conquista della forma²³⁰ negli anni Venti, quando completa alcune delle sue opere più apprezzate; muore nel suo studio di Torino nel 1963.

Il campione delle opere di Felice Casorati è stato inserito nell'ambito di questa ricerca a causa delle sue caratteristiche, dato che dalla loro analisi emergono delle qualità in comune con i tratti caratterizzanti il mercato dell'arte (3.1.2 *Rischi legati al mercato di riferimento*), rendendolo un ottimo oggetto di osservazione.

Invero, le considerazioni tratte dall'approfondimento svolto nel prossimo paragrafo, date le qualità intrinseche dell'esempio, potrebbero essere in linea con i risultati generati dallo studio della maggioranza degli attori che popolano il mercato della pittura italiana.

²³⁰ <https://www.comune.pavaro.to.it/it-it/FeliceCasorati>

5.3 Metodologia

Questa sezione rappresenta lo spartiacque della ricerca, poiché pone le fondamenta sulle quali costruire le valutazioni collocate nel corpo della conclusione.

Invero, saranno presentate le simulazioni degli insiemi di costo e di ricavo legati all'organizzazione della mostra, ossia gli elementi necessari per valutare l'attuabilità e il relativo benessere del progetto.

In seguito al calcolo degli intervalli di probabilità legati ad ogni voce di spesa o incasso, l'applicazione del metodo Monte Carlo permetterà di rivelare tutti i registri che potrebbe assumere lo scenario di sviluppo futuro; in questo modo, l'associazione "*Felice Casorati*" sarà in potere di prevedere il *deficit* derivato dalla gestione caratteristica e ipotizzare delle soluzioni. D'altro canto, in linea con gli standard registrati nel settore culturale, il gruppo di collezionisti prefigura a posteriori la generazione di una perdita economica: l'obiettivo dei prossimi paragrafi è quello di chiarire la sua entità.

5.3.1 Premessa

In principio, occorre delineare un breve commento rispetto ad una criticità gravissima che appesantisce il sistema culturale italiano.

Ebbene, oltre ai risvolti quantitativi, questa disamina desidera puntare i riflettori anche sugli aspetti che minano il benessere dell'industria dell'arte, nonché della comunità scientifica che la supporta.

A causa di questi motivi, appare necessario descrivere brevemente come la mancanza di dati minacci la trasparenza e la consistenza dell'apparato culturale del nostro paese; in particolare, deve essere segnalata ad ogni costo la trascuratezza delle informazioni che riguardano i progetti associati alla cultura, che dovrebbero essere pubblici e chiari, ma si rivelano sommari, imprecisi e non sufficienti a garantire l'efficacia di approfondimenti statistici.

In particolare, si dimostra particolarmente misera la documentazione contabile e finanziaria redatta dagli istituti che si occupano di eventi culturali; per fortuna, grazie a questo approfondimento appare possibile profilare anche delle eccezioni, come il museo Poldi Pezzoli (MI) o le Gallerie dell'accademia (VE).

Di seguito, lo schema riporta alcune delle probabili cause che alimentano il problema:

Mancanza di una cultura della rendicontazione pubblica presso gli istituti inseriti nel panorama culturale.

Prevalenza di finanziamenti pubblici "a fondo perduto".

Normativa poco stringente.

Possibilità che la spesa culturale venga contestata dall'opinione pubblica.

Purtroppo, in questo contesto non c'è lo spazio sufficiente per sviscerare ogni aspetto di dell'emergenza; infatti, come già chiarito negli scorsi capitoli, questa trattazione ha un orizzonte limitato, può solo portare a galla certe tematiche, auspicando che in futuro possano essere coinvolte all'interno di una discussione più estesa.

Inoltre, la crescita dei nuovi strumenti dell'industria culturale, abbinata ad un loro uso moralmente corretto, nonché ad una nuova consapevolezza dei consumatori, non potrà che agevolare la nascita di innumerevoli soluzioni e un'evoluzione dei sistemi tradizionali.

5.3.2 Stima di costi e ricavi per un evento culturale

La premessa appena conclusa è fondamentale per introdurre il metodo di raccolta dati.

Come già chiarito, i rendiconti pubblicati dagli istituti museali risultano spesso inefficienti ai fini di una ricerca numericamente accurata, dato che nella maggior parte dei casi le voci di spesa inglobano il totale dell'attività annua, fornendo solo sporadicamente un commento esaustivo nel merito dei singoli progetti.

I documenti contabili raramente offrono una panoramica completa riguardo alle singole categorie di costo (nonché di ricavo), a causa dei motivi citati in precedenza; per questo, tralasciando i danni arrecati sul piano della trasparenza della gestione culturale, è necessario illustrare la metodologia applicata al compendio di informazioni successivamente esposto.

Invero, con uno scopo esclusivamente analitico, le tabelle sottostanti raggruppano un insieme di spese e di guadagni necessari all'organizzazione di un progetto espositivo, simulando verosimilmente ogni voce di costo e di ricavo.

L'obiettivo finale non è quello di costruire un importo globale perfettamente plausibile; in primo luogo, esso deve essere funzionale alle dimostrazioni inserite nell'ambito di questa tesi, senza la necessità di attenersi fino in fondo alle esigenze espresse da un contesto fattuale.

Sostanzialmente, i dati utilizzati sono verosimili, perciò realistici ma non necessariamente coincidenti con la realtà, dato che ai fini della ricerca è significativa la loro coerenza logica piuttosto che la loro precisione assoluta.

Costi

Il seguente schema²³¹ simula l'insieme dei costi che dovrà sostenere l'associazione “*Felice Casorati*” durante la predisposizione della mostra dedicata all'artista.

In particolare, essi sono divisi in tre categorie:

- Spese di funzionamento (66%)
- Spese di allestimento (21%)
- Spese di comunicazione (13%)

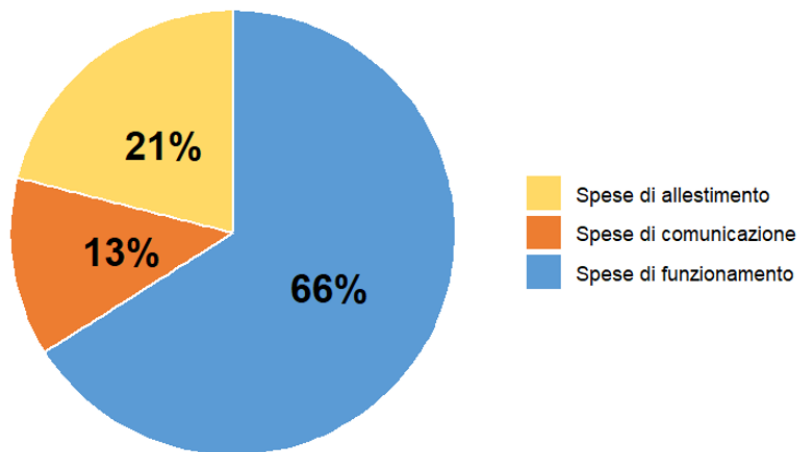
Mostra Felice Casorati		min	max	mean	perc.	avg. tot cat.	avg tot
Spese di funzionamento 66%	personale	64.000 €	85.000 €	74.500 €	66,0%	113.000 €	169.750 €
	affitto e utenze	9.000 €	13.500 €	11.250 €	10,5%		
	materiali	2.000 €	3.000 €	2.500 €	2,0%		
	sicurezza	10.800 €	16.200 €	13.500 €	11,0%		
	pulizia	9.000 €	13.500 €	11.250 €	10,5%		
Spese di allestimento 21%	Progetto	500 €	1.000 €	750 €	2,0%	35.250 €	
	montaggio e smontaggio	1.800 €	2.700 €	2.250 €	6,5%		
	trasporto	10.000 €	15.000 €	12.500 €	35,5%		
	materiali	1.000 €	2.000 €	1.500 €	4,0%		
	assicurazione	14.500 €	22.000 €	18.250 €	52,0%		
Spese di comunicazione 13%	pubblicità	6.000 €	8.000 €	7.000 €	32,5%	21.500 €	
	produzione grafica	2.000 €	3.000 €	2.500 €	11,5%		
	catalogo	6.000 €	9.000 €	7.500 €	35,0%		
	attività collaterali	2.000 €	3.500 €	2.750 €	13,0%		
	ufficio stampa	1.500 €	2.000 €	1.750 €	8,0%		

Ognuno di questi macro-gruppi ingloba cinque voci di spesa, caratterizzate da un intervallo di prezzo nel quale oscilla il proprio valore.

La colonna *mean* riporta la media dei valori posti ai punti estremi del *range* sopracitato; in questo modo, risulta possibile individuare le attività più costose, nonché quelle più convenienti. Inoltre, grazie a questo calcolo è rintracciabile il peso percentuale che ogni mansione ricopre, intuendo rapidamente le necessità più urgenti che sottostanno alla pianificazione del programma espositivo.

Grazie alla penultima colonna si identifica l'ammontare medio totale per ogni gruppo di spesa:

²³¹ La tabella riporta le tre macrocategorie di spesa, puntualizzando il loro peso percentuale rispetto al totale. Inoltre, ognuna di esse è composta da cinque voci di costo, caratterizzate da un valore che oscilla tra un *min* e un *max*. La colonna *mean* presenta la media dei prezzi che compongono il range di spesa e la colonna *perc.* informa riguardo al peso marginale di ogni attività, espresso in termini percentuali. La penultima colonna *avg. tot cat.* riporta la somma delle medie e fornisce la stima dell'ammontare medio totale di ogni macro-gruppo. L'ultima colonna definisce la spesa media totale.



Le spese di funzionamento risultano essere le più elevate, in quanto comprendono il costo del personale (\bar{x} = 74.500€), l'affitto e le utenze (\bar{x} = 11.250€), la sicurezza (\bar{x} = 13.500€) e la pulizia (\bar{x} = 11.250€).

In aggiunta, tra le voci medie più onerose emergono quella attinente al trasporto delle opere (\bar{x} = 12.500€) e quella che descrive il costo dell'assicurazione della mostra (\bar{x} = 18.250€).

La spesa media globale per finalizzare il processo organizzativo è stimata essere pari a 169.750€.

Metodo Monte Carlo

Il metodo Monte Carlo è un sistema di simulazione probabilistica.

Esso si basa sulla generazione di un elevato numero di iterazioni; in ciascuna di esse, le variabili di *input* sono estratte da distribuzioni di probabilità definite.

Il fine è calcolare l'intervallo di variabilità dei risultati plausibili, nonché la loro ripartizione statistica.

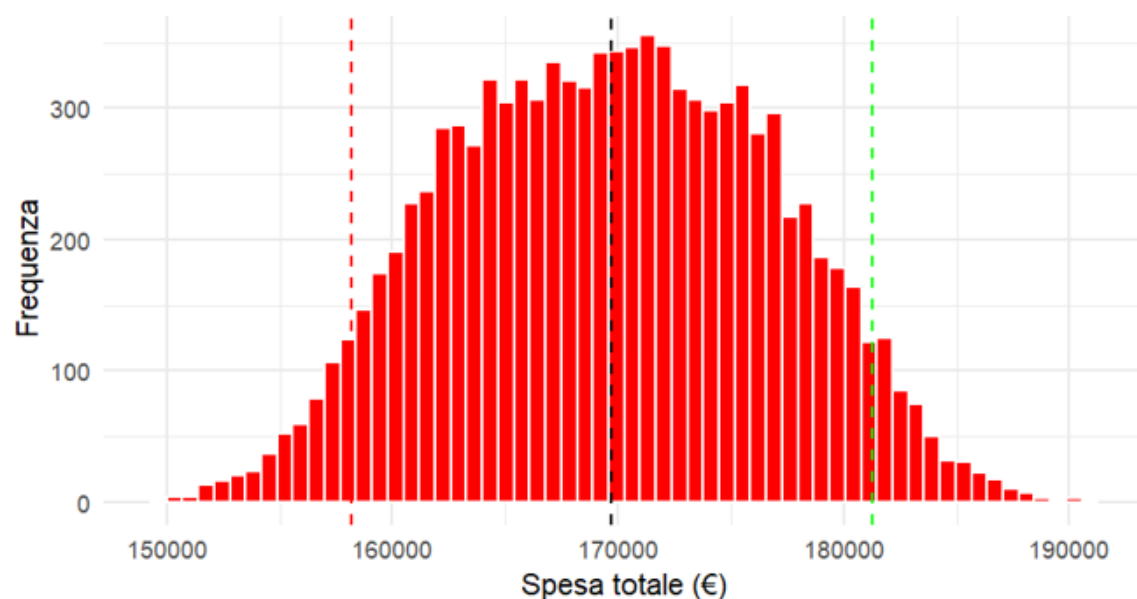
Nell'ambito del progetto sviluppato dall'associazione "*Felice Casorati*", questa tecnica di simulazione è stata applicata per stimare il budget totale dell'iniziativa.

Simulazione dei costi

Le categorie di costo sono le variabili aleatorie soggette a fluttuazione (colonna *min* e *max*), dotate di una certa distribuzione di probabilità (colonna *perc.*).

L'utilizzo del metodo Monte Carlo ha permesso di simulare 10.000 scenari di spesa differenti, identificando dei risultati probabili sui quali fondare le prossime considerazioni.

L'istogramma presenta gli esiti prodotti dalle iterazioni:



best case	1st Qu.	mean	median	3rd Qu.	worst case
149.642 €	164.248 €	169.699 €	169.666 €	175.070 €	190.899 €

L'asse delle ascisse riporta il valore della spesa totale, mentre quello delle ordinate rivela la frequenza, ossia quante simulazioni hanno realizzato un esito compreso in un determinato intervallo di valori.

La loro analisi comparata è essenziale al fine di determinare:

scenario	definizione	risultato
Best case	Lo scenario di costo più economico	149.642€
First quartile	I risultati inferiori al primo quartile rientrano nella minoranza dei casi	164.248€
Mean	Il risultato medio	169.699€
Median	Il risultato mediano	169.666€
Third quartile	I risultati inferiori al terzo quartile rientrano nella maggioranza dei casi	175.070€
Worst case	Lo scenario di costo più elevato	190.899€

Grazie alle conclusioni generate, l'associazione è in grado di valutare le strategie riguardanti la gestione futura.

Ad esempio, essa potrebbe pianificare le proprie decisioni in maniera estremamente prudente, considerando il *worst case* come punto di riferimento sul quale calcolare le proprie spese; altrimenti, mantenendo un atteggiamento avveduto, ma più giudizioso, il gruppo di

collezionisti potrebbe formulare le proprie supposizioni ponendo come parametro guida il risultato corrispondente al terzo quartile.

Invero, dalla simulazione emerge il valore associato al primo quartile (164.248€) e al terzo quartile (175.070€); al di sotto del primo si pone $\frac{1}{4}$ dei risultati, al di sotto del secondo si pongono i $\frac{3}{4}$ dei risultati: significa che il 75% (la maggioranza) delle simulazioni stima che il costo totale della mostra sarà pari o inferiore a 175.070€.

In sostanza, lo scenario migliore (149.642€) e lo scenario peggiore (190.899€) sono due punti estremi, che si pongono al di fuori della maggioranza dei risultati e la probabilità che si verifichino nella realtà è bassa.

Ricavi

Anche i diversi scenari di ricavo sono stati simulati attraverso il metodo Monte Carlo, utilizzando come riferimento i dati inseriti nella tabella²³² seguente:

Stima ricavi	min	max	mean	perc	avg tot
Biglietteria	10.000 €	15.000 €	12.500 €	46,5%	26.920 €
Attività collaterali	1.440 €	2.400 €	1.920 €	7%	
Bookshop	11.000 €	14.000 €	12.500 €	46,5%	

Le voci di incasso considerano unicamente i frutti della gestione interna, composta da tre attività:

- Biglietteria (46,5%)
- Attività collaterali (7%)
- Bookshop (46,5%)

Nel dettaglio, la prima voce si riferisce all'insieme dei ricavi generati dalla vendita di biglietti, ipotizzando una durata espositiva pari a sei mesi e un prezzo fisso per l'ingresso equivalente a cinque euro: l'intervallo presume un'affluenza globale compresa tra i 2.000 e i 3.000 visitatori. La riga attività collaterali comunica l'ammontare totale stimato proveniente dagli incassi legati all'erogazione di visite guidate e laboratori, entrambi caratterizzati da un prezzo di cinque euro: lo scenario pessimistico prevede il coinvolgimento di dodici partecipanti a settimana divisi tra ambedue i servizi, mentre l'opzione ottimista ne ipotizza venti per ogni settimana.

L'ultima fonte di ricavo è quella derivata dalla vendita del catalogo della mostra, definito da un prezzo di copertina corrispondente a venti euro; dunque, l'alternativa peggiore figura che il

²³² La tabella stima i ricavi provenienti da tre categorie di attività: biglietteria, attività collaterali e bookshop. Come nel caso dei costi, ogni voce di introito ricade in un intervallo circoscritto da un valore minimo e un valore massimo. La colonna *mean* presenta il valore medio calcolato sui due estremi e la colonna *perc.* mostra il peso che copre ogni mansione rispetto al ricavo totale. L'ultima colonna rivela il ricavo medio totale stimato.

22% dei visitatori totali opterà per l'acquisto, mentre quella migliore prevede che la percentuale sarà del 28%.

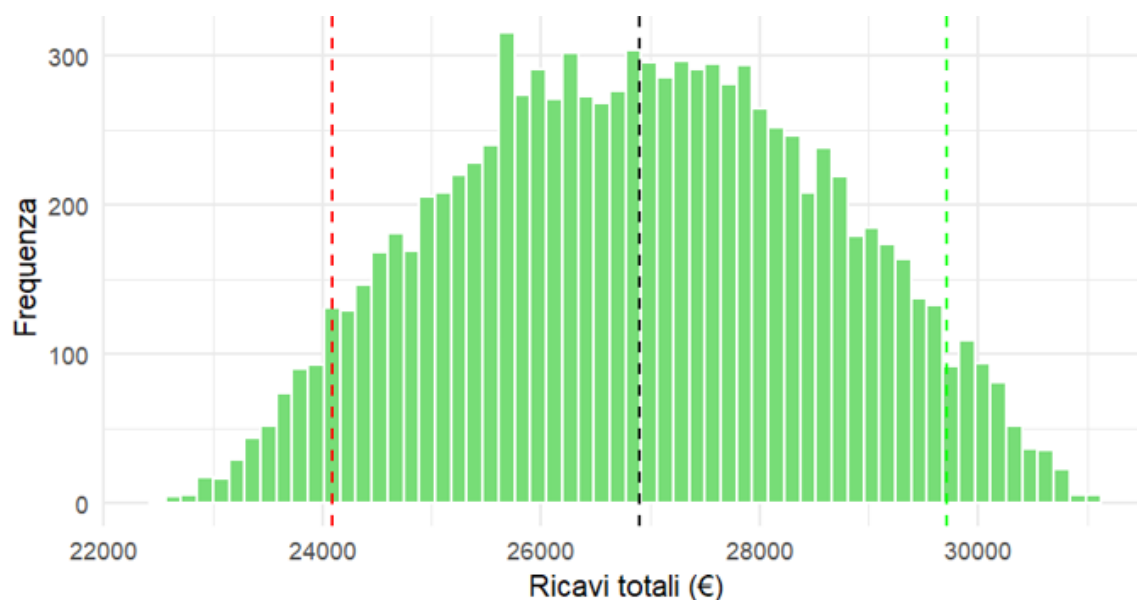
Il ricavo totale medio stimato è pari a 26.920€.

Simulazione Ricavi

Il metodo Monte Carlo viene utilizzato nel contesto dei ricavi nelle medesime modalità descritte nella sezione dedicata ai costi; in questo frangente, le variabili aleatorie soggette a fluttuazione sono le categorie di introito.

L'applicazione del metodo Monte Carlo ha permesso di simulare 10.000 scenari di ricavo differenti, identificando dei risultati probabili sui quali fondare le prossime considerazioni.

L'istogramma presenta gli esiti prodotti dalle iterazioni:



worst case	1st Qu.	mean	median	3rd Qu.	best case
24.893 €	26.040 €	26.909 €	26.930 €	27.774 €	28.899 €

Perciò, anche per quanto riguarda la valutazione dei risultati che interessano gli incassi, l'associazione “*Felice Casorati*” è in grado di discriminare gli scenari che caratterizzano il proprio progetto espositivo.

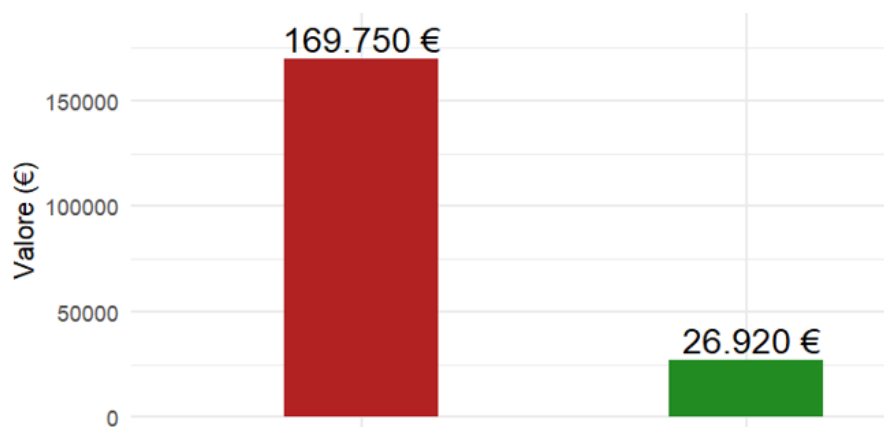
In particolare, dall'analisi probabilistica emerge che nella maggioranza delle simulazioni (75% dei casi) i ricavi totali sono inferiori o uguali a 27.774€; pertanto, mantenendo l'approccio prudente stabilito durante la disamina dell'ammontare della spesa, anche per la considerazione dei ricavi il punto di riferimento continuerà ad essere il terzo quartile.

Naturalmente, già attraverso una rapida panoramica, è possibile constatare che nemmeno lo scenario migliore di ricavo proveniente dalla gestione caratteristica, sarebbe in grado di coprire la migliore delle ipotesi registrata nella sezione dei costi.

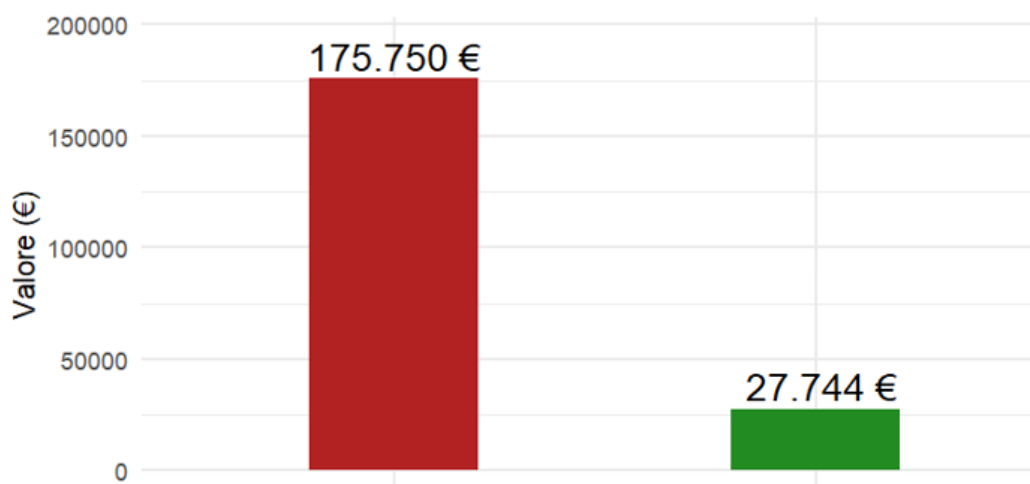
Confronto costi e ricavi

Dal confronto tra i costi e i ricavi emerge il problema più evidente legato alla gestione culturale, ossia l'impossibilità di sostenere le spese affidandosi unicamente agli introiti prodotti dalla gestione caratteristica.

Invero, accostando i valori inseriti nelle tabelle presentate nel corpo delle precedenti sezioni, la stima della spesa media appare decisamente più alta rispetto alla stima degli incassi medi totali; precisamente, dalla differenza tra i due deriva una perdita di 142.830€.

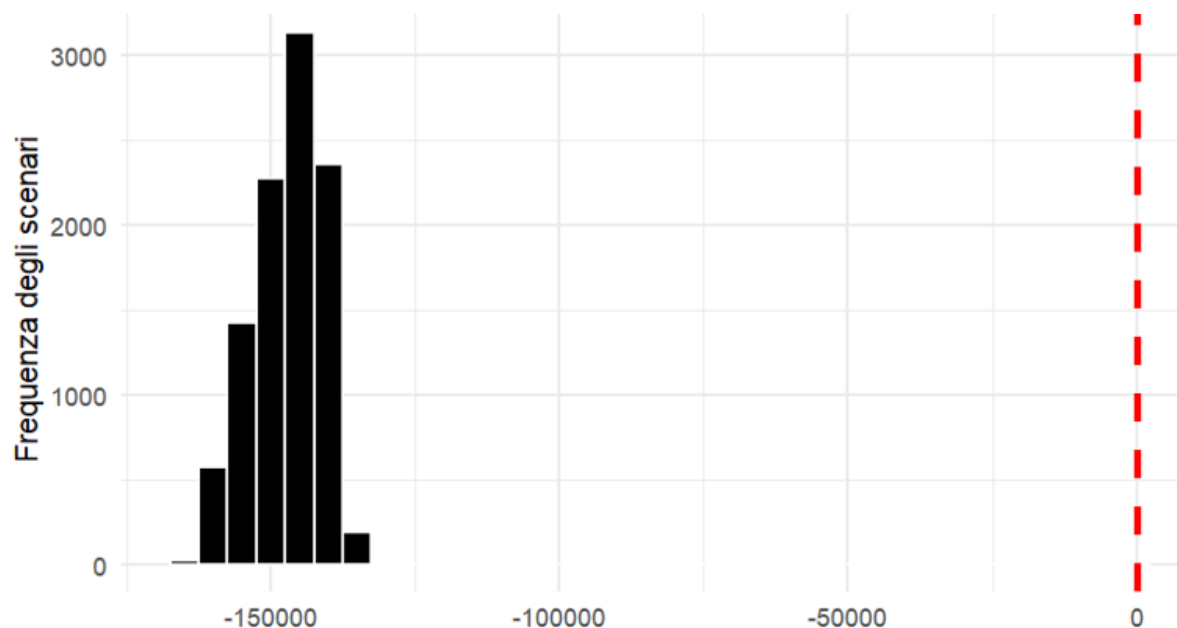


Inoltre, mettendo a paragone gli scenari corrispondenti al terzo quartile, che nel caso dei costi risulta essere 175.070€ e nel caso dei ricavi 27.744€, viene alla luce un *deficit* pari a 147.326€. Questo significa che lo scenario di ricavo più probabile sarebbe sufficiente a coprire appena poco più del 15% dello scenario di spesa più probabile.



Margine medio

Infine, dal confronto tra costi e ricavi è possibile estrarre il margine medio, ossia la media aritmetica della differenza tra incassi e spese totali, calcolata su tutti gli scenari di simulazione. La metodologia di ricerca è la medesima applicata nel contesto delle precedenti sezioni; infatti, il metodo Monte Carlo ha permesso di simulare 10.000 situazioni differenti, nelle quali i ricavi totali sono stati accostati ai costi totali:



margine medio	scenari di utile	scenari di perdita	scenari di pareggio
-147.121,90 €	0%	100%	0%

Come mostra il grafico, la totalità dei risultati, dato che i costi sono estremamente più elevati dei ricavi, si posizionano alla sinistra del confine dello zero, delineando una probabilità di perdita pari al 100%.

Come previsto nel corpo dell'introduzione di questa sezione, in nessuna circostanza l'associazione potrebbe finanziare il progetto espositivo attraverso la semplice attività caratteristica, dato che nella maggior parte dei casi sarà costretta a sostenere una perdita vicina a 147.000€.

Alla luce di queste considerazioni, il gruppo di collezionisti decide di valutare lo strumento del prestito artistico per coprire l'ipotetico margine medio negativo.

5.4 Risultati

In seguito alle valutazioni riguardanti le caratteristiche della propria collezione e le criticità associate alla realizzazione del progetto espositivo, l'associazione "*Felice Casorati*" ha la necessità di trovare una fonte di finanziamento utile alla copertura del margine di spese emerso poc'anzi.

Come ampiamente anticipato, la scelta ricade sullo strumento dell'*Art Lending*.

Nei prossimi capoversi sarà riprodotto il processo distintivo del prestito artistico, applicando le sue fasi all'esempio e ai dati presentati finora.

L'obiettivo principale è quello di ottenere un'analisi verosimile, che faccia emergere sia i vantaggi sia i rischi legati a questa operazione, consentendo la stesura delle considerazioni finali.

Invero, dopo l'esame della realizzabilità e l'eventuale ottenimento di liquidità, la comitiva di collezionisti sarà obbligata a pianificare la restituzione del debito.

5.4.1. Il processo di *Art Lending*

Nello scorso paragrafo è stata sviluppata un'analisi sulla gestione dei costi e dei ricavi generati dall'allestimento della mostra dedicata a Felice Casorati, dalla quale è emersa una perdita probabile pari a 147.000€; dunque, il presupposto di partenza è quello di colmare il *deficit* attraverso l'utilizzo dello strumento di *Art Lending*.

La prima asserzione fondamentale da disporre è che, per ragioni legate allo svolgimento della disamina, il prezzo di martello registrato dalle opere inserite nel campione (*Appendice A: Campione opere Felice Casorati*) verrà considerato il valore reale del manufatto, come se una stima professionale avesse decretato che esista una corrispondenza certa tra il primo e la sua estimazione commerciale.

Inoltre, l'esistenza di un istituto di credito disposto ad erogare la liquidità necessaria, in cambio di una garanzia rappresentata dal bene culturale, viene data per assodata; certamente, un approfondimento più accurato, in grado di prendere in considerazione anche la ricerca dell'ente erogatore, sarebbe stato interessante, ma le digressioni che regolano questo studio sono necessariamente circoscritte entro un determinato recinto.

Giunti a questo punto, il gruppo avrà l'onere di selezionare il singolo manufatto, oppure il gruppo di opere, da porre come garanzia nell'operazione di prestito artistico, tenendo conto di tutte le implicazioni descritte negli scorsi capitoli.

In particolare, i membri sceglieranno tra due opzioni percorribili:

- Opzione A: impegnare l'opera con più valore
- Opzione B: impegnare un gruppo di opere che incorporano un valore simile al totale della perdita probabile

Opzione A

L'opera più costosa che appare nella collezione dell'associazione è "Lo studio" (*Appendice A: Campione opere Felice Casorati*), dipinta da Casorati nel 1954, riprendendo il tema del suo capolavoro distrutto durante l'incendio di Monaco nel 1931²³³.

Il suo prezzo di aggiudicazione, battuto all'asta nel 2008, risulta essere 605.600€.

Successivamente, l'istituto di credito determinerà la cifra erogabile, applicando il *loan-to-value* (2.3.3 *Il rapporto Loan-to-Value*), pari al 60% del valore della garanzia; inoltre, in questa sede sarà reso noto il costo totale del prestito, composto dalla cifra erogata appesantita dell'entità degli interessi, calcolati su dodici mesi.

Valore opera	605.600€
LTV	60%
Durata prestito	1 anno
TAEG	9,21% ²³⁴

Perciò, dopo aver impiegato queste misure, la società "*Felice Casorati*" otterrà la conoscenza del volume di liquidità ottenibile, nonché dell'importo che dovrà risanare alla fine del periodo contrattuale.

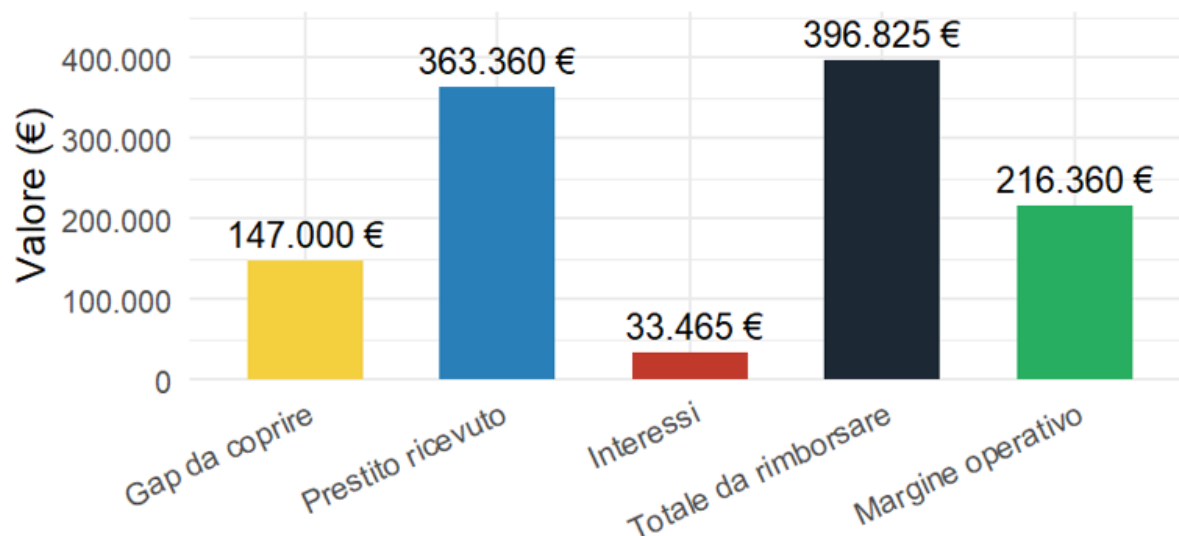
La tabella seguente riporta tutti i risultati che interessano l'operazione:

prestito ricevuto	interessi	costo totale	marginale operativo
363.360 €	33.465 €	396.825 €	216.360 €

Il prestito concesso, che ammonterebbe a 363.360€, sarebbe ampiamente in grado di colmare la perdita maturata durante la gestione caratteristica; invero, oltre a coprire il danno economico, esso contribuirebbe alla formazione di un margine operativo (entità del prestito – perdita gestione caratteristica) pari a 216.360€.

²³³ <https://www.christies.com/en/lot/lot-5153240>

²³⁴ L'entità del Tasso Annuo Effettivo Globale è stata estrapolata dall'intervista proposta a KrusoKapital.



Certamente, questo non significa che l'operazione di *Art Lending* sarà valutata positivamente, in quanto al termine dei dodici mesi il debito dovrà essere restituito.

Il costo totale della manovra finanziaria è equivalente all'ammontare del prestito (363.360€) aggravato dal complesso degli interessi (33.465€), perciò 396.825€.

L'insieme dei membri della società sarà in grado di abbassare l'entità dell'esborso grazie al margine operativo accumulato, nonostante ciò il debito residuo (debito totale – margine operativo) ammonterà a 180.465€, aprendo il dibattito sulle modalità e sui margini di azione.

Opzione B

La seconda opzione prefigura la selezione di un gruppo di opere, che siano in grado di assicurare un finanziamento il cui ammontare si avvicini il più possibile all'entità della perdita ipotizzata.

In questo modo, anche in caso di insolvenza, la società "*Felice Casorati*" non sarà costretta a perdere il manufatto più valoroso dell'intera collezione.

La presente alternativa suppone lo sviluppo di due fasi congiunte:

- Selezionare le opere attraverso un algoritmo combinatorio
- Calcolare il costo totale dell'operazione

La prima fase si impegna nella ricerca delle opere che costituiranno la garanzia nell'ambito dell'operazione di *Art Lending*.

Il presupposto necessario è il seguente:

$$\text{Valore opere} = \frac{147.000}{0,60} = 245.000$$

In sostanza, il valore dei manufatti impegnati deve essere pari all'entità del finanziamento richiesto (147.000€), coincidente all'ammontare della perdita derivata dalla gestione organizzativa, diviso il tasso di *loan-to-value* (60%); dunque, 245.000€.

L'algoritmo combinatorio utilizzato ai fini di questa ricerca è il *subset sum problem*, ossia un algoritmo che, dopo aver definito un insieme di numeri interi positivi (S) e un valore target (T), determina l'esistenza di un sottoinsieme di S la cui somma sia pari a T.

Nel contesto tracciato, l'insieme S è rappresentato dai prezzi di martello delle opere di Casorati (estrapolate dal campione inserito nell'appendice) e il termine T dal valore che deve assumere la garanzia (245.000€).

L'applicazione del modello è stata eseguita nell'ambiente del *software* RStudio.

In particolare, la composizione valida di opere è stata rilevata nell'ambito di 100.000 combinazioni testate, dimostrando l'esistenza di tre sottoinsiemi di dodici manufatti che collaborano al raggiungimento del valore obiettivo, rispettando una tolleranza di 0 unità²³⁵.

Perciò, i risultati definitivi riportano queste combinazioni:

	Opera 1	Opera 2	Opera 3	Opera 4	Opera 5	Opera 6	Opera 7	Opera 8	Opera 9	Opera 10	Opera 11	Opera 12	totale
combo 1	6000	2600	70000	12000	2800	2500	49600	27500	3800	1700	59500	7000	245000
combo 2	66000	3400	7000	63200	28000	13000	21000	5000	400	6000	12000	20000	245000
combo 3	51500	30000	17000	29550	13000	55000	25000	6250	200	6200	2800	8500	245000

Ogni sottoinsieme di dodici opere detiene un valore complessivo di 245.000€:

- Combinazione 1: insieme eterogeneo, caratterizzato dalla presenza di due opere molto costose
- Combinazione 2: insieme dalla configurazione più realistica, comprendente dei manufatti di punta, ma con una distribuzione generale equilibrata
- Combinazione 3: insieme ben bilanciato, contraddistinto da una ripartizione coerente con il valore medio (≈20.400)

²³⁵ L'intervallo di tolleranza è stato impostato a zero, perciò la somma delle combinazioni deve essere esattamente pari a 245.000.

Naturalmente, la scelta del sottoinsieme deve essere discussa dal gruppo di collezionisti, valutando attentamente la natura dei beni interessati.

La seconda fase ha il compito di calcolare il costo globale dell'operazione di prestito artistico, al fine di stimolare il confronto tra opzione A e opzione B e produrre le conclusioni della disamina.

La tabella sottostante chiarifica le misure standard adottate, confermando la coerenza rispetto allo scorso paragrafo:

Valore globale opere	245.000€
LTV	60%
Durata prestito	1 anno
TAEG	9,21% ²³⁶

Ricordiamo che nello scenario B il gruppo di collezionisti richiede un finanziamento utile a coprire la perdita maturata dalla gestione organizzativa, ponendo come garanzia all'operazione un gruppo di opere dal valore totale di 245.000€.

Infine, la tabella sottostante riepiloga il costo totale del finanziamento nel contesto del secondo scenario, puntualizzando sull'entità nulla del margine operativo, dato che il prestito richiesto collima con la perdita maturata dall'organizzazione del progetto espositivo:

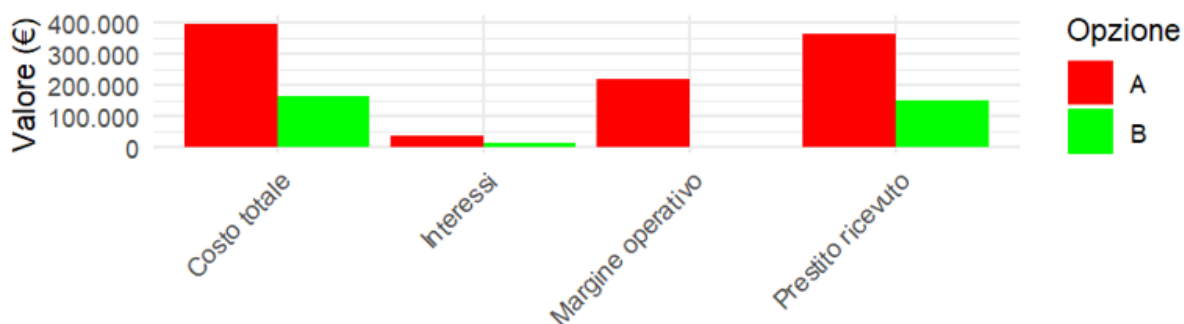
prestito ricevuto	interessi	costo totale	margine operativo
147.000€	13.539 €	160.539 €	0 €

Grazie alla liquidità concessa la società sarà in grado di colmare il *deficit* (147.000€), senza accantonare alcun margine operativo; inoltre, dopo dodici mesi il debito dovrà essere ripristinato, appesantito degli interessi maturati (160.539€).

Confronto Opzione A e Opzione B

Dal confronto dei due differenti scenari emerge il seguente grafico:

²³⁶ L'entità del Tasso Annuo Effettivo Globale è stata estrapolata dall'intervista proposta a KrusoKapital.



Sostanzialmente, la perdita da colmare, che deriva dalla gestione caratteristica che impatta l'allestimento della mostra, risulta essere 147.000€.

La prima opzione ipotizza di porre in garanzia l'opera economicamente più rilevante della collezione, al fine di ottenere un finanziamento sfruttando lo strumento dell'*Art Lending*; questa decisione, si risolve permettendo alla società "Felice Casorati" di ottenere una somma molto più elevata del necessario, comportando la maturazione di una gamma di interessi leggermente più alti rispetto alla seconda opzione.

Anche l'opzione B immagina di coprire il gap tra ricavi e costi avvalendosi della pratica del prestito artistico, ma in questo caso la garanzia inserita nel contratto si compone di un gruppo di dodici manufatti, caratterizzati da un valore totale perfettamente sufficiente a coprire la perdita sopracitata.

Dall'osservazione dell'istogramma, risulta evidente lo squilibrio tra l'ammontare del costo totale conseguito dalle due opzioni in gioco; ebbene, uno sguardo superficiale potrebbe ritenere istantaneamente migliore lo scenario B, ma occorre tenere presente che il margine operativo, accantonato nell'ambito della prima scelta, contribuisce a coprire una parte notevole dell'importo totale dovuto all'istituto erogatore.



Invero, il diagramma, che descrive come l'opzione B si consuma lasciando in eredità un debito residuo inferiore all'opzione A, permette di notare il carattere della differenza tutt'altro che massiccia tra i due.

La disuguaglianza tra debito residuo derivato da A (180.465€) e debito residuo derivato da B (160.539€), risulta essere 19.926€; senz'altro, non rappresenta una somma del tutto trascurabile, ma nemmeno un indicatore di preferenza assoluto.

Apparentemente il secondo scenario sarebbe considerabile favorito, ma nel contesto della progettazione di un evento culturale è necessario tenere conto della probabilità che si verifichino delle circostanze impreviste, che richiedono uno spazio di manovra economica esteso.

Certamente, l'erosione del margine operativo deve essere colmata attraverso la ricerca di ulteriori fonti di incasso, ma la restrizione delle risorse potrebbe colpire la sfera emotiva degli organizzatori, favorendo *choking hypothesis* e alterazione delle scelte.

5.5 Considerazioni finali

Nel corso di questo capitolo è stato dimostrato come un'operazione di *Art Lending* sia in grado di finanziare un progetto di valorizzazione culturale.

Invero, l'analisi del caso studio che coinvolge il piano dell'associazione "*Felice Casorati*" ha permesso lo sviluppo di due scenari di applicazione del processo, manifestando in entrambi i casi l'attuabilità del metodo.

L'erogazione del prestito consente il sostenimento dei costi di organizzazione per la mostra, assicurando il benessere del suo principio operativo.

Nonostante il valore strategico evidente, non è possibile escludere da queste considerazioni l'entità del debito finale; è vero, la liquidità concessa sostiene il fabbisogno preliminare, evitando i rallentamenti provocati dai ritardi di dotazioni pubbliche o donazioni private, ma occorre destinare uno spazio di discussione al tema del rimborso.

Il debito residuo del progetto è compreso tra i 150.000€ e i 200.000€, un ammontare rilevante, che il gruppo di collezionisti avrà il dovere di risanare alla conclusione del periodo contrattuale, ossia dopo dodici mesi dall'erogazione.

Questo dettaglio ci permette di sottolineare per l'ennesima volta le criticità legate all'ambito culturale, soprattutto concernenti il contesto italiano, che tarpano le ali alla messa in scena di progetti simili a quello presentato.

In circostanze simili, le prospettive auspiccate negli scorsi capitoli (4.2 *Il fenomeno Art Lending in Italia*) risultano più che mai essenziali allo sviluppo di un sistema culturale sano, in grado di inglobare al suo interno anche le nuove pratiche di raccolta fondi e finanziamento, soprattutto se riescono a discostarsi dalla dipendenza nei confronti dell'amministrazione pubblica.

Nonostante ciò, l'attuale problema del debito potrebbe essere risolto attraverso differenti manovre, che purtroppo non possono essere approfondite nell'ambito di questa ricerca:

- Attuare una strategia per ridurre i costi e aumentare i ricavi
- Introdurre la partecipazione di *sponsor* e donatori
- Ricorrere all'aiuto di fondi pubblici
- Programmare la liquidazione delle garanzie

Conclusioni

Le argomentazioni raccolte nel corpo di questa ricerca hanno avuto l'obiettivo di definire la pratica di *Art Lending*, chiarendo quali fossero le sue potenzialità e le possibili applicazioni concrete.

Il primo capitolo ha descritto l'evoluzione del ruolo del collezionista nel corso della storia, accostando la sua figura agli sconvolgimenti generati dal mercato contemporaneo e agli strumenti di finanziamento innovativi.

Questo approfondimento ha permesso di conquistare una consapevolezza particolare, che presuppone l'esistenza di una necessità emotiva alle radici della pratica di collezionismo: comunicare il proprio potere.

Inoltre, grazie alla sezione dedicata allo svisceramento di ogni aspetto caratterizzante il fenomeno di *Art Lending*, è stato possibile divulgare la sua definizione, illustrare le fasi del suo processo e chiarire i suoi utilizzi, che spesso accontentano il bisogno di liquidità immediata da parte di un collezionatore di beni artistici.

Nonostante le delucidazioni, la descrizione degli impieghi che coinvolgono il prestito artistico potrebbe provocare la protesta dei puristi dell'arte, ossia coloro i quali percepiscono l'introduzione dei metodi finanziari nella sfera culturale come una minaccia, alla peggio come un atto dissacratorio.

Perciò, lo scetticismo ipotizzato ha concesso l'opportunità di chiarire il *modus operandi* di questa disamina, dichiarando la volontà di mantenere un atteggiamento critico, nonché l'impegno a garantire l'onestà intellettuale delle dissertazioni.

Dopodiché, nel corso del quarto capitolo è emerso lo spunto per fondare una discussione nell'ambito del sistema culturale italiano, trattenendo le criticità emerse dal confronto con lo scenario internazionale.

In particolare, l'analisi prodotta sulla condizione della salute dell'industria artistica nostrana, abbinata alle riflessioni ispirate dall'intervista a Kruso Kapital, ha stimolato la compilazione di una serie di proposte per il futuro, che auspicano l'educazione di una nuova classe di

collezionisti e la nascita di un organismo interno in grado di sfruttare a proprio favore gli ostacoli della legislazione.

Infatti, questa ricerca nasce con l'obiettivo di sollecitare il cambiamento in un ambiente culturale contraddistinto da una profonda crisi, dimostrando come un apparato finanziario, ossia l'*Art Lending*, possa contribuire allo sviluppo di un progetto di valorizzazione del patrimonio.

Questo utilizzo alternativo è esposto nelle sezioni che compongono l'ultimo capitolo, che propone l'osservazione di un caso studio nel quale un'associazione di collezionisti si unisce con lo scopo di organizzare una mostra, decidendo di finanziare le spese attraverso un'operazione di prestito artistico.

Dopo la simulazione del processo, i risultati ottenuti dimostrano l'efficacia dell'applicazione nella copertura del principio operativo legato al piano espositivo, sottolineando il valore strategico dell'*Art Lending* e promuovendo la sostenibilità della manovra.

Nonostante ciò, non può essere esclusa da queste conclusioni la questione del debito residuo, che deve essere risarcito alla fine del periodo contrattuale, imponendo una ragione di dibattito tra le fila dell'organizzazione.

Per concludere, questo studio ha palesato le potenzialità intrinseche nella pratica di *Art Lending*, rivelando come il contesto culturale abbia bisogno di ausili simili per rinnovare la propria linfa vitale; eppure, la maggior parte dei suggerimenti è destinato a rimanere un disegno teorico, forse a causa della mancanza di coraggio da parte delle istituzioni.

Alla luce di questo punto di vista, mi auguro personalmente che i dibattiti sollevati nel corso di questa trattazione possano rappresentare un piccolo punto di partenza e alimentare la ricerca futura.

Appendice delle figure

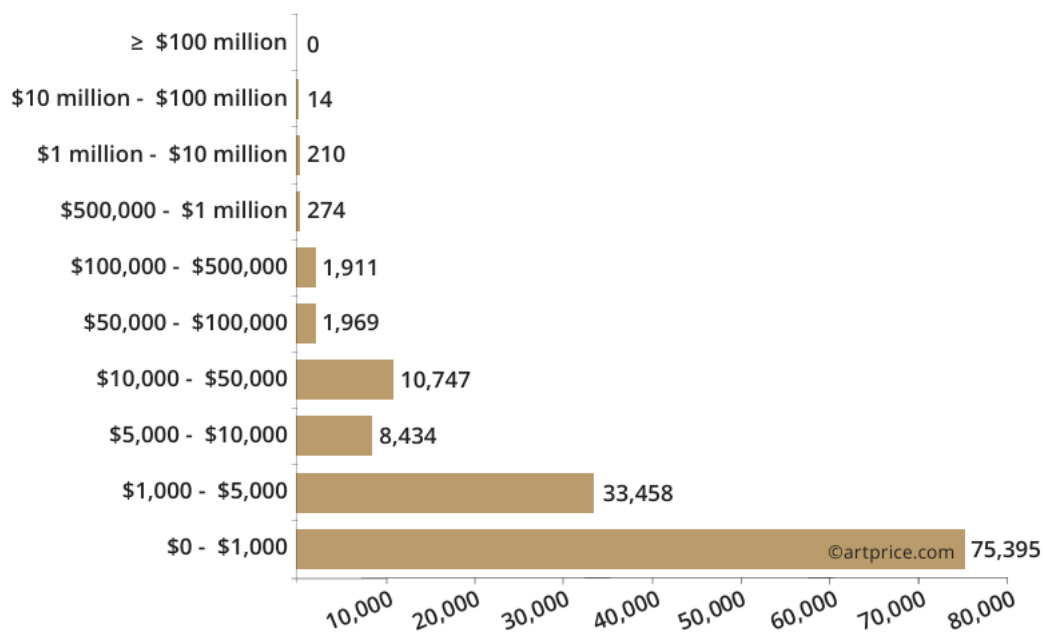


Figura 1: Il grafico mostra i risultati d'asta divisi per intervallo di prezzo; per la prima volta, più di 108,000 lotti di arte contemporanea hanno registrato un prezzo di vendita inferiore ai 5,000€.

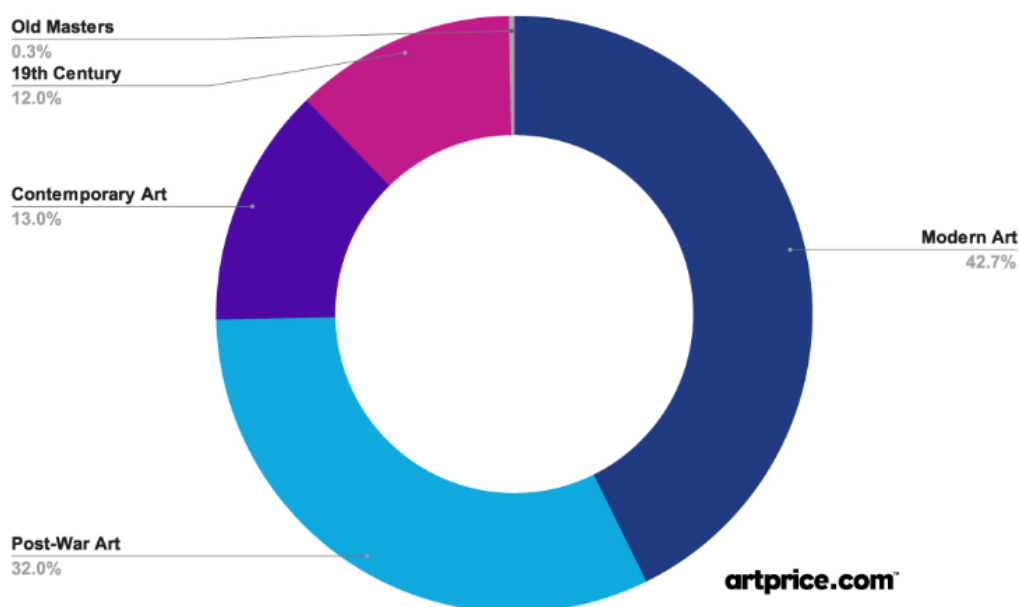


Figura 2: L'immagine mostra il peso dei principali periodi creativi che compongono l'indice Artprice100: *Old Masters* e *19th Century* partecipano al 12,3%, *Modern Art* al 42,7%, *Post-War Art* al 32% e *Contemporary Art* al 13%.

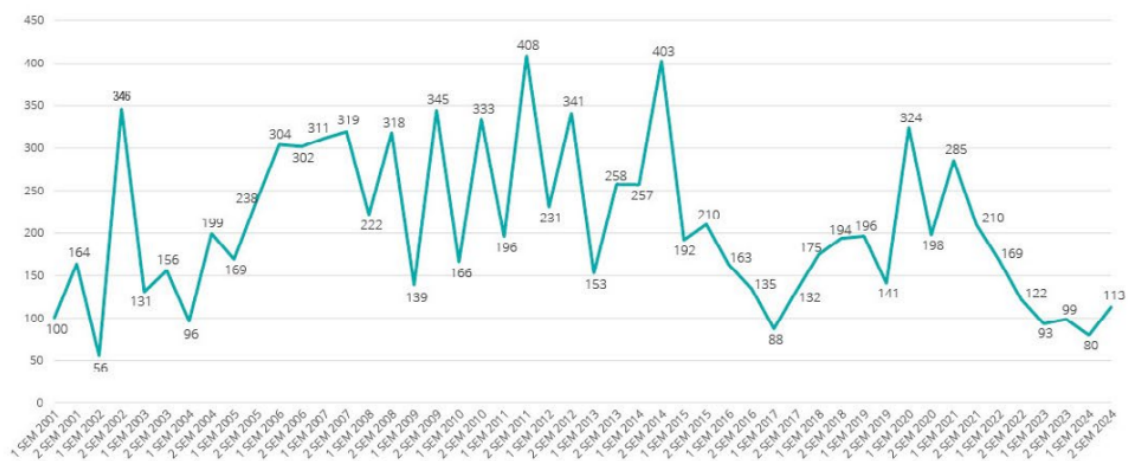


Figura 3: Il grafico mostra l'Old Masters Painting Index aggiornato al 2024, anno in cui la categoria di riferimento registra 31 aste, durante le quali vengono vendute 193 opere.

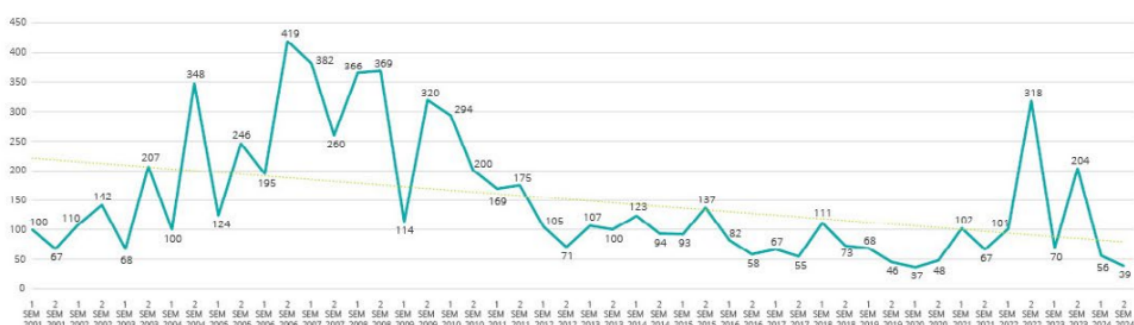


Figura 4: Il grafico mostra il Pre-War Painting Index aggiornato al 2024, anno in cui la categoria di riferimento registra 37 aste, contribuendo alla vendita di 95 opere.



Anno	N° Aste	Fatturato Totale	Aggiudicazione Media	Unsold Medio
2022	117	\$ 6.513.377.546,6	\$ 55.669.893,6	11,0%
2023	127	\$ 5.061.527.387,5	\$ 39.854.546,3	12,8%
2024	126	\$ 3.472.166.879,0	\$ 27.556.879,0	14,4%

Figura 5: Il grafico mostra il *Post-War Painting Index* aggiornato al 2024, anno in cui la classe di riferimento produce la vendita di 194 opere d'arte²³⁷.

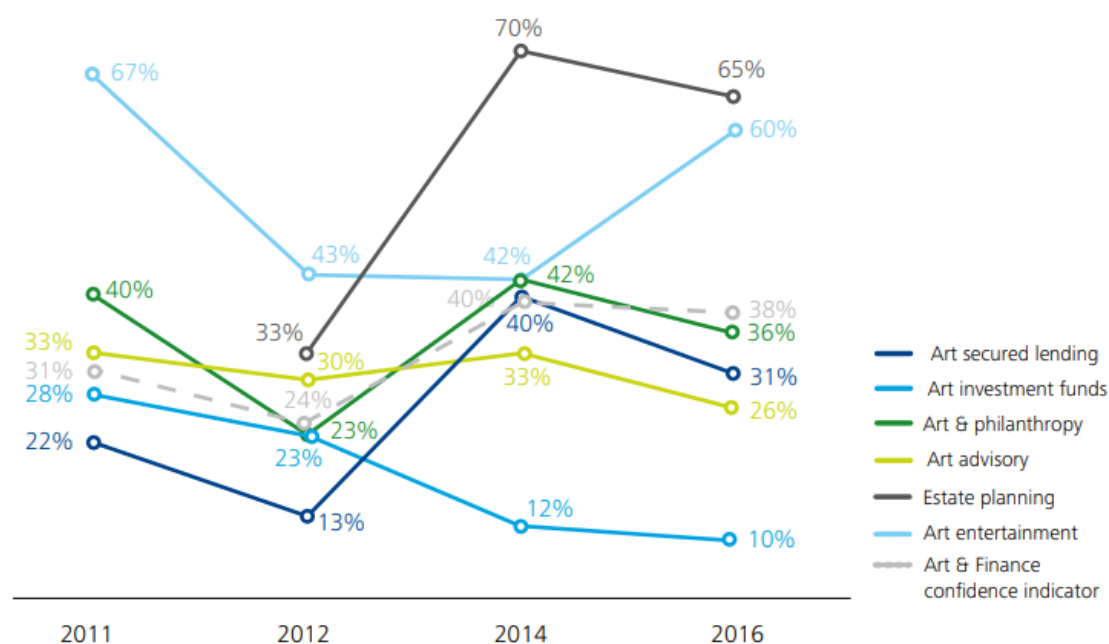


Figura 6: Servizi *Art & Finance* richiesti in futuro (2016)

²³⁷ Dal confronto dei tre indici possiamo osservare come le categorie *Pre-war* e *Post-war* riescano a maturare un fatturato totale (3,5 miliardi di dollari e 1,5 miliardi di dollari) largamente più alto rispetto alla classe *Old Masters* (315 milioni di dollari), sebbene il numero delle opere vendute sia analogo; invero, le opere ascrivibili nei primi due gruppi sono più richieste nel mercato e detengono un valore maggiore. In più, anche il tasso di *unsold* medio risulta essere più alto durante le aste *Old Masters* (26,1%), per diminuire progressivamente analizzando i lotti *Pre-war* (19,26%) e *Post-war* (14,4%).

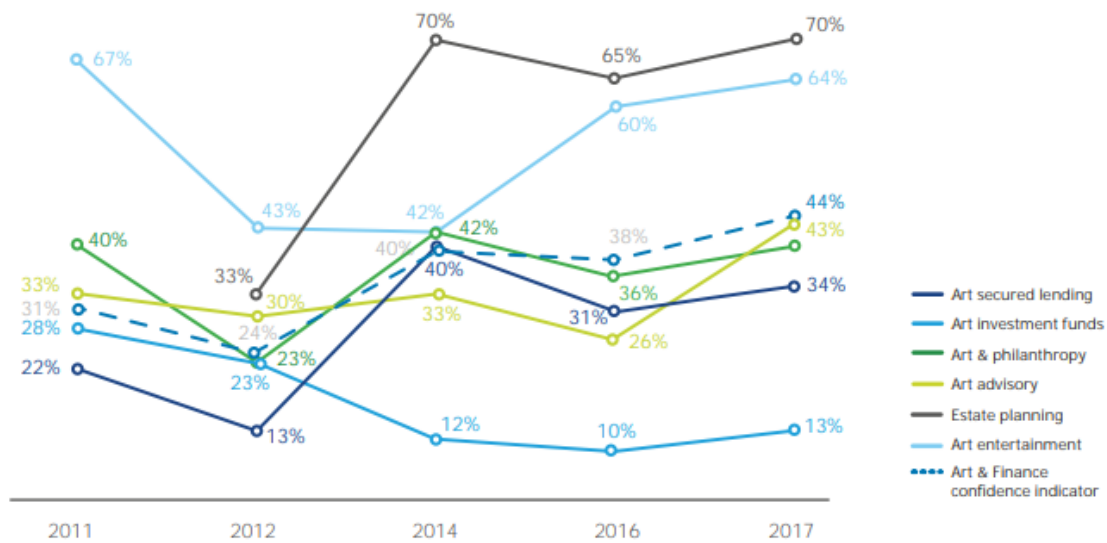


Figura 7: Servizi *Art & Finance* richiesti in futuro (2017)

Funding sources	Non-exhaustive list of example providers		Estimated total art loan portfolio against art in 2019	Estimated total art loan portfolio against art in 2020	Estimated total art loan portfolio against art in 2021	Estimated total art loan portfolio against art in 2022
	<ul style="list-style-type: none">• Citi Private Bank• Emigrant Bank Fine Art Finance• Deutsche Bank• Goldman Sachs• J.P. Morgan Private Bank	<ul style="list-style-type: none">• Morgan Stanley• Bank of America• Westend Bank• Neufize OBC• Northern Trust	US\$18 to US\$20 billion	US\$18.9 to US\$21 billion	US\$20.7 to US\$23 billion	US\$22.6 to US\$25.1 billion
Asset-based lenders	<ul style="list-style-type: none">• Yieldstreet / Athena Art Finance• Artemis• AOI-Advisors• TPC Art Finance• Fine Art Group• Griffin Art Partners• Art Capital Group• Athena Art Finance	<ul style="list-style-type: none">• Fine Art Partners• artLending.com• Borro by Luxury Asset Capital• Lombard Loan Real Assets GmbH• Art Finance Partners• Unbolted	US\$1 to US\$1.7 billion	US\$1.2 to US\$2.1 billion	US\$1.4 to US\$2.4 billion	US\$1.7 to US\$2.9 billion
Auction house finance	<ul style="list-style-type: none">• Sotheby's• Heritage Auction	<ul style="list-style-type: none">• Phillips• Artiana	US\$1.3 to US\$1.9 billion	US\$1.6 to US\$2.3 billion	US\$1.9 to US\$2.7 billion	US\$2.3 to US\$3.3 billion
Overall size			US\$20.3 to US\$23.6 billion	US\$21.7 to US\$25.4 billion	US\$24 to US\$28.2 billion	US\$26.6 to US\$31.3 billion
Estimated total loan size by borrower type						
Private collectors			US\$18.3 to US\$21.2 billion	US\$19.5 to US\$22.8 billion	US\$21.6 to US\$25.3 billion	US\$23.9 to US\$28.2 billion
Galleries/dealers			US\$2 to US\$2.4 billion	US\$2.2 to US\$2.5 billion	US\$2.4 to US\$2.8 billion	US\$2.7 to US\$3.1 billion

Figura 8: Nella tabella sono inseriti i principali attori che compongono il mercato internazionale dell'*Art lending*, divisi in tre categorie: *banks*, *asset based lenders* e *auction house finance*; inoltre, viene presentata la stima del peso degli scambi che ognuna di esse incorpora rispetto alla totalità del mercato nell'intervallo temporale 2019-2022.

	Private Banks	Auction Houses	Specialist Lenders
Examples	Citi, JP Morgan, US Trust (Bank of America)	Sotheby's Financial Services	Art Capital Group, Borro
Structure	Recourse lending collateralized by art	Recourse lending in the form of auction advances and term loans collateralized by art	Non-recourse lending collateralized by art
Possession of Collateral by Lender	Not usually required	Usually required	Usually required
Loan-to-Value	~50%	~50%	~50%
Interest Spread	1-2%	Varies (based on 20% Return on Equity target)	10-60%
Maturity	Varies - 1 to 20 Years	Short Term (usually between auction seasons)	Short Term
Size	Large (USD 5m+, often on a portfolio basis)	Varies	Varies
Typical Client	Private banking clients with significant assets under management	Auction consignors and long-term auction house clients	Borrowers seeking short-term liquidity through "lender of last resort"

Figura 9: Erogatori di *Art Loan* in Usa nel 2013

Index	Mean	St. Deviation
Art 100	1.57%	0.06
Contemporary Art 100	2.08%	0.08
Global Art	1.08%	0.14
Contemporary Art	2.47%	0.14
Post-War Art	1.61%	0.08
Painting	0.23%	0.04
Sculpture	0.12%	0.05
Photography	0.84%	0.09
Drawing	0.66%	0.08
Print	1.28%	0.07
NAREIT	2.92%	0.09
Case-Shiller	1.28%	0.02
S&P500	1.63%	0.07
Russell 3000	1.69%	0.07
NASDAQ	2.50%	0.11

Figura 10: La seconda colonna mostra la volatilità degli indici inseriti nell'analisi, i primi dieci fanno riferimento al mercato dell'art, i seguenti due al mercato immobiliari, gli ultimi tre sono i principali indici di borsa americani²³⁸.

²³⁸ Art 100 è un indice dei 100 artisti più quotati, in base alle vendite registrate annualmente all'asta; Contemporary art 100, invece, è un indice che fa riferimento ai 100 artisti contemporanei più quotati.

	α	β	R^2	$1-R^2$	P-Value
ART100	0.02	-0.10	0.03	0.97	0.078
Contemporary Art 100	0.02	-0.16	0.04	0.96	0.040
Global Art (Artprice)	0.01	0.08	0.00	1.00	0.533
NAREIT	0.02	0.32	0.13	0.87	0.000
Case-Shiller	0.01	0.02	0.01	0.99	0.461

Figura 11: La colonna β suggerisce la sensibilità degli indici artistici e quelli immobiliari rispetto a NASDAQ²³⁹.

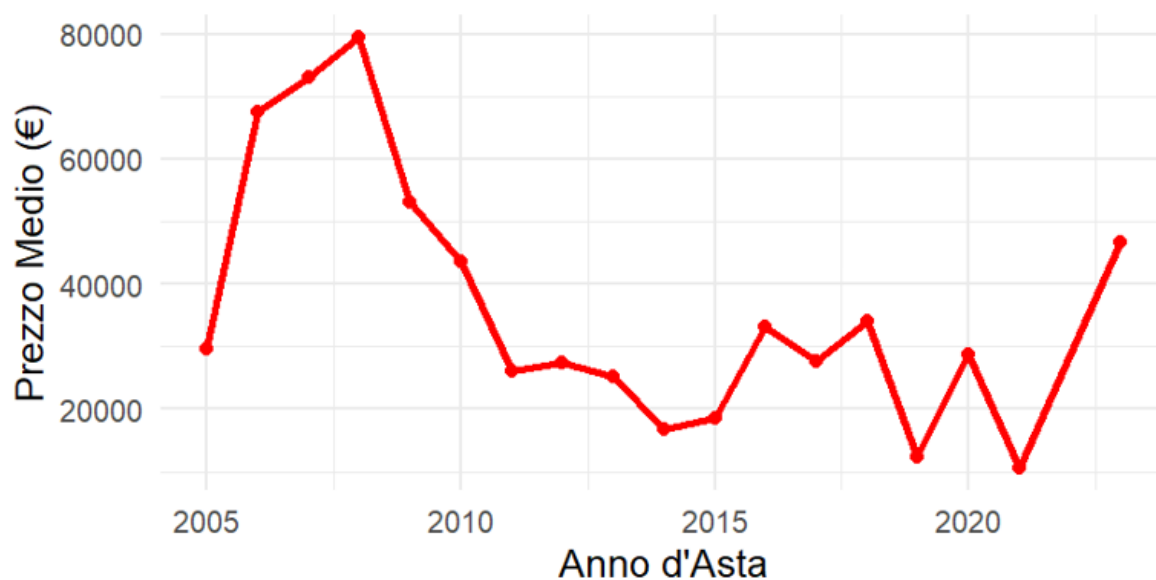


Figura 12: Andamento dei prezzi delle opere di Felice Casorati tra il 2005 e il 2023.

²³⁹ Principale indice di borsa statunitense.



Figura 13: Felice Casorati, *La donna e l'armatura*, GAM - Galleria d'Arte Moderna di Torino, tempera su tela.

Bibliografia

A. H. Johnsen, Z. A. Dahl, *The Art of Investing: Fractional art ownership as a financial instrument*, tesi di laurea, BI Norwegian Business School Oslo, a.a. 2023-2024, relatore B. Gerard

Artprice, *The 2024 contemporary art market report*, 2024

Bennett, J. Blake, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023

Bisioli, Aldo; *La “tokenizzazione” delle opere d’arte*, <<WeWealth>>, 2019

Brodie, Stephen, *The Risk Calculus of Art Loans: Lending Against Value in an Extraordinary Market*, <<Art-Avocacy>>, 2012

Bury, Alex; *What is Blue Chip Art?*, <<Grove Gallery>>, 2024

Camilleri, Veronica; *“Il dividendo estetico”: investire nel mercato dell’arte*, <<WeWealth>>, 2023

Chan A.K.H., *Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning*, <<Sotheby’s Institute of Art>>, 2014

Chianale, Angelo; *Garanzie reali e personali*, Torino, Giappichelli, 2018

Codice Civile, art. 2784

Codice Civile, art. 2786

Correggia, Elena; *Ecco l’identikit del collezionista di contemporaneo in Italia*, << Il Giornale dell’Arte>>, 2024

Deloitte, *Art-Secured Lending*, <<Art and Finance report 2017>>, 2017

Deloitte, *Art-Secured Lending*, <<Art and Finance report 2021>>, 2021

Deloitte, *Il mercato della pittura nelle diverse piazze internazionali*, <<Art and Finance report 2024>>, 2024

- Deloitte, *Il mercato della pittura per comparto*, <<Art and Finance report 2025>>, 2025
- Fontanarossa, Raffaella; *Collezionisti e musei. Una storia culturale*, Torino, Einaudi, 2022
- Giacopuzzi, Luca; *L'Art Lending, perchè in Italia stenta a decollare*, <<WeWealth>>, 2021
- Giardini, Giuditta, *Art-Secured Lending: Obstacles and Proposed Solutions*, <<Santander Art and Culture Law Review>>, 2021
- Hayes, Adam; *Loan-to-Value (LTV) Ratio: What It Is, How to Calculate, Example*, <<Investopedia>>, 2024
- McAndrew, Clare; *Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010
- McAndrew, Clare; Thompson, Rex; *The Collateral Value of Fine Art*, <<Journal of Banking & Finance>>, 2007, Vol. 31(3)
- Monti, Stefano; *Art lending: cos'è e perché in Italia non funziona*, <<Artribune>>, 2023
- Negri Clementi, Annapaola; *Che cos'è l'Art Lending? E perché se ne parla?*, <<WeWealth>>, 2021
- Palumbo, Massimiliana; *ART LENDING: inquadramento, scenari e prospettive*, <<Quidmagazine>>, 2020
- Pomian, Krzysztof; *Collezionisti, amatori e curiosi. Parigi-Venezia XVI-XVIII secolo*, Milano, Il Saggiatore, 1989
- Poterfield, Carlie; *Il 2024 di Sotheby's: 6 miliardi di dollari*, <<Il Giornale dell'Arte>>, 2025
- Quaranta, Francesco; Soccorso, Paola; *Profilazione della clientela per la valutazione di adeguatezza*, in *Le evidenze dal Discussion paper della CONSOB*, Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani (Roma 2023), a cura di F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso, 2023
- Quirk, Liam; *Red Chip vs Blue Chip Art*, <<Grove Gallery>>, 2023

Von Habsburg, Elizabeth; Goodman, Rachel; *Art Appraisals in Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership*, a cura di C. McAndrew, 2010

Zorloni, Alessia; *Arte della speculazione*, <<Bluerating>>, 2021

Sitografia

<https://artinvestments.co.uk/blog/a-guide-to-red-chip-art/>

<https://fairart.com/editorial/guide/contemporary-art/11>

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

<https://news.artnet.com/market/state-of-the-art-market-understanding-regional-differences-in-the-globalized-art-market-2444281#:~:text=%E2%80%99COld%20Masters%E2%80%9D%20covers%20artists%20born,covers%20artists%20born%20after%201974.>

<https://studioeffeffe.com/art-insurance-le-assicurazioni-delle-opere-darte-e-il-loro-ruolo-nelle-operazioni-di-art-lending/>

<https://www.artbasel.com/stories/art-market-loans-2024>

<https://www.artbasel.com/stories/art-market-loans-2024>

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

<https://www.artprice.com/artmarketinsight/the-artprice100-index-was-up-1-55-in-2023>

<https://www.artrights.me/artisti-blue-chip-chi-sono/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html#:~:text=La%20volatilit%C3%A0%20misura%20l'incertezza,o%20di%20una%20attivita%C3%A0%20finanziaria.>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/volatilita-.html#:~:text=La%20volatilit%C3%A0%20misura%20l'incertezza,o%20di%20una%20attivita%C3%A0%20finanziaria.>

<https://www.comune.pavaro.to.it/it-it/FeliceCasorati>

<https://www.consob.it/web/investor-education/errori-e-trappole-comportamentali>

<https://www.krusoart.com/it/AboutUs>

<https://www.krusokapital.com/art-kredit>

<https://www.krusokapital.com/kruso-kapital>

<https://www.masterworks.com/about/about-masterworks>

<https://www.prnewswire.com/it/comunicati-stampa/artmarketcom-valutare-la-liquidita-delle-opere-darte-con-gli-strumenti-artprice-parte-1-di-2-301740524.html>

<https://www.sothebys.com/en/about/our-history?locale=it>

<https://www.sothebys.com/en/about/services/sothebys-financial-services>

<https://www.sothebys.com/en/articles/in-a-sophisticated-market-sothebys-financial-services-unlocks-the-power-in-collectors-hands>

Bibliografia delle figure

Figura 1: Artprice, The 2024 contemporary art market report, 2024

Figura 2: Artprice, The 2024 contemporary art market report, 2024

Figura 3: Deloitte, Art & Finance report, 2025

Figura 4: Deloitte, Art & Finance report, 2025

Figura 5: Deloitte, Art & Finance report, 2025

Figura 6: Deloitte, Art & Finance report, 2016

Figura 7: Deloitte, Art & Finance report, 2017

Figura 8: Deloitte, Art & Finance report, 2021

Figura 9: Chan A.K.H., Art as Collateral: Seeking Returns from Lending vs. Owning, <<Sotheby's Institute of Art>>, 2014

Figura 10: Bennett, J. Blake, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023

Figura 11: Bennett, J. Blake, *Art-Secured Lending and Evaluating the Loan-to-Value Ratio in Art and Real Estate Lending Markets*, <<UndergraduateResearchJournal>>, 2023

Sitografia delle figure

Figura 13: <https://www.gamtorino.it/it/archivio-catalogo/la-donna-e-larmatura/>

Appendice A: Campione opere

Opera	Data Asta	Estimate p (Ep)	Hammer p (Hp)
Le Pere Verdi o Quattro Pere sul Panno	2023-11-28	20000€-30000€	46.800,00 €
Nudo Seduto Davanti all'Inferriata	2021-11-23	no	18.200,00 €
Figura con Mano sul Viso	2021-11-18	2000€-3000€	2.750,00 €
Maternità	2020-12-12	70000€-100000€	70.000,00 €
La Madre (Maternità)**	2020-12-12	50000€-70000€	54.000,00 €
Nudi nello Studio**	2020-12-12	10000€-15000€	11.000,00 €
Nudo	2020-12-12	4500€-6000€	3.800,00 €
Nudo	2020-12-12	4500€-6000€	3.800,00 €
Ragazza Seduta	2020-11-24	55000€-60000€	69.050,00 €
Riposo	2020-06-30	no	13.000,00 €
Nudo Sdraiato*	2020-06-30	no	5.000,00 €
Nudi nello Studio*	2020-04-20	no	no
Natura Morta con la Maschera Rossa	2019-11-30	30000€-40000€	no
La Madre (Maternità)*	2019-11-30	40000€-70000€	no
Senza Titolo	2019-10-01	no	Bought In
Ragazza Seduta (Con l'Abito Chiaro)	2019-06-01	14000€-20000€	23.000,00 €
Le Arance*	2019-06-01	70000€-110000€	8.000,00 €
Nudo Sdraiato	2019-06-01	3500€-5500€	2.800,00 €
Nu Sur un Fauteuil	2019-04-16	40000€-60000€	Bought In
Etudiante	2019-04-16	50000€-70000€	Bought In
Nature Morte (Pommes et Flutes)	2019-04-16	50000€-70000€	Bought In
Fenêtre	2019-04-16	25000€-35000€	27.500,00 €
Senza Titolo	2019-04-13	1000€-1500€	950,00 €
Nudo Sdraiato (Nello Studio) o Ragazza***	2018-09-06	80000€-120000€	90.000,00 €
Figura	2018-08-06	200€-300€	190,00 €
Buste de Jeune Femme	2018-02-14	1500€-2000€	Bought In
Ragazza che Legge	2018-02-03	21000€-24000€	12.000,00 €
Le Stiratrici	2018-01-12	60000€-90000€	Bought In
Modella nello Studio (Figura)	2017-12-02	65000€-85000€	Bought In
La Madre (Maternità)	2017-12-02	55000€-75000€	60.000,00 €
Nudo di Donna*	2017-11-21	4000€-6000€	Bought In
Nude Sitting (with Floral Carpet)	2017-11-21	22000€-32000€	40.000,00 €
Bambina Seduta	2017-11-21	3000€-4000€	3.750,00 €
Figura di Donna	2017-06-13	2500€-3500€	5.000,00 €
Paralleli I	2017-05-27	45000€-70000€	74.000,00 €
Natura Morta a Pavarolo	2017-05-27	35000€-50000€	46.000,00 €
Due Nudi	2017-05-27	30000€-50000€	30.000,00 €
Natura Morta (Pere)	2017-05-27	14000€-20000€	16.000,00 €
Figure Sdraiate	2017-05-27	400€-700€	900,00 €
Bambine	2017-05-27	200€-300€	180,00 €
Fanciulla	2017-03-22	3000€-5000€	Bought In
Donna Triste	2016-12-15	13000€-15000€	Bought In
Small Boats on a Quay Side	2016-12-14	4000€-6000€	Bought In
Figura	2016-12-10	1500€-2000€	1.300,00 €
Nudo Femminile	2016-12-05	9000€-12000€	6.000,00 €

Nudo Sdraiato (Nello Studio) o Ragazza**	2016-11-26	90000€-150000€	90.000,00 €
Ragazza col Vestito a Righe	2016-11-26	85000€-140000€	26.000,00 €
La Draga del Fiume	2016-11-26	36000€-40000€	8.000,00 €
Limoni sull'Alzata	2016-11-24	15000€-18000€	18.600,00 €
Nudo di Donna	2016-11-23	5000€-7000€	Bought In
Figura Femminile Seduta	2016-10-15	1800€-2500€	3.200,00 €
Studio per Angelo*	2016-09-03	5000€-6000€	Bought In
Maternità	2016-06-25	700€-1200€	Bought In
Natura Morta	2016-06-24	20000€-30000€	Bought In
Uova e Limoni	2016-05-31	150000€-20000€	20.000,00 €
La Zingara*	2016-05-28	30000€-45000€	28.000,00 €
Tre Dormienti	2016-05-28	10000€-18000€	10.000,00 €
Nudo Sdraiato*	2016-05-28	7000€-9000€	7.000,00 €
Tre Donne	2016-05-27	8000€-12000€	7.000,00 €
Donna Nuda	2016-05-11	40000€-50000€	Bought In
Il Mulino del Po	2016-04-09	600€-800€	Bought In
Ragazza Nuda*	2016-04-05	50000€-90000€	139.800,00 €
San Tommaso Triumph	2016-03-15	40000€-60000€	Bought In
Studio per Angelo	2016-03-12	5000€-6000€	Bought In
Senza Titolo	2016-03-09	300€-400€	Bought In
Vecchia**	2016-02-28	17000€-17000€	Bought In
Le Piantine	2016-02-05	29500€-42000€	71.500,00 €
Vocazione	2016-02-05	18000€-24000€	59.500,00 €
Natura Morta con Testa di Gesso e Libri	2016-02-05	12000€-18000€	36.000,00 €
Ragazza Nuda	2016-02-03	48000€-72000€	Bought In
Ragazza Seduta	2015-12-16	9000€-12000€	26.250,00 €
Senza Titolo	2015-12-16	1800€-2400€	4.500,00 €
Figura di Bambino	2015-12-15	25000€-30000€	Bought In
Figura Accovacciata	2015-12-10	18000€-22000€	Bought In
Ragazza col Libro	2015-12-04	60000€-80000€	Bought In
Nuda	2015-11-30	4200€-5600€	Bought In
Danzatrici (Particolare)	2015-11-30	18000€-24000€	Bought In
Ragazza*	2015-11-30	9000€-12000€	Bought In
Due Nudi nel Paesaggio	2015-11-30	18000€-24000€	Bought In
Due Nudini di Bambina	2015-11-30	4500€-6000€	3.000,00 €
La Giovinetta (con Libro e Anemoni)	2015-11-28	110000€-160000€	100.000,00 €
Il Riposo delle Mondine	2015-11-28	18000€-20000€	11.000,00 €
Bozzetto per Ritratto di Fanciullo	2015-11-12	20000€-30000€	Bought In
Nudo nello Studio	2015-11-12	30000€-40000€	Bought In
Nudo di Schiena e Colonna	2015-10-10	500€-700€	250,00 €
Paesaggio**	2015-07-16	5500€-8000€	5.200,00 €
Mele Cotogne	2015-06-09	20000€-30000€	25.000,00 €
Rape (sul Panno)	2015-05-30	40000€-60000€	38.000,00 €
Mele o Natura Morta con Nudo	2015-05-30	30000€-50000€	31.000,00 €
Due Nudi o Bozzetto per Fontana	2015-05-29	900€-1400€	850,00 €
no	2015-05-20	30000€-40000€	27.500,00 €
Figura Femminile in interno	2015-05-18	5000€-7000€	Bought In
Figura Femminile Carponi	2015-05-18	9000€-12000€	Bought In

Nudo di Donna	2015-05-18	8000€-10000€	Bought In
Natura Morta	2015-05-18	20000€-30000€	21.000,00 €
Figure Femminili	2015-05-12	8000€-12000€	7.440,00 €
Ragazza che Legge	2015-05-09	21000€-24000€	12.000,00 €
Senza Titolo	2015-04-28	3000€-5000€	4.000,00 €
L'Abbraccio	2015-03-29	1000€-1200€	300,00 €
Nudo Dormiente	2015-03-21	54000€-60000€	30.000,00 €
Paesaggio*	2015-02-14	7000€-10000€	6.800,00 €
Addormentata tra i Campi	2014-12-16	18000€-20000€	24.800,00 €
Notturmo	2014-12-15	4000€-6000€	Bought In
Le Arance	2014-11-29	80000€-140000€	75.000,00 €
Nudo di Ragazza nei Campi	2014-11-29	40000€-60000€	34.000,00 €
Uova e Genziane**	2014-11-29	15000€-25000€	15.000,00 €
Ragazza con Pere	2014-11-27	300€-500€	298,00 €
Nudo con la Maschera	2014-11-17	80000€-120000€	88.000,00 €
Interno	2014-11-17	15000€-20000€	14.000,00 €
Figura Seduta	2014-11-17	500€-700€	300,00 €
Due Bambine	2014-11-17	300€-400€	200,00 €
Boucherie	2014-11-11	20000€-30000€	Bought In
Vecchia*	2014-11-11	20000€-25000€	Bought In
Scoglio delle Sirene	2014-11-11	1000€-1500€	1.375,00 €
Idomeneo di Mozart	2014-11-11	300€-400€	525,00 €
Le Baccanti di Federico Ghedini	2014-11-11	300€-400€	425,00 €
Donna con la Camicetta Rosa*	2014-10-11	15000€-20000€	14.500,00 €
Paesaggio	2014-10-11	10000€-15000€	9.000,00 €
Donna Seduta	2014-10-11	3000€-4000€	2.600,00 €
Fanciulla Seduta	2014-05-31	20000€-30000€	20.000,00 €
Vecchia	2014-05-31	14000€-20000€	13.000,00 €
L'Abbraccio	2014-05-30	250€-350€	240,00 €
Nudo Disteso	2014-05-22	40000€-60000€	49.100,00 €
Maternità	2014-05-21	500€-700€	Bought In
Senza Titolo	2014-05-19	16000€-18000€	Bought In
Cucitrice nella Soffitta	2014-05-19	30000€-40000€	25.000,00 €
Nuda con Chitarra	2014-05-19	300€-400€	200,00 €
Traveler with Flowers**	2014-05-04	1500€-2500€	Bought In
Donna nella Stanza	2014-03-30	200€-200€	300,00 €
Figura Femminile	2014-03-24	4000€-5000€	Bought In
Cine Club Torino	2014-03-24	900€-1200€	400,00 €
Eclissi di Luna o Paralleli	2014-03-22	90000€-100000€	Bought In
Marina	2014-02-07	6000€-11000€	12.000,00 €
Figura Sdraiata o La Dormiente	2013-12-14	22000€-28000€	20.000,00 €
Uova e Genziane	2013-11-30	20000€-30000€	14.000,00 €
Nudo Sdraiato	2013-11-30	8000€-12000€	7.000,00 €
Piatto e Flauti	2013-11-28	20000€-30000€	24.700,00 €
Due Donne al Bagno	2013-10-28	22000€-30000€	Bought In
Due Figure	2013-10-28	8000€-12000€	Bought In
Sleeping Woman	2013-06-19	4000€-6000€	5.000,00 €
Nudino di Schiena	2013-06-10	2200€-3000€	1.700,00 €

Nudo o Nudo Disteso che Legge**	2013-06-01	60000€-80000€	75.000,00 €
Studio per il Meriggio	2013-06-01	25000€-35000€	33.000,00 €
no	2013-05-22	60000€-80000€	51.900,00 €
Due Figure Femminili	2013-05-21	6000€-8000€	Bought In
Busto	2013-05-21	2000€-3000€	Bought In
Uova e Limoni*	2013-01-16	45000€-50000€	20.000,00 €
Sedia Azzurra e Rape (Rape e Brocca)	2012-12-01	40000€-60000€	55.000,00 €
Nudo (Modella Bionda o Nudo di Donna Seduta)	2012-12-01	35000€-50000€	35.000,00 €
Figura Femminile	2012-11-29	5000€-6000€	Bought In
Il Gelo	2012-11-29	180000€-220000€	Bought In
I Gemelli	2012-11-26	80000€-120000€	Bought In
Le Bagnanti	2012-11-26	8000€-12000€	Bought In
Illustrazione per un'Opera Teatrale	2012-07-17	15000€-23000€	Bought In
Traveler with Flowers*	2012-06-03	1920€-3850€	Bought In
I Pesci	2012-05-29	25000€-35000€	31.040,00 €
Nudo con Pelliccia	2012-05-26	50000€-70000€	44.000,00 €
Nudo in Ginocchio	2012-05-25	3500€-4500€	3.200,00 €
Finestra sul Lago	2012-05-24	20000€-30000€	Bought In
Nudo di Schiena	2012-05-24	25000€-35000€	29.550,00 €
Veduta della Gallinara*	2012-05-24	25000€-35000€	24.750,00 €
Natura Morta con Cesto di Pere	2012-04-24	28000€-32000€	Bought In
Donna che Legge*	2012-04-19	4000€-6000€	6.250,00 €
Paesaggio	2012-03-30	14000€-16000€	Bought In
Donna con la Camicetta Rosa	2012-03-30	20000€-25000€	17.000,00 €
Uova e Limoni	2012-03-03	45000€-50000€	Bought In
Il Filosofo con Castello**	2012-01-06	18000€-20000€	Bought In
Ragazza Distesa	2011-12-15	12500€-17000€	Bought In
Italianische kunst der gegenwart 1	2011-12-10	3000€-4000€	2.800,00 €
Italianische kunst 2	2011-12-10	3000€-4000€	2.800,00 €
Italianische kunst 3	2011-12-10	3000€-4000€	2.800,00 €
Traveler with Flowers	2011-12-05	2800€-4800€	Bought In
Figure	2011-12-02	4000€-6000€	3.400,00 €
Donna che Legge	2011-11-23	8000€-12000€	Bought In
Dormiente	2011-11-23	12000€-18000€	Bought In
Still Life (Uva, Lemons and Eggs)	2011-11-23	70000€-90000€	84.750,00 €
Concerto	2011-11-23	20000€-30000€	26.000,00 €
Dolce Riposo	2011-11-23	10000€-15000€	10.400,00 €
Vendemmiatrici	2011-11-18	16000€-20000€	30.000,00 €
Uova sul Muro	2011-10-24	35000€-50000€	Bought In
Sonno	2011-09-10	18000€-20000€	10.000,00 €
Uova e Genziane*	2011-06-14	25000€-30000€	Bought In
Dormiente	2011-06-13	22000€-30000€	12.000,00 €
Nudo Disteso	2011-06-11	4500€-7500€	no
Nudo Sdraiato (Nello Studio) o Ragazza*	2011-05-28	150000€-200000€	140.000,00 €
Veduta della Gallinara	2011-05-26	25000€-35000€	24.750,00 €
Ritratto di Alberto Orefice e della Madre	2011-05-24	60000€-90000€	Bought In
Nudo	2011-05-24	80000€-120000€	Bought In
Half-Length Figure from the Front	2011-05-18	2700€-3000€	Bought In

Reading a Book	2011-04-28	3850€-5700€	48.500,00 €
Figura Seduta	2011-03-24	3000€-4000€	7.440,00 €
Figure	2011-03-24	5000€-6000€	5.952,00 €
Nudo	2011-03-24	4000€-5000€	4.712,00 €
Antilettura	2011-02-22	800€-1200€	Bought In
Figura e Natura Morta*	2010-12-15	70000€-90000€	Bought In
Il Malatino o Bambino Malato	2010-11-27	80000€-120000€	100.000,00 €
Pere e Flauti*	2010-11-27	75000€-100000€	75.000,00 €
Natura Morta con Brocca	2010-11-27	5000€-7000€	9.000,00 €
Maternità	2010-11-25	5000€-8000€	6.200,00 €
Nudo nella Stanza	2010-11-23	55000€-85000€	Bought In
Cerere I	2010-11-23	150000€-200000€	Bought In
Nudo Dormiente	2010-11-23	30000€-40000€	Bought In
Halbfigur von vorne	2010-11-13	5000€-6000€	Bought In
Pavarolo*	2010-11-13	45000€-50000€	25.000,00 €
Nudo Femminile	2010-06-16	6000€-8000€	Bought In
Litografie	2010-06-16	18000€-24000€	Bought In
Figure Fondo Rosa	2010-06-16	9000€-12000€	10.000,00 €
Natura Morta Grigia	2010-06-14	15000€-20000€	35.960,00 €
Natura Morta con Arance	2010-05-29	110000€-160000€	115.000,00 €
Due Teste e Carte da Gioco*	2010-05-29	75000€-95000€	70.000,00 €
Natura Morta con Due Uccellini	2010-05-29	30000€-40000€	30.000,00 €
Pere Verdi (con Dormiente)	2010-05-25	90000€-130000€	Bought In
Musizierende in Halbfigur	2010-04-23	4000€-6000€	3.500,00 €
Paese Ligure	2009-12-19	180000€-200000€	Bought In
Le Tre Sorelle	2009-11-28	100000€-140000€	100.000,00 €
Nudino (Ragazza Seduta per Terra)	2009-11-28	40000€-50000€	40.000,00 €
Frutta o Natura Morta	2009-11-25	60000€-80000€	70.350,00 €
Due Cavalli (Tra i Campi)	2009-11-25	12000€-15000€	15.000,00 €
Addormentate	2009-11-23	30000€-40000€	Bought In
L'Incontro con la Musica*	2009-11-23	35000€-50000€	30.000,00 €
Progetto per Fontana	2009-11-19	6000€-8000€	Bought In
Passeggiata a Villa Caracciolo	2009-10-12	15000€-20000€	30.750,00 €
Il Filosofo davanti al Castello*	2009-09-30	9000€-12000€	Bought In
Scodella e Zucchini	2009-06-24	41800€-60000€	51.500,00 €
Prigioniere	2009-05-30	180000€-250000€	180.000,00 €
Bozzetto di Costumi per la Vestale	2009-05-30	28000€-35000€	28.000,00 €
Nudi nello Studio	2009-05-30	18000€-25000€	18.000,00 €
Fanciulla Seduta allo Specchio	2009-05-25	35000€-50000€	Bought In
Le Case Popolari	2009-05-25	70000€-100000€	Bought In
Paesaggi Case o Casolari	2009-05-25	12000€-16000€	21.450,00 €
Uova e Genziane	2009-05-12	30000€-40000€	Bought In
Notturmo con Figure	2009-04-02	30000€-40000€	Bought In
Viola, Uova e Flauto	2009-03-30	32000€-34000€	Bought In
In Dolce Abbandono	2009-01-24	12000€-15000€	Bought In
Interno e Suore (Due Suore)	2008-12-20	7000€-8000€	4.000,00 €
Figurini per Costumi Teatrali	2008-12-18	3000€-4000€	Bought In
Nudo o Nudo Disteso che Legge*	2008-11-29	120000€-160000€	120.000,00 €

Ritratto di Francesco Apollonio	2008-11-29	30000€-40000€	24.000,00 €
Nudo in Poltrona	2008-11-29	25000€-30000€	23.000,00 €
Nudino (Fra i Campi)*	2008-11-29	20000€-25000€	19.000,00 €
Nudo*	2008-11-29	8000€-12000€	7.000,00 €
Ragazza Seduta	2008-11-28	8000€-10000€	7.200,00 €
Fanciulla Seduta	2008-11-27	15500€-15500€	Bought In
Ritratto di Giovane	2008-11-25	12000€-18000€	Bought In
Due Teste e Carte da Gioco	2008-11-25	90000€-120000€	Bought In
Nudo Seduto	2008-11-25	8000€-12000€	Bought In
Ritratto di Raja con Paesaggio	2008-11-25	50000€-60000€	Bought In
Lo Studio	2008-11-24	600000€-800000€	605.600,00 €
Paesaggio	2008-11-10	30000€-40000€	Bought In
Pavarolo	2008-11-10	30000€-40000€	Bought In
Ragazza Seduta o Ragazza in Attesa	2008-11-10	60000€-90000€	45.000,00 €
Ragazza Dormiente	2008-11-10	40000€-60000€	45.000,00 €
Ragazza	2008-11-10	9000€-12000€	6.000,00 €
Tre Donne. Il Cucito, la Lettura	2008-10-14	40000€-60000€	Bought In
Nudo Femminile Seduto	2008-10-14	11000€-13000€	Bought In
Piazza Maria Teresa	2008-06-09	7000€-9000€	8.500,00 €
La Zingara	2008-05-31	70000€-100000€	60.000,00 €
Dormiente	2008-05-30	5200€-7200€	4.000,00 €
Bozzetto per Fontana	2008-05-30	4600€-5600€	3.800,00 €
Nudo di Schiena	2008-05-26	70000€-100000€	145.100,00 €
Fanciulla Addormentata nello Studio	2008-05-21	80000€-120000€	148.800,00 €
La Vestale. Atto I	2008-05-21	35000€-45000€	49.600,00 €
Ragazza nello Studio	2008-05-20	48000€-55000€	Bought In
Nudo Disteso	2008-03-11	18000€-25000€	Bought In
Disegno Rosso	2008-03-11	5500€-7500€	Bought In
Donna Seduta (Con il Capo Reclino)	2008-02-13	67000€-86000€	185.000,00 €
Autoritratto	2008-01-20	45000€-50000€	Bought In
Invito alla Danza	2008-01-20	50000€-55000€	Bought In
L'Incontro con la Musica	2007-12-19	20000€-30000€	Bought In
Donna con Arco*	2007-12-19	20000€-30000€	Bought In
La Dormiente*	2007-12-19	20000€-30000€	Bought In
Dormiente nel Paesaggio	2007-12-19	5000€-7000€	6.250,00 €
Nudo in Blu	2007-12-01	140000€-180000€	140.000,00 €
Caraffa e Pere	2007-12-01	45000€-60000€	44.000,00 €
Natura Morta con Fruttiera	2007-11-27	60000€-80000€	63.200,00 €
Conversazione	2007-11-27	20000€-30000€	25.400,00 €
Scena per un'Opera	2007-11-26	15000€-20000€	Bought In
Ritratto con Mazzetto di Fiori o Ritratto di Ada	2007-11-26	100000€-150000€	120.250,00 €
Lettrice Addormentata	2007-11-26	80000€-120000€	84.250,00 €
Nudi (In Piedi) nel Bosco	2007-11-19	35000€-45000€	Bought In
Donna con Brocca	2007-11-19	5000€-7000€	Bought In
Nudo Sdraiato (nello Studio)	2007-10-16	210000€-250000€	292.270,00 €
Natura Morta con Brocca e Limoni	2007-05-26	100000€-150000€	110.000,00 €
Pere e Flauti	2007-05-26	90000€-130000€	100.000,00 €
Nudino (Fra i Campi)	2007-05-26	30000€-40000€	32.000,00 €

Nudo	2007-05-26	10000€-15000€	8.500,00 €
Giannina	2007-05-22	60000€-80000€	55.000,00 €
Nudino o Nudo Disteso sul Panno	2007-05-21	35000€-50000€	64.480,00 €
Nudino nel Paesaggio	2007-05-21	8000€-12000€	11.160,00 €
Self-Portrait	2007-05-15	14000€-16000€	13.000,00 €
Nude	2006-12-16	30000€-40000€	29.000,00 €
Yellow Nude	2006-12-16	15000€-16000€	13.500,00 €
Nudo o Nudo Disteso che Legge	2006-12-02	120000€-160000€	115.000,00 €
Donna alla Finestra	2006-11-28	60000€-90000€	186.000,00 €
Il Filosofo con Castello	2006-11-28	6000€-8000€	7.440,00 €
Studio per Angelo	2006-11-28	6000€-8000€	6.820,00 €
Study of Angel	2006-11-21	2000€-3000€	2.000,00 €
Two Sisters	2006-11-20	30000€-35000€	30.000,00 €
Naked Boy	2006-11-20	7000€-9000€	7.000,00 €
Three Nudes	2006-11-20	4000€-5000€	5.500,00 €
Bowl with Fruit	2006-09-09	60000€-60000€	65.000,00 €
Eggs and Flowers	2006-06-14	25000€-28000€	24.000,00 €
Figure*	2006-06-10	10000€-10000€	10.000,00 €
Nude in Blue	2006-05-27	140000€-180000€	140.000,00 €
Donna Vicino al Tavolo	2006-05-23	180000€-250000€	376.207,00 €
Natura Morta (Limoni)	2006-05-23	50000€-70000€	66.000,00 €
Daphne in Pavarolo	2006-05-23	30000€-40000€	43.200,00 €
Reclining Female Nude	2006-05-18	12000€-15000€	18.000,00 €
Pink Figure on Blue Background	2006-04-22	50000€-50000€	55.000,00 €
Seated Nude	2006-04-12	85000€-90000€	90.000,00 €
Female Nude with Three Lemons	2006-02-22	60000€-80000€	130.000,00 €
Nude on Chair	2005-12-03	5000€-5000€	5.000,00 €
Nude in Landscape	2005-11-26	35000€-50000€	40.000,00 €
Apparition of Neptune	2005-11-26	2000€-3000€	2.400,00 €
Angel of the Night	2005-11-23	160000€-200000€	140.000,00 €
Eggs on the Carpet	2005-11-23	60000€-80000€	105.000,00 €
Sleeping	2005-11-21	30000€-40000€	32.000,00 €
Woman with Bow	2005-11-21	30000€-40000€	32.000,00 €
Sleeping	2005-11-21	6000€-8000€	7.000,00 €
Back Stage	2005-11-17	32000€-35000€	40.000,00 €
Model on the Sofa	2005-11-17	6500€-7500€	7.000,00 €
Night Camp	2005-11-17	3800€-4400€	4.400,00 €
Seated Figure	2005-10-11	5000€-6000€	7.500,00 €
Maria Teresa Square	2005-10-11	2500€-3000€	2.500,00 €
Sleeping	2005-09-03	20000€-20000€	23.000,00 €
Study for Portrait of Gobetti	2005-06-16	4000€-4000€	4.000,00 €
Green Landscape	2005-05-26	70000€-90000€	65.000,00 €
Landscape	2005-05-26	25000€-30000€	32.000,00 €
Maternity, Three Women	2005-04-02	25000€-25000€	28.000,00 €
Tracia's Horses	2005-03-09	3000€-4000€	7.000,00 €
Figure	2005-01-06	7000€-7000€	9.000,00 €