



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Corso di Laurea Magistrale in Economia e Gestione delle Arti
e delle attività culturali**

(Classe LM – 76 – Scienze economiche per l'ambiente e la cultura)

Tesi di Laurea

GLI STRUMENTI DERIVATI NEL MERCATO DELL'ARTE:

IL CASO DEGLI ART CREDIT DEFAULT SWAPS

Relatore

Chiar.ma Prof.ssa

Stefania Funari

Laureando

Gabriele Marion

Matricola 871898

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1: IL WEALTH MANAGEMENT E LA GESTIONE DEL PATRIMONIO ARTISTICO DEL CLIENTE.....	7
1.1 DEFINIZIONE DI WEALTH MANAGEMENT.....	7
1.2 IL CONTESTO ECONOMICO INTERNAZIONALE.....	8
1.3 LA DISTRIBUZIONE DELLA RICCHEZZA A LIVELLO GLOBALE.....	14
1.4 RECENTI TREND NELLA CLASSE DEGLI <i>HIGH NET WORTH INDIVIDUALS</i>	18
1.5 WEALTH MANAGEMENT: STATO ATTUALE E SVILUPPI FUTURI.....	22
1.5.1 Il lato della domanda e la regolamentazione.....	23
1.5.2 Il livello di investimento e l'orientamento al risultato.....	29
1.5.3 Lo sviluppo tecnologico.....	33
1.5.4 L'adozione dell'approccio olistico.....	41
1.6 LA GESTIONE DEL PATRIMONIO ARTISTICO DEL CLIENTE ALL'INTERNO DEL WEALTH MANAGEMENT.....	42
1.6.1 Definizione di Art banking e art advisory.....	42
1.6.2 Ruolo dell'art banking e del relationship manager.....	46
1.6.3 Gli HNWI e il mercato dell'arte.....	48
1.6.4 Arte e Wealth Management.....	55
1.6.5 I servizi offerti.....	57
1.6.6 <i>Client entertainment, client education e art philanthropy</i>	64
1.7 IL PROCESSO DI INTEGRAZIONE TRA ISTITUZIONI FINANZIARIE E CULTURALI.....	66
1.7.1 <i>Corporate philanthropy e Corporate sponsorship</i>	66
1.7.2 I vantaggi dell'integrazione per le parti in gioco.....	74

1.7.3 Problemi etici nel rapporto tra istituzioni finanziarie e culturali e il tema della valutazione.....	79
CAPITOLO 2: L'OPERA D'ARTE COME COLLATERALE.....	88
2.1 ORIGINE E SVILUPPO DEI PRESTITI CON L'OPERA D'ARTE COME COLLATERALE.....	88
2.2 LE DIVERSE ISTITUZIONI EROGATRICI DEL PRESTITO E I SOGGETTI INTERESSATI.....	92
2.3 I VANTAGGI E RISCHI DEGLI <i>ART SECURED LENDING</i>	99
2.4 I FATTORI PRINCIPALI PER LO SVILUPPO DEL SETTORE DEGLI <i>ART SECURED LENDING</i> ...	103
2.5 LA GESTIONE DEL RISCHIO NEI PRESTITI CON L'OPERA D'ARTE COME COLLATERALE....	106
2.6 LE TIPOLOGIE DEGLI <i>ART SECURED LENDING</i>	117
2.7 ESEMPI DI ISTITUZIONI SPECIALIZZATE NEGLI <i>ART SECURED LENDING</i>	119
CAPITOLO 3: LO STRUMENTO DERIVATO DEGLI <i>ART CREDIT DEFAULT SWAPS</i>.....	123
3.1 GLI STRUMENTI DERIVATI NEL MERCATO DELL'ARTE.....	123
3.2 GLI <i>ART CREDIT DEFAULT SWAPS</i>	130
3.2.1 Il funzionamento degli ACDS.....	131
3.2.2 Le possibilità in termini di relazioni con la terza parte.....	136
3.2.3 Le implicazioni potenziali dello sviluppo degli ACDS.....	143
3.2.4 Un approfondimento sul ruolo dei CDS e la loro evoluzione post crisi.....	153
3.3 UNA POSSIBILE EVOLUZIONE DEGLI ACDS.....	167
3.3.1 ACDS e una rilettura dei fattori relativi alla crisi del 2007.....	167
3.3.2 Il mercato dei potenziali <i>protection seller</i>	173
3.3.3 Alcune riflessioni e proposte per un mercato degli ACDS.....	178
CONCLUSIONI.....	201
APPENDICE: INTERVISTA AL WEALTH MANAGER EMANUELE BERTOLASO.....	207
BIBLIOGRAFIA.....	210
SITOGRAFIA.....	215

INTRODUZIONE

Il settore del wealth management sta attraversando una fase di evoluzione dettata da una pluralità di fattori che comportano un aumento del livello di competizione tra i *player* attivi in questo settore. Ad esempio, una più stringente regolamentazione limita i margini di manovra delle società finanziarie, lo sviluppo tecnologico permette una contrazione dei costi dei servizi consentendo a nuove società di entrare nel mercato e di rivolgersi a segmenti di clientela che in precedenza non rientravano nell'orbita del wealth management. Allo stesso tempo, il ricambio generazionale nel lato della domanda mette in discussione i modelli di business tradizionali di questo settore il che porta alla necessità di sviluppare nuove soluzioni.

Dunque, al giorno d'oggi, la capacità di soddisfare le esigenze del cliente secondo diverse declinazioni, che in parte esulano dai servizi finanziari tradizionali, rappresenta una problematica cruciale per il lato dell'offerta di tale settore.

In questo contesto assume una crescente rilevanza il settore dell'art banking, il quale si pone l'obiettivo di rispondere alle necessità della clientela in relazione alla gestione del patrimonio artistico individuale, secondo diverse sfaccettature e in base alle peculiarità del caso specifico. Proprio in virtù della crescente competizione, l'offerta di servizi di questo tipo rientra nella strategia volta alla fidelizzazione del cliente e rappresenta allo stesso tempo un elemento di differenziazione rispetto alla concorrenza. A queste considerazioni se ne aggiungono altre che riguardano le caratteristiche proprie dell'arte in qualità di investimento alternativo e di passione. Si tratta di una tipologia di investimenti la cui importanza è cresciuta a seguito dell'ultima crisi finanziaria globale, in particolare per il potenziale positivo in termini di diversificazione nel portafoglio finanziario ma anche per le specificità proprie degli investimenti di passione non condivise da strumenti di investimento tradizionali (si pensi ad esempio al 'rendimento estetico' proprio delle opere d'arte). Inoltre tale strategia risponde alle inclinazioni della nuova clientela del wealth management, cresciuta nel corso dell'ultima crisi finanziaria globale e tendenzialmente più diffidente nei confronti della finanza tradizionale.

Allo stesso tempo, considerare l'arte come un *asset class* presuppone una serie di problematiche legate alle peculiarità del mercato dell'arte come l'elevato grado di volatilità, la scarsa liquidità, la mancanza di trasparenza, e così via. Da ciò deriva la necessità di sviluppare o affinare competenze specifiche all'interno del settore del wealth management al

fine di poter proporre un'offerta di servizi in grado di rispondere alle esigenze della clientela in tal senso.

Dunque, uno degli obiettivi del seguente elaborato è quello di individuare i fattori principali che spiegano lo stato attuale e l'evoluzione dei settori del wealth management e dell'art banking, analizzando le caratteristiche dei servizi offerti e cercando di cogliere le principali problematiche. Si tratta di un punto di partenza per poi approfondire un tema specifico, quello dell'applicazione degli strumenti derivati al mercato dell'arte al fine di tracciare le opportunità per il settore dell'art banking, e in generale per le parti in gioco, derivanti dall'implementazione di tali strumenti finanziari. Con tale obiettivo in mente, il lavoro si focalizza sullo strumento degli *Art Credit Default Swaps (ACDS)*; l'approfondimento del settore del wealth management e di quello dell'art banking si configura quindi come un'analisi della domanda e dell'offerta potenziali alla base del mercato degli *Art Credit Default Swaps*.

In particolare, gli ACDS sono funzionali al miglioramento del mercato degli *art secured lending*, una particolare tipologia di prestiti che utilizza le opere d'arte del cliente come collaterale per l'elargizione di un finanziamento. Si tratta di un servizio di crescente importanza rientrante nell'orbita dell'art banking e l'analisi di tale servizio rappresenta uno dei punti chiave dell'elaborato.

Infine, nella tesi si affronta il tema delle relazioni tra settore finanziario e settore culturale, cercando di cogliere le possibili evoluzioni di tale rapporto alla luce dello sviluppo del settore dell'art banking. Le difficoltà connesse alla gestione del patrimonio artistico del cliente comportano la necessità di sviluppare competenze che non rientrano in quelle tradizionali del settore finanziario al fine di soddisfare le richieste della clientela. Da questa situazione nascono delle opportunità per una più stretta relazione sotto una molteplicità di declinazioni tra sfere tradizionalmente distanti come quella finanziaria e quella culturale, dalla formazione manageriale per temi relativi ai beni artistici, a servizi rientranti nella filantropia verso attività artistiche-culturali, e così via. Dunque, secondo quest'ottica, si delineano i potenziali benefici per le parti in gioco così come le principali problematiche, in primis di natura etica, derivanti da una più stretta relazione.

La tesi è organizzata nel seguente modo.

Ci si concentra dapprima sui settori del wealth management e dell'art banking con un'analisi dei fattori più significativi alla base del loro sviluppo. A tal fine si propone una revisione dei principali report redatti da società di consulenza ed enti di ricerca operanti in questo settore e della letteratura accademica sull'argomento. Nell'analisi viene trattato il fenomeno della crescita degli *high net worth individuals*, tra i fattori che contraddistinguono l'evoluzione del settore del wealth management e che influenzano il mercato dell'arte nonché l'industria dell'art banking. In questa prima parte della tesi ci si focalizza sul tema dell'art banking delineando la situazione attuale e analizzando l'offerta di servizi di questo settore. Quindi viene introdotta la tematica delle relazioni tra settore finanziario e settore artistico-culturale, in particolare secondo l'ottica della filantropia e della sponsorizzazione verso istituzioni culturali sia da parte di privati che di aziende.

Successivamente si approfondisce il tema dei prestiti con l'opera d'arte che funge da collaterale, gli *art secured lending*. Tale scelta è in linea con la finalità dell'elaborato dal momento che rappresenta un passaggio necessario per poter affrontare il tema degli *Art Credit Default Swaps*, i quali si basano su tale tipologia di prestiti. Anche in questo caso, la trattazione viene strutturata in base ad un'analisi della letteratura scientifica sull'argomento. Viene affrontata la nascita, lo sviluppo e la situazione attuale di tale tipologia di prestiti e vengono individuati i principali fattori che ne determinano l'evoluzione così come le problematiche e i benefici più significativi.

L'ultima parte dell'elaborato tratta il tema degli strumenti derivati nel mercato dell'arte, in particolare incentrandosi sul caso teorico degli *Art Credit Default Swaps*. Si effettua una revisione della letteratura accademica sull'argomento, si esaminano alcuni correttivi, introdotti per i generici *Credit Default Swaps* e si discute sulla possibilità di estenderli al fine di migliorare l'efficacia e la stabilità degli *Art Credit Default Swaps*. Si approfondisce infine il mercato dei potenziali *protection seller* per comprendere quali potrebbero essere le parti interessate ad entrare in questi contratti.

CAPITOLO 1

IL WEALTH MANAGEMENT E LA GESTIONE DEL PATRIMONIO ARTISTICO DEL CLIENTE

1.1 DEFINIZIONE DI WEALTH MANAGEMENT

Per tracciare i confini di cosa s'intende per wealth management e quali pratiche rientrino al suo interno, si può dire che esso descriva la combinazione della gestione degli investimenti personali, la consulenza finanziaria, nonché discipline relative alla pianificazione, il tutto rivolto al beneficio dei clienti rientranti nella classe degli *'high-net-worth individuals'* (di cui si parlerà in seguito)¹. Se si opta invece per una definizione più focalizzata e ristretta, un wealth manager assiste il cliente nella costruzione di un portafoglio finanziario e funge da consulente per rispondere alle sue esigenze finanziarie correnti e future. I compiti relativi alla pianificazione s'incentrano principalmente sia sulla pianificazione fiscale relativa al portafoglio sia su quella collegata all'intero patrimonio del cliente.

Se si vuole adottare una definizione che comprende parametri più ampi, allargando ulteriormente i confini di questa attività, all'interno di questo campo si aggiungono altre pratiche come la consulenza filantropica, quella amministrativa relativa alla pensione del cliente o ancora alla gestione di ampi patrimoni familiari, per citarne alcune.

Alla base di questa pratica vi è l'idea che, anziché dover integrare consigli e prodotti di vario tipo afferenti ad una serie di professionisti, il cliente possa beneficiare di un approccio olistico nel quale un singolo manager coordini tutti i servizi necessari alla gestione delle sue finanze nell'ottica di soddisfare i bisogni attuali e futuri del cliente ed eventualmente della sua famiglia². Ciò detto, è frequente trovare una specializzazione da parte del manager in un particolare settore o servizio.

¹ Financial Times: Lexicon, *Definition of wealth management* (www.lexicon.ft.com).

² Investopedia, *Wealth management definition*, 31 Marzo 2019 (www.investopedia.com).

Micheal Chamberlain, *financial planner* e wealth manager, in un articolo pubblicato su *Forbes* nell'aprile del 2018³, spiega come vi siano due approcci principali utilizzati dalle aziende che offrono questi servizi: l'approccio 'collaborativo' e il cosiddetto '*single office approach*'.

Nel primo caso un'azienda o un singolo individuo agisce da fulcro per un team di consulenti; solitamente vi è un professionista specializzato nella pianificazione finanziaria e nella gestione degli investimenti che opera però in coordinazione con gli altri consulenti del singolo cliente o della sua famiglia (area fiscale, legale, assicurazione, ecc.) adottando dunque un approccio integrato.

La seconda tipologia di approccio è quella comunemente adottata dai principali istituti bancari, dalle società di intermediazione e da quelli che vengono chiamati i *family offices*. All'interno di una di queste società nello stesso ufficio lavora del personale specializzato in determinate funzioni (ad esempio chi si occupa di investimenti, chi del contenimento del rischio, chi della pianificazione fiscale, ecc.). Chamberlain fornisce una definizione riassuntiva del wealth management, spiegando come esso si configuri come l'utilizzo di processi, servizi e prodotti progettati per la crescita, la protezione, l'utilizzo, la diffusione della ricchezza del cliente.

Per quanto concerne le strategie adottate dal wealth manager, esse si basano su un piano volto a mantenere ed incrementare la ricchezza del cliente a seconda della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi e della sua propensione al rischio. Una volta sviluppato il piano originale, il manager s'incontra regolarmente con il cliente per aggiornare gli obiettivi, rivedere e ricalibrare il portafoglio finanziario e investigare l'eventualità che siano necessari ulteriori servizi, con la finalità di rimanere al servizio del cliente lungo tutta la sua vita⁴.

1.2 IL CONTESTO ECONOMICO INTERNAZIONALE

Si propone una breve trattazione dell'attuale contesto economico internazionale in modo da delineare alcune problematiche che gli operatori nel campo del wealth management devono prendere in considerazione, tenendo a mente in particolare la centralità dei mercati finanziari nella loro sfera d'azione.

³Forbes, *What Is Wealth Management? A Definition That Works For Everyone*, 20 Aprile 2018.

⁴Investopedia, *Wealth management definition*, 31 Marzo 2019 (www.investopedia.com).

Considerando il report stilato dall'OECD⁵ nel novembre 2018, viene tratteggiata una situazione meno positiva rispetto a quella del 2017. Nonostante la solida crescita del 3.7% a livello mondiale registrata nel 2018, si sostiene come si sia raggiunto il picco della crescita: difatti le proiezioni per il 2019 e 2020 prevedono una crescita del 3.5%, rivista a ribasso nel settembre 2018.

In particolare, il commercio globale e gli investimenti sono rallentati a causa dell'aumento dei dazi bilaterali mentre molte economie emergenti hanno sperimentato una fuoriuscita di capitali indirizzati verso le economie sviluppate (in particolare verso gli Stati Uniti) con il conseguente indebolimento delle loro valute. Le tensioni sul versante del commercio globale hanno accresciuto l'incertezza per le aziende, con un incremento del rischio che è pesato sugli investimenti, specialmente nelle regioni strettamente legate agli Stati Uniti e alla Cina. A tutto ciò si aggiunge una maggiore incertezza politica e geopolitica in Europa e nel Medio Oriente. La figura 1.1 e la tabella 1.1 illustrano la situazione economica attuale e le proiezioni fino al 2020, considerando diverse realtà geografiche ed economiche. Nella tabella sono riportati vari parametri economici fondamentali, oltre al PIL.

Date tali condizioni, nel report si sostiene come i responsabili politici dovranno guidare le loro economie verso una crescita del PIL sostenibile, seppure ad un ritmo più moderato. Però l'accumulazione del rischio potrebbe creare delle condizioni più complicate per questo compito.

In primo luogo, ulteriori tensioni commerciali andrebbero ad incidere sul commercio e sulla crescita del PIL, creando ancora più incertezza per la pianificazione e gli investimenti. In secondo luogo, condizioni finanziarie più serrate potrebbero accelerare la fuoriuscita di capitali dalle economie emergenti andando a deprimere ulteriormente la domanda. Terzo, un netto rallentamento della Cina, oltre a colpire le economie emergenti, danneggerebbe anche le economie avanzate con il calo della domanda nel Paese asiatico che innescherebbe un declino nei prezzi sul mercato azionario internazionale e un maggiore premio per il rischio a livello globale.

Per quanto concerne le tensioni politiche al di fuori della sfera commerciale, le turbolenze in Venezuela e nel Medio Oriente si sono tradotte in una maggiore volatilità dei prezzi del petrolio. In Europa, la Brexit è un'importante fonte di incertezza economica. In particolare, in

⁵Guarria, Angel e Boonem, Laurence, *OECD Economic outlook: Growth has peaked amidst escalating risks*, 21 novembre 2018.

alcuni paesi dell'area euro, l'esposizione del sistema bancario verso proprio il debito pubblico potrebbe pesare negativamente sulla crescita del credito se dovessero aumentare ulteriormente i premi per il rischio, con conseguenti effetti negativi su consumi, investimenti, crescita del PIL e occupazione.

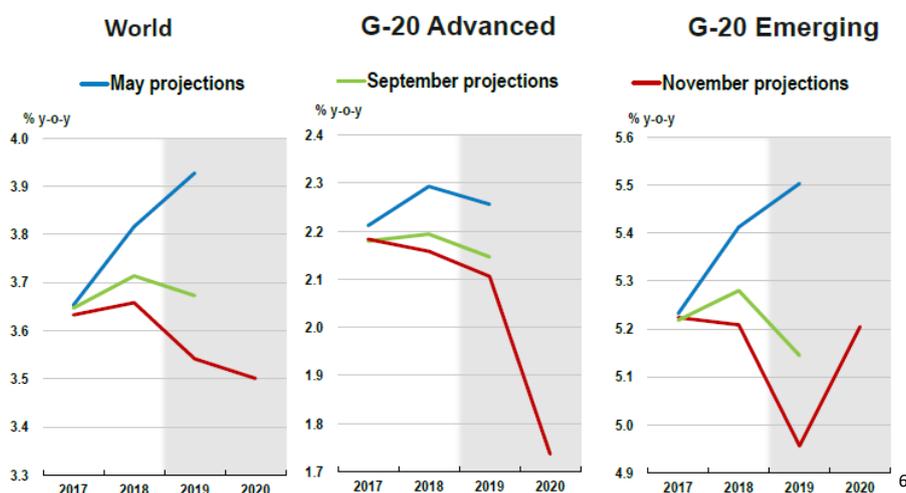


Figura 1.1 Perdita d'impulso nella crescita del PIL a livello globale; Fonte: Guarria, Angel e Boonem, Laurence, OECD Economic outlook: Growth has peaked amidst escalating risks, 21 novembre 2018.

	Average 2011-2018	2017	2018	2019	2020	2018 Q4	2019 Q4	2020 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3.4	3.6	3.7	3.5	3.5	3.5	3.6	3.5
G20 ²	3.6	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7
OECD ²	2.1	2.5	2.4	2.1	1.9	2.2	2.1	1.9
United States	2.3	2.2	2.9	2.7	2.1	3.1	2.4	2.0
Euro area	1.2	2.5	1.9	1.8	1.6	1.5	1.9	1.4
Japan	1.3	1.7	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6	1.1
Non-OECD ²	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.8	4.7
China	7.1	6.9	6.6	6.3	6.0	6.4	6.1	6.0
India ³	7.0	6.7	7.5	7.3	7.4			
Brazil	0.1	1.0	1.2	2.1	2.4			
Output gap⁴	-1.8	-1.0	-0.6	-0.4	-0.5			
Unemployment rate⁵	6.9	5.8	5.3	5.1	5.0	5.2	5.1	4.9
Inflation^{1,4}	1.6	2.0	2.3	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5
Fiscal balance⁷	-4.1	-2.3	-2.9	-3.1	-3.0			
World real trade growth¹	3.6	5.2	3.9	3.7	3.7	3.3	3.8	3.6

1. Percentage changes; last three columns show the increase over a year earlier.
2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.
3. Fiscal year.
4. Per cent of potential GDP.
5. Per cent of labour force.
6. Private consumption deflator.
7. Per cent of GDP.

Tabella 1.1: Rallentamento nella crescita globale;. Fonte: OECD Economic Outlook, General assessment of the macroeconomic situation, Volume 2018 Issue 2.

⁶Nota: le economie avanzate del G-20 sono: Australia, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Corea, Gran Bretagna e Stati Uniti d'America; le economie emergenti del G-20 sono: Argentina, Brasile, Cina, India, Indonesia, Messico, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa e Turchia.

Analizzando più nel dettaglio alcune delle tematiche presentate in precedenza, un possibile impatto negativo derivante dalle restrizioni al commercio globale riguarda la riduzione degli standard di vita dei consumatori, specialmente per i ceti meno abbienti, e un aumento nei costi di produzione delle aziende.

Una serie di dazi e contro misure sono già stati posti in essere dall'inizio dell'anno e potrebbero aumentare nei prossimi mesi. Nonostante l'impatto economico di tale politiche commerciali restrittive stia solo incominciando a palesarsi, alcuni effetti e distorsioni sono già visibili in settori dove sono state annunciati o implementati dazi di maggior volume. Ad esempio la crescita nel volume di merci importate negli Stati Uniti dalla Cina è iniziata a rallentare e i prezzi negli USA di alcuni prodotti influenzati dai dazi sono aumentati di conseguenza⁷.

Simulazioni realizzate sul *NiGEM macro-model*⁸ illustrano gli effetti negativi sulla produzione globale e il commercio nel breve termine derivanti da maggiori dazi e anche l'estensione con cui tali effetti potrebbero ampliarsi nel caso in cui l'aumento dei dazi comportasse una maggiore incertezza con il conseguente rallentamento degli investimenti a livello globale.

Ad esempio viene indicato come i dazi già imposti quest'anno tra Stati Uniti e Cina rallenteranno la crescita: nel 2020-2021 l'output nei due Paesi potrebbe essere più basso dello 0.2-0.3% a causa di questa situazione, con il commercio mondiale ridotto del 0.4%.

Se gli Stati Uniti alzassero poi i dazi sui 200 miliardi di dollari di merci importate dalla Cina del 25% a partire da gennaio 2019 l'impatto sull'economia quasi raddoppierebbe, mentre il commercio globale diminuirebbe dello 0.6%.

Nel caso venissero applicati dazi del 25% su tutti i rimanenti beni importati dalla Cina da parte degli USA, e vi fosse una rappresaglia speculare da parte del governo cinese, l'impatto di breve termine sull'economia sarebbe più negativo: diminuzione dell'1.25% del commercio globale, diminuzione nel volume delle importazioni in Cina e negli USA di circa del 2%, il PIL statunitense perderebbe poi lo 0.75% con un conseguente impatto negativo per i paesi più strettamente collegati (ad esempio Canada e Messico).

La maggiore incertezza nelle politiche relative al commercio potrebbe influenzare negativamente gli investimenti a livello globale: un aumento di 50 punti base nel premio per

⁷ OECD Economic Outlook, *General assessment of the macroeconomic situation*, Volume 2018 Issue 2.

⁸*National Institute Global Econometric Model*: si tratta di un modello macroeconomico utilizzato sia dal settore privato che da quello pubblico a livello internazionale per realizzare previsioni economiche e simulazioni. È fornito dal NIESR (*National Institute of Economic and Social Research*) un istituto di ricerca britannico indipendente (www.nimodel.niesr.ac.uk).

il rischio degli investimenti in tutti i paesi per tre anni, andrebbe ad aumentare il costo del capitale e ad aggiungersi agli effetti negativi sulla produzione derivanti dalle tariffe, con il PIL globale che perderebbe lo 0.8% rispetto alla traiettoria prevista e il commercio che diminuirebbe del 2% circa.

Oltre al commercio, vi è una maggiore vulnerabilità nei mercati finanziari: persiste il rischio di un'improvvisa contrazione nelle condizioni finanziarie.

Nonostante l'aumento del tasso d'interesse e la diminuzione dei prezzi degli asset siano aggiustamenti normali che si verificano durante politiche monetarie più restrittive, l'accresciuta volatilità potrebbe aumentare il rischio per la stabilità finanziaria.

La correzione dei prezzi degli asset potrebbe essere amplificata e diffondersi lungo altre classi di asset e diversi Paesi, aumentando così la vulnerabilità del sistema. Attualmente, secondo la visione dell'OECD, la probabilità di tali rischi è alta. La politica monetaria delle principali economie OECD è stata particolarmente accomodante negli ultimi anni, tendendo ai rendimenti dei titoli di stato ad un basso livello (nonostante il recente aumento in alcuni paesi), e incoraggiando in tal modo l'assunzione del rischio.

Sebbene recenti sforzi riformatori abbiano reso il sistema bancario più elastico nei confronti degli shock, alcuni rischi sono stati assorbiti da istituzioni finanziarie non bancarie. Ad esempio istituzioni che investono strutturalmente nei titoli di stato, come i fondi pensione, sono diventati più vulnerabili agli aumenti del tasso d'interesse, dal momento che hanno acquistato debiti più rischiosi e con scadenze più estese.

Fondi comuni di investimento e *exchange-traded funds*, aumentati significativamente negli anni recenti, sono esposti a rischi comparabili alle 'corse agli sportelli' dal momento che offrono diritti di liquidità su asset non liquidi, con ampie implicazioni per la stabilità finanziaria. Il mercato dei titoli derivati non quotati in borsa è diventato più trasparente, ma il ruolo della *central clearing counterparty (CCP)*⁹ si è rafforzato e ciò ha aggravato la volatilità del mercato¹⁰. Questo per citare solo alcuni dei rischi potenziali che attualmente attraversano il mercato.

⁹ Istituzioni che operano per ridurre il rischio operativo, legale, di mercato, della controparte e di default per gli operatori sul mercato azionario e dei derivati diventando la controparte per l'acquirente e il venditore garantendo i termini dello scambio anche se una delle due parti coinvolte diventa insolvente (www.investopedia.com).

¹⁰ OECD Economic Outlook, *General assessment of the macroeconomic situation*, Volume 2018 Issue 2.

Una maggiore tensione finanziaria sta coinvolgendo molte economie emergenti anche se con gradi differenti. Turchia e Argentina hanno vissuto una severa agitazione finanziaria. Le accresciute tensioni in queste economie, nel contesto di una normalizzazione nella politica monetaria statunitense, hanno portato ad un improvviso cambiamento nel sentimento del mercato verso le economie emergenti, innescando una fuoriuscita di capitali.

Nonostante ciò, il cambiamento di prezzo degli asset finanziari e la conseguente reazione della politica monetaria in altre economie di mercato emergenti è stata più ordinata e meno estensiva, riflettendo così le differenze nei fondamentali.

In assenza di un deterioramento nell'opinione da parte degli investitori, la tensione finanziaria in Argentina e Turchia non dovrebbe comportare un rischio sistematico per l'economia globale. Comunque le economie emergenti rimangono esposte ad un ulteriore improvviso cambiamento nell'opinione del mercato, in particolare nel caso di una normalizzazione più rapida di quanto atteso della politica monetaria nelle economie avanzate.

In particolare i Paesi con larghi deficit nelle partite correnti e nel bilancio statale, con un basso livello di riserve in valuta estera e una larga parte del debito pubblico denominato in valuta estera, sono particolarmente esposti a tali rischi. Bisogna ricordare però come nonostante l'aumento del debito estero in molte economie emergenti, altri parametri fondamentali sono generalmente migliorati (ad esempio inflazione, partite estere nella bilancia dei pagamenti, riserve in valuta estera, ecc.).

Un altro fattore da tenere in considerazione riguarda il rallentamento della crescita economica cinese, con il *trade-off* tra elevata crescita e stabilità. Tra i fattori principali responsabili di tale fenomeno rientrano regolazioni più stringenti sul 'sistema bancario ombra', un processo più rigoroso per l'approvazione degli investimenti governativi a livello locale e i dazi imposti dagli Stati Uniti sulle esportazioni cinesi negli USA.

Le autorità cinesi hanno annunciato nuove misure per stimolare la crescita, in aggiunta alla riduzione della tassazione annunciata in precedenza, tra cui azioni da parte della banca centrale per alleviare le condizioni finanziarie. Anche se ciò potrebbe avere effetti positivi per la crescita, dall'altra parte potrebbe aggravare il rischio della stabilità finanziaria e ritardare la necessaria riduzione del livello del debito del settore aziendale (il credito a istituzioni non finanziarie, seppure lentamente in diminuzione, si attesta ancora circa al 160% del PIL cinese). Senza approfondire ulteriormente tali questioni, si riporta solo come un rallentamento della crescita del PIL cinese maggiore di quanto aspettato, avrebbe conseguenze significativamente

negative per la crescita globale, specialmente se andasse a colpire il grado di confidenza nei mercati finanziari. Ad esempio, l'OECD riporta come una diminuzione del 2% per due anni del tasso di crescita della domanda interna cinese potrebbe diminuire la crescita annua del PIL a livello mondiale dello 0.3-0.4% (con un impatto doppio se lo shock nel lato della domanda venisse accompagnato da una diminuzione dei prezzi sul mercato azionario e da un più elevato premio per il rischio a livello globale)¹¹.

1.3 LA DISTRIBUZIONE DELLA RICCHEZZA A LIVELLO GLOBALE

In seguito all'aumentata mobilità dei capitali conseguente all'adozione delle politiche neoliberiste è accresciuta la disuguaglianza nella redistribuzione del reddito all'interno della popolazione.

È ampiamente diffusa l'idea che la globalizzazione finanziaria giochi un ruolo catalitico nel generare una serie di benefici collaterali che stimolano la crescita e il benessere nel lungo periodo. Nonostante ciò, non è chiaro se tali benefici siano tipicamente divisi in modo equo tra tutti i segmenti della popolazione. Difatti, mentre le disuguaglianze sono aumentate nella maggior parte dei paesi e delle regioni negli ultimi tre decenni, questo periodo è anche associato con un'integrazione finanziaria senza precedenti¹².

Secondo quanto riportato dal *World Inequality Report*¹³, le disuguaglianze sono aumentate in quasi tutti le regioni a livello mondiale negli ultimi decenni anche se con una diversa velocità in base al paese.

Il fatto che i livelli di disuguaglianza variano da paese a paese, anche quando i paesi in questione condividono livelli di sviluppo simili, sottolinea l'importanza del ruolo che le politiche nazionali e le istituzioni giocano nel 'modellare' tali disuguaglianze.

Nel 2016, secondo le stime di tale report, la percentuale del reddito nazionale detenuta da coloro che rientrano nel primo 10% della popolazione nazionale in quanto a livello di reddito era: 37% in Europa, 41% in Cina, 46% in Russia, 47% nella regione Stati Uniti-Canada, attorno al 55% nell'Africa Sub-sahariana, Brasile ed India, 61% nel Medio Oriente.

¹¹OECD Economic Outlook, *General assessment of the macroeconomic situation*, Volume 2018 Issue 2.

¹²IMF working paper, *Capital Account Liberalization and Inequality*, 2015.

¹³Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

A partire dal 1980, le disuguaglianze a livello di reddito sono rapidamente aumentate in Nord America, Cina, India e Russia, mentre in Europa sono cresciute in maniera più modesta. Nel Medio Oriente, come in Brasile e nell’Africa Sub-sahariana, le disuguaglianze nella distribuzione del reddito sono rimaste relativamente stabili e sempre a livelli molto elevati (ciò riflette il fatto che non hanno mai attraversato una fase di egualitarismo a differenza di altre realtà politiche)¹⁴.

Tali dati sono illustrati nella figura 1.2 in cui si può osservare l’andamento della percentuale del reddito nazionale in mano al 10% più ricco della popolazione in diversi paesi a partire dal 1980.

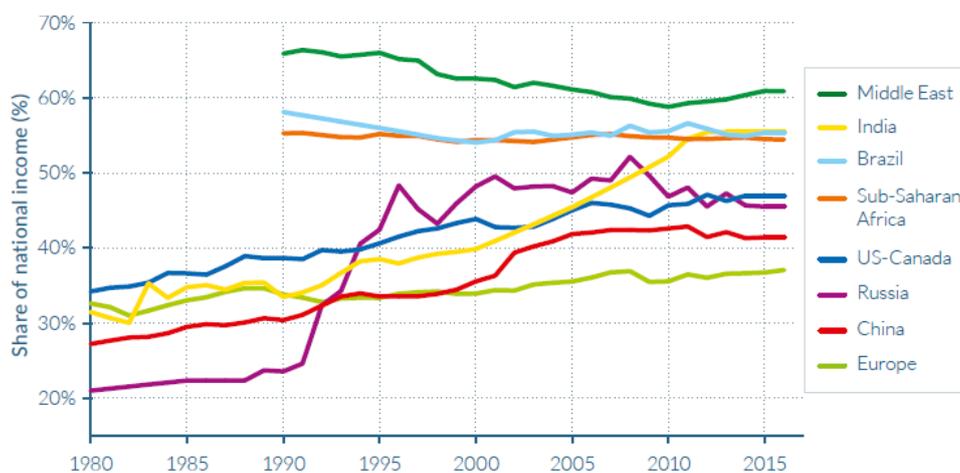


Figura 1.2: Percentuale del reddito nazionale in mano al primo 10% della popolazione in termini di ricchezza. Fonte: Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

Le divergenze tra Europa Occidentale e Stati Uniti, nonostante condividessero livelli simili di disuguaglianza nel 1980, sono significativamente aumentate nei decenni successivi. In particolare la percentuale di reddito nazionale in mano al primo percentile della popolazione per il livello di reddito, attorno al 10% in entrambe le regioni nel 1980, nel 2016 si attestava attorno al 12% in Europa Occidentale e al 20% negli Stati Uniti. Contemporaneamente, la metà inferiore della popolazione per quanto riguarda il livello di reddito, il cinquantesimo percentile, ha visto diminuire la quota di reddito nazionale in loro possesso dal 20% del 1980 al 13% del 2016 negli USA, mentre in Europa Occidentale nello stesso periodo la percentuale passa da circa il 24% al 22%¹⁵.

¹⁴ Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

¹⁵ Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

A livello globale, secondo le stime del report, a partire dal 1980 il primo percentile della popolazione per livello di reddito ha registrato una crescita quasi doppia per quanto concerne la distribuzione del reddito a livello della popolazione rispetto a quella ottenuta dal 50% inferiore per livello di reddito (fenomeno illustrato nella figura 1.3).

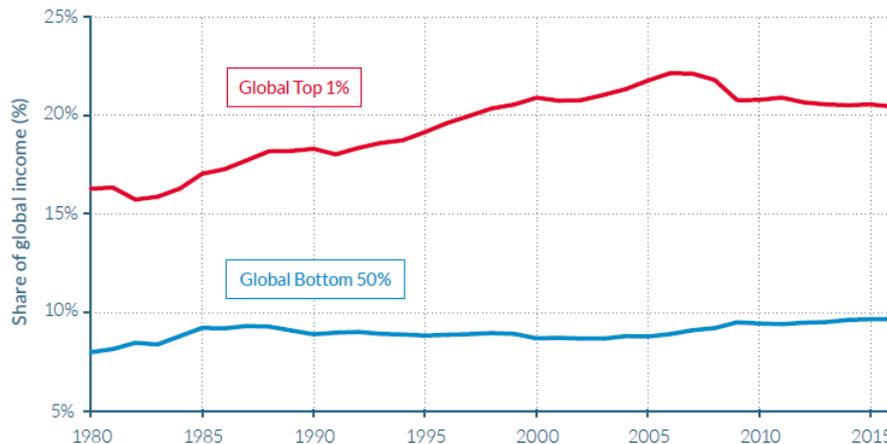


Figura 1.3: La crescita dell'1% più ricco della popolazione mondiale e la stagnazione del cinquantesimo percentile in termini di ricchezza. Fonte: Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

È interessante notare come la metà più povera della popolazione mondiale ha visto comunque crescere in questi decenni il suo livello di reddito grazie all'elevata crescita in Asia (in particolare in Cina ed India), mentre la crescita di reddito è stata molto modesta se non nulla per gli individui con un reddito compreso tra il cinquantesimo percentile della popolazione e l'uno per cento dei più abbienti (rientrano in questo gruppo il ceto medio del Nord America ed Europa).

Questo processo si accompagna al trasferimento di capitali dalla sfera pubblica a quella privata, un fenomeno che è significativamente aumentato a partire dagli anni '80 del Novecento e ha interessato la totalità dei paesi a livello globale (si veda la figura 1.4 che illustra tale situazione). Ciò limita la capacità dei governi di affrontare le disuguaglianze con le conseguenti implicazioni per le disuguaglianze in termini di ricchezza tra individui.

Il rapporto tra ricchezza privata netta e reddito nazionale netto è funzionale a comprendere il valore totale della ricchezza in mano ad individui privati in un certo paese rispetto alla ricchezza pubblica detenuta dallo Stato.

La somma di ricchezza privata e pubblica è pari alla ricchezza nazionale. Dunque l'equilibrio tra queste due entità è una determinante cruciale del livello di disuguaglianza di un certo paese. La ricchezza privata netta è aumentata generalmente negli ultimi decenni: dal 200-

350% del reddito nazionale registrato nel 1970, al 400-700% al giorno d'oggi. In particolare questo processo di aumento della ricchezza privata è stato particolarmente intenso in Cina e Russia, in seguito alla loro transizione verso un'economia capitalista.

Dall'altro lato, la ricchezza pubblica netta (ossia gli asset pubblici meno il debito pubblico) è generalmente diminuita in quasi tutti i paesi a partire dagli anni '80 (ad esempio in Cina e Russia si è passati dal 60-70% al 20-30%). L'unica eccezione è costituita dai paesi produttori di petrolio con ampi fondi sovrani (ad esempio al Norvegia)¹⁶.

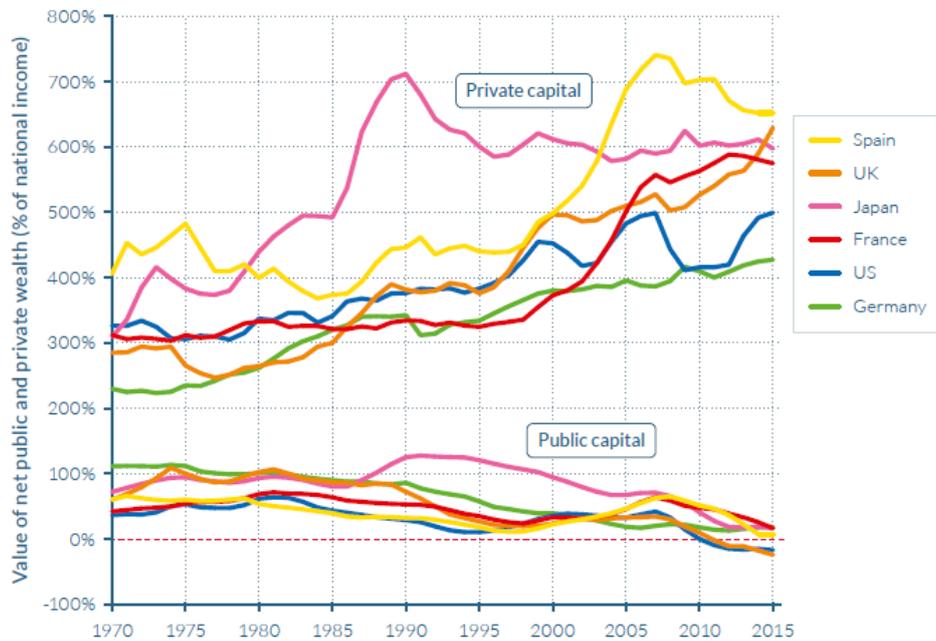


Figura 1.4: La crescita del capitale privato e la diminuzione del capitale pubblico nelle economie avanzate; Fonte: Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

Secondo le proiezioni contenute nel *World Inequality Report*, se le condizioni strutturali rimarranno invariate, le disuguaglianze a livello mondiale sono destinate ad aumentare.

In questo scenario, la classe media sarà progressivamente intaccata, continuando a vedere diminuita la percentuale di reddito nazionale attribuitale. Considerando unicamente Cina, Europa e Stati Uniti, la prosecuzione di questi trend potrebbe portare nel 2050 il primo 0.1% della popolazione ad un livello di distribuzione della ricchezza nazionale pari a quello della classe media (attorno al 25%). Invece le disuguaglianze a livello globale potrebbero diminuire nel caso tutti i paesi seguissero la traiettoria intrapresa dall'Europa tra il 1980 e oggi¹⁷.

¹⁶Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

¹⁷Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab.

Un fattore da tenere in considerazione riguarda la circostanza che una società particolarmente ineguale produrrà una domanda maggiore per innovazioni finanziarie, dal momento che la crescita economica crea maggiori incentivi per produrre maggiori rendimenti finanziari.

Invece un società più eguale, dove una minor percentuale dei guadagni derivanti dalla crescita del PIL viene detenuta dalla minoranza della popolazione, produrrà una maggiore domanda di beni e servizi e di conseguenza maggiori incentivi per produrre innovazioni 'genuine' che incrementino la capacità della società stessa di produrre beni e servizi dato un certo ammontare di *input*.

Mentre le innovazioni finanziarie raramente sono di beneficio per la società nel suo complesso, l'innovazione nell'economia reale lo sono e l'evidenza suggerisce sempre più che le società capaci di dedicare maggiori sforzi per l'innovazione nell'economia reale creino una crescita economica più veloce e più sostenibile¹⁸.

1.4 RECENTI TREND NELLA CLASSE DEGLI *HIGH NET WORTH INDIVIDUALS*

Come anticipato in precedenza, i servizi rientranti nel wealth management si rivolgono principalmente alla classe degli *high net worth individuals* che vengono definiti come coloro che possiedono asset investiti del valore di almeno 1 milione di dollari, escludendo la residenza primaria, i materiali da collezione, di consumo e i beni di consumo durevoli¹⁹.

La ricchezza a livello mondiale associata a questa classe di individui è contraddistinta da una costante crescita negli ultimi anni. Secondo il report annuale stilato da Capgemini (pubblicato nel 2018 ma con riferimento all'anno precedente), la crescita della ricchezza associata agli *high net worth individuals* nel 2017 è stata del 10.6%, trainata dall'accelerazione economica e dalle performance nel mercato azionario in regioni chiave, andando a superare, per la prima volta nella storia, la soglia dei 70 bilioni²⁰ di dollari.

Il tasso di crescita registrato nel 2017 è stato il secondo più alto dal 2011, preceduto solo dal 13.8% del 2012-2013. Tra i principali fattori che hanno contribuito a tale crescita rientra un trend economico globale complessivamente positivo, con il PIL mondiale cresciuto del 3% nel 2017 a fronte del 2.3% del 2016 (sarebbe interessante vedere come le recenti condizioni

¹⁸ Summer, Lawrence e Balls, Ed, *Report of the Commission on Inclusive Prosperity*, Center for American Progress, 2015.

¹⁹ Capgemini, *World Wealth Report 2018*.

²⁰ 1 bilione equivale a 1000 miliardi o 10¹².

economiche riportate brevemente in precedenza abbiano influenzato questa classe). L'aumento della ricchezza degli HNWI nel 2017 è spiegato anche dalla performance positiva nei mercati finanziari che in quell'anno ha visto la capitalizzazione del mercato²¹ crescere del 21.8% (in termini macroregionali, l'area Asia-Pacifico è cresciuta del 25.8%, il Nord America del 17.3% mentre l'Europa occidentale del 25.8%). È aumentata la capitalizzazione di mercato delle prime tre economie al mondo per livello di PIL: 17.4% negli USA, 19.0% in Cina e 22.9% in Giappone.

Un altro punto chiave è rappresentato dalla crescita nel mercato immobiliare date le crescenti allocazioni da parte degli HNWI in questo settore. A livello globale il prezzi nel mercato immobiliare si sono attenuati nel 2017, con Giappone (+13.2%), Australia (+7.4%) e Canada (+7.1%) che hanno realizzato la crescita maggiore in questo periodo.

Le macro-regioni Asia-Pacifico e Nord America hanno sospinto la crescita degli HNWI sia in termini di popolazione che di ricchezza. In particolare la regione Asia-Pacifico, con Giappone e Cina che fungono da paesi trainanti, ha avuto il maggior peso (42.2%) sia per la crescita degli HNWI in termini di popolazione, contando 664.700 circa degli 1.6 milioni di nuovi HNWI a livello globale, che in termini di ricchezza finanziaria (41.4%), ossia 2.8 bilioni di dollari del complessivo aumento globale pari a 6.7 bilioni di dollari. Attualmente tale regione conta il 34.1% della popolazione globale degli HNWI e il 30.8% della ricchezza globale associate a tale classe.

L'altra regione chiave, il Nord America, conta il 31.3% della popolazione globale degli *high net worth individuals* e il 28.3% della ricchezza, con una crescita della ricchezza finanziaria pari al 10.3% raggiungendo così i 19.8 bilioni di dollari. L'India è stato il mercato che è cresciuto più rapidamente a livello mondiale con un'espansione della popolazione degli HNWI pari al 20.4% e una crescita nella ricchezza di questa classe del 21.6%.

Per quanto riguarda l'Europa, essa ha segnato una crescita pari al 7.3% dell'incremento della popolazione degli HNWI e del 7.8% della crescita della ricchezza.

La Germania è il paese con il più grande mercato per gli HNWI e con una crescita del 7.6% nel 2017 della ricchezza detenuta da questa classe, arrivando ad un'accumulazione pari a 5.2 bilioni di dollari. L'Irlanda invece è la nazione con il più ampio tasso di crescita degli HNWI nella

²¹Con riferimento ad una società, rappresenta il prodotto tra il numero di azioni in circolazione e il loro prezzo unitario; con riferimento ad un mercato rappresenta il valore complessivo - ai prezzi di mercato - di tutti i titoli quotati. (www.borsaitaliana.it).

regione, pari ad un aumento del 15.3% nella popolazione di questa fascia e del 16.3% nella ricchezza detenuta (conseguenza dell'aumento delle società multinazionali e dei loro impiegati, la capitalizzazione del mercato irlandese e il settore del mercato immobiliare sono aumentati considerevolmente nel 2017, rispettivamente +21.2% e +11.9%).

Da segnalare tra i principali mercati europei la performance poco brillante della Gran Bretagna con una crescita dell'1.2% nella popolazione degli HNWI e del 2.1% della loro ricchezza, ben al di sotto della media europea, conseguenza di una performance economica stagnante combinata ad una crescita minore dei mercati azionari e ad una caduta nel mercato immobiliare²².

Le informazioni relative alla crescita della popolazione degli HNWI negli ultimi anni, nonché la distribuzione degli stessi a livello geografico sono riportate nella figura 1.5.

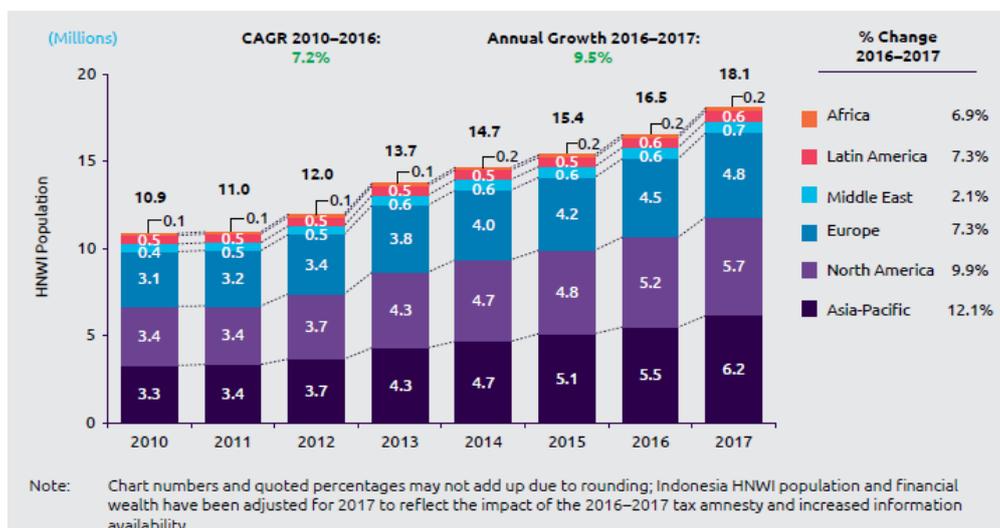


Figura 1.5: Popolazione degli HNWI per regione, 2016-2017. Fonte: Capgemini, World Wealth Report 2018.

Una menzione va fatta per gli *ultra-HNWI*, che secondo la classificazione di Capgemini, rappresentano gli HNWI con almeno 30 milioni di dollari in ricchezza da investire²³.

Questa classe è cresciuta di numero del 11.2% nel 2017 a livello mondiale, mentre il volume della sua ricchezza è aumentato del 12.0%. Si tratta del secondo anno consecutivo di crescita per questo segmento, con una performance migliore rispetto agli altri segmenti all'interno degli HNWI.

²²Capgemini, World Wealth Report 2018.

²³Capgemini divide gli HNWI in tre fasce: *millionaires next door* che possiedono tra 1 e 5 milioni di dollari da investire; *mid-tier millionaires* (tra i 5 e 30 milioni di dollari) e appunto gli *ultra-HNWI*s.

In particolare è da notare la robusta crescita in America Latina che ha influenzato tale segmento, nonostante l'America Latina rappresenti solo l'8.0% della popolazione globale degli ultra-HNWI essa registra il 28.0% della ricchezza di questo segmento. Si veda la figura 1.6 per un quadro riassuntivo dell'attuale crescita in termini di popolazione e di ricchezza delle tre fasce di HNWI.

Attualmente, se dovesse continuare il trend di crescita della ricchezza in mano agli HNWI, si è sulla traiettoria che porterebbe a superare la soglia dei 100 bilioni di dollari entro il 2025. Con un tasso di crescita annuo a livello globale del 5.3% si raggiungerebbe questo obiettivo. In particolare la crescita annua della regione Asia-Pacifico dovrebbe continuare ad un tasso del 8.7%, mentre Nord America ed Europa rispettivamente del 3.3% e 2.9% annui²⁴.

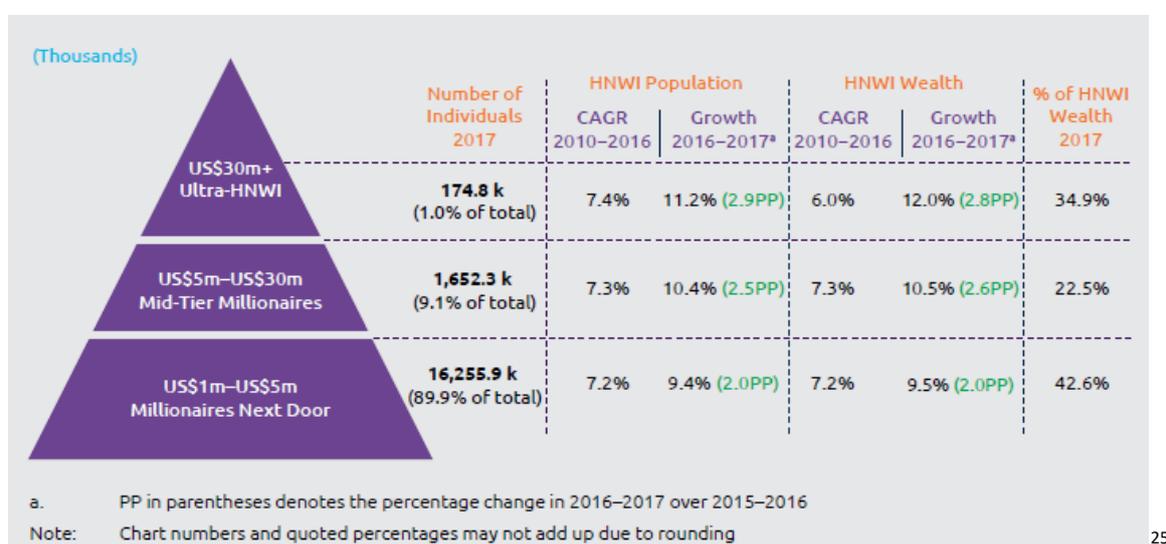


Figura 1.6: Numero globale di individui nelle tre fasce degli HNWI (2017) e crescita (2016-2017); fonte: Capgemini, World Wealth Report 2018.

Il notevole incremento della ricchezza privata si deve ai maggiori rendimenti degli *asset classes* rispetto alla crescita media del prodotto interno lordo.

Quattro meccanismi chiave amplificano l'accumulazione di *assets* da parte degli HNWI: l'accesso al mercato, la competenza, il potere negoziale e il coinvolgimento nel modellare le condizioni strutturali. Ad esempio, i *family offices* hanno espanso i loro dipartimenti d'investimento, che sistematicamente ricercano di accedere alle migliori possibilità di investimento alternative. La competenza e la comprensione della preservazione e dello

²⁴Capgemini, World Wealth Report 2018.

²⁵CAGR (Compounded Average Growth Rate) - tasso annuo di crescita composto, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un certo periodo di tempo (www.borsaitaliana.it).

sviluppo della ricchezza sono coltivate e migliorate attraverso relazioni di lunga durata con banche e wealth managers.

Investimenti elevati e un'ampia ricchezza privata a disposizione creano possibilità per maggiori investimenti complessi e non comuni, fornendo anche un certo ammontare di potere nel momento in cui si devono negoziare le condizioni. Inoltre attraverso il coinvolgimento negli affari, nella società e nella politica, gli HNWI possono vantare un elevato grado di connessioni e giocare un ruolo chiave nell'influenzare le condizioni politiche e del mercato in modo tale da farle adattare ai propri obiettivi di preservazione della ricchezza²⁶.

1.5 WEALTH MANAGEMENT: STATO ATTUALE E SVILUPPI FUTURI

Il settore del wealth management sta attraversando un momento di profondo cambiamento: una nuova generazione di investitori, le cui aspettative e preferenze sono state modellate dallo sviluppo di nuove tecnologie e dal fatto di essere vissuti lungo l'ultima crisi finanziaria, ha portato nuovi standard in tale settore in termini di consulenze e prodotti d'investimento. Questi nuovi investitori nel prossimo decennio andranno a controllare una sempre maggiore quota di *retail assets*, soprattutto negli USA. Inoltre, un contesto complesso per gli investimenti, caratterizzato da maggiori livelli di incertezza e crescenti costi per il rischio, sta rendendo più complesso per i consulenti creare performance superiori negli investimenti per i propri clienti. A ciò si aggiunge il ricambio generazionale, con l'invecchiamento dei consulenti da una parte e il trasferimento prossimo di ricchezza dai *baby boomers* ai loro figli dall'altra, che porterà ad un cambiamento in molte delle relazioni consolidate tra consulente e cliente, creando al contempo opportunità per nuove società di accrescere la propria quota di mercato. Infine, maggiori limiti normativi, nuovi modelli di *business* e competitivi si aggiungono a rendere ancora maggiore questo momento di cambiamento nel settore del Wealth Management²⁷.

Di seguito, basandoci su vari report stilati da società di consulenza nel settore, proveremo a delineare quali sono i principali trend di cambiamento e il loro potenziale impatto.

²⁶ Ernst & Young AG., *Wealth management outlook 2018: Anticipating and seizing global growth potential in a challenging environment*, 2017.

²⁷ Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

Il wealth management sta attraversando un periodo di 'agitazione' in seguito alla crisi finanziaria globale del 2008-2009. Tale settore è rimasto pressoché invariato a partire dagli ultimi decenni del ventesimo secolo, ma nella prossima decade potrebbe vedere le sue pratiche venire sostanzialmente reinventate²⁸. Si stanno palesando profondi cambiamenti nei compensi, nei prodotti, nella distribuzione, nella regolamentazione, nella tecnologia e nelle abilità del personale coinvolto.

Vengono individuati quattro trend principali alla base della rivoluzione in tale settore: Il mercato dei clienti, il livello di finanziamento, l'orientamento al risultato e le tecnologie digitali²⁹.

1.5.1 Il lato della domanda e la regolamentazione

Dal lato della clientela, una maggiore regolamentazione, un'accresciuta concorrenza e nuovi entranti stanno rompendo le catene del valore tradizionali all'interno del wealth management. Inoltre la maggiore conoscenza da parte degli investitori, combinata ai fattori precedenti, sta rafforzando la posizione degli stessi. La conseguenza è una diminuzione nei prezzi per gli asset e dei compensi per i wealth manager.

Contemporaneamente, la tendenza globale verso una maggiore regolamentazione si focalizza sul proibire o comunque sull'imporre limiti più stringenti per le commissioni sulla consulenza e nei prossimi anni ridurrà il livello dei compensi per i servizi *retail*, aggiungendo pressioni sulla capacità di generare ricavi.

Allo stesso tempo, lo sviluppo tecnologico comporta una maggiore visibilità, anche in termini di aggiunta di valore, con gli investitori che tentano di trarne vantaggio ottenendo soluzioni più economiche e più innovative al fine di ottenere dei risultati che si adattino in maniera più precisa alle loro necessità e allo stesso tempo che garantiscano maggiori rendimenti.

È interessante notare che, nonostante l'aumento del livello di *Asset under management*, i ricavi del settore sembrano in procinto di diminuire dato questo spostamento nella posizione dell'investitore.

Prima dell'ondata regolatrice che ha seguito l'ultima crisi finanziaria globale, il settore degli investimenti beneficiava di un basso livello di regolamentazione, che permetteva di generare ampi margini grazie all'offerta di prodotti e modelli di prezzo complessi e non trasparenti.

²⁸PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

²⁹PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

Inoltre il settore dell'*Asset & Wealth Management* beneficiava di una clientela spesso fedele, non informata e non sensibile al prezzo.

In particolare il *business* dei fondi di investimento era particolarmente lucrativo. I consulenti erano in grado di ottenere *front-end fees*³⁰ fino al 6%, nonché costi di transazione, compensi amministrativi e manageriali così come incentivi da parte delle società di appartenenza. Pratiche di *churning* non erano inusuali (ossia flussi eccessivi di transazioni attive e passive, riallocazioni del deposito, ecc. all'interno del portafoglio di titoli del cliente, al fine generare alti costi commissionali a suo carico senza che vi sia un vantaggio per il cliente). Gli sviluppi in questo settore hanno portato al crepuscolo il 'periodo d'oro' di questo modello di business³¹.

Per quanto concerne il contesto normativo internazionale, nonostante differisca da paese a paese, esso sta promuovendo uno spostamento verso prodotti ad un costo inferiore e verso una riduzione dei ricavi degli asset e wealth managers. In generale è centrale la tutela del consumatore³².

Il *Retail Distribution Review (RDR)*, emanato in Gran Bretagna nel 2012, ha dato il via a tale trend, proibendo commissioni offerte dalle case prodotte per la consulenza.

Come conseguenza le vendite nei fondi con una strategia orientata sul *passive investing*³³ sono più che raddoppiate negli anni immediatamente seguenti al RDR, mentre il numero di consulenti finanziari è diminuito di quasi un quarto.

Paesi come Australia, Sud Africa e Paesi Bassi hanno introdotto misure simili, l'Unione Europea ha seguito l'esempio con la direttiva MiFID II (*Markets In Financial Instruments Directive*). La finalità alla base è quella di regolamentare maggiormente i mercati finanziari e aumentare la protezione degli investitori per ristabilire la fiducia in tale settore a seguito delle debolezze rivelate dell'ultima crisi finanziaria.

³⁰'A front-end load is a commission or sales charge applied at the time of the initial purchase for an investment, usually with mutual funds and insurance policy purchases. It is deducted from the investment amount and, as a result, lowers the size of the investment' (www.investopedia.com).

³¹ Petelin, Guntheret al., *White Paper. Asset & Wealth Management: the way forward – retaining competitiveness in a demanding environment*, BearingPoint, 2017.

³²Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

³³Con questo termine s'intendono strategie d'investimento più prudenti, orientate a profitti nel lungo termine e quindi con una mentalità del tipo *buy-and-hold*. L'opposto è rappresentato dall'*active investing*, incentrato su forme più 'aggressive' orientate all'ottenimento di profitti sfruttando le fluttuazioni dei prezzi nel breve periodo, tale strategia richiede un manager che gestisca il portafoglio (www.investopedia.com).

Negli Stati Uniti, il *Department of Labor (DOL's) Fiduciary Rule* ha già portato ad una significativa razionalizzazione delle piattaforme di brokeraggio e a cambiamenti del prezzo e dei compensi per le consulenze.

In Asia, il *Securities and Exchange Board* indiano si sta muovendo per abbassare il rapporto delle spese dei fondi comune, in Giappone la *Financial Service Agency* ha rilasciato una bozza con i principi riguardo il dovere fiduciario. In generale nella regione sta aumentando la pressione da parte degli investitori per una maggiore trasparenza riguardo i compensi e i costi. Una conseguenza di questo trend globale di spostamento verso una maggiore trasparenza riguarda la maggiore attenzione verso i *passive investments*: ad esempio molti wealth e asset managers per provare la loro focalizzazione sugli interessi del cliente stanno consigliando sempre di più *ETFs*³⁴ passivi con un costo minore.

Per gli asset e wealth managers tutto ciò porta ad una maggiore pressione per la generazione di ricavi, con i principali esponenti in questo contesto che stanno già lanciando una 'guerra dei prezzi'. Ciò porterà ad una maggiore specializzazione nel tentativo di differenziarsi, ad esempio offrendo un approccio attivo focalizzato su rendimenti elevati anche se con un conseguente maggiore rischio.

Anche i compensi degli *hedge fund* sono in mutamento: nel 2016 ad esempio si sono registrati più fondi che chiudevano rispetto a quelli che aprivano, in seguito a svariati anni di performance nella media inconsistenti. Stanno venendo introdotti anche nuovi modelli in modo da riallineare gli interessi degli investitori e dei manager in un contesto di cambiamento delle aspettative riguardo la performance.

Ad esempio vi sono strategie che, combinando conoscenza, competenze uniche e infrastrutture, strutturano investimenti indirizzati verso l'*alpha*³⁵ di un titolo, ossia investimenti che sono in grado di cogliere il rischio specifico di un titolo – la sua attitudine a

³⁴*Exchange-traded fund*: termine con cui si identifica una particolare tipologia di fondo d'investimento con due principali caratteristiche: è negoziato in Borsa come un'azione e ha come unico obiettivo d'investimento il replicare l'indice al quale si riferisce (*benchmark*) attraverso una gestione completamente passiva. Sono facilmente convertibili in liquidità dal momento che hanno scadenze di solito inferiori all'annualità e tassi d'acquisto e vendita che hanno poca influenza sui prezzi. (www.borsaitaliana.it e www.investopedia.com).

³⁵Oltre ad *alpha*, l'altro termine usato in questo contesto è *beta*: coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Esso è misurato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di un'attività i-esima con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato (www.borsaitaliana.it).

variare indipendentemente dal mercato – fattore di cui gli investitori riconoscono il valore e per il quale sono disposti a pagare³⁶.

Un ulteriore fattore da tenere in considerazione sempre dal lato della clientela, è il prossimo ricambio generazionale: la generazione dei *millennials* ha un atteggiamento cauto, se non diffidente, nei confronti del wealth management. Le sue preferenze orientate verso la comodità (es applicazioni del cellulare), modelli di investimento (es investimenti ‘passivi’ e non tradizionali) e un generale scetticismo verso la finanza tradizionale giocheranno un ruolo importante nei cambiamenti del settore³⁷.

Un aspetto importante di questi nuovi investitori è la ricerca di soluzioni uniche, individuali, con obiettivi e preferenze specifiche e allo stesso tempo rimanendo in controllo della gestione delle proprie finanze, comprendendo le consulenze che riceve e prendendo, in alcuni casi, le decisioni di persona in virtù anche di un maggiore accesso alle informazioni. I suoi modelli di investimento sono appunto orientati verso una maggiore avversione nei confronti del rischio, inteso più come rischio al ribasso che come volatilità, da cui la necessità per gli operatori del settore di puntare su strategie orientate alla protezione dal *downside risk* in maniera maggiore rispetto alle tradizionali allocazioni di portafoglio che tentano di contenere il rischio attraverso la diversificazione.

Parallelamente a tale trend di trasferimento di ricchezza dai *baby boomers* ai loro figli, un altro trend demografico da tenere in considerazione riguarda l’invecchiamento dei consulenti e il prossimo ricambio generazionale anche nel lato dell’offerta. In altre parole, molti assets sono in procinto di cambiare proprietari e consulenti. Ad esempio negli USA nel 2016 il 43% dei consulenti aveva un’età superiore ai 55 anni.

Uno dei problemi derivanti dall’invecchiamento dei professionisti in questo settore consiste nel divario generazionale rispetto ai nuovi clienti che rende più complicato comprenderne le esigenze e le preferenze, il che risulta in un relazione cliente-consulente meno solida. In più molti di questi consulenti hanno sperimentato una ricezione lenta dei nuovi strumenti tecnologici ormai necessari per le nuove pratiche di wealth management.

La nuova sfida per le società attive in questo campo sarà riuscire a sviluppare pratiche innovative per l’assunzione di nuovi talenti, nonché programmi di formazione più efficaci.

³⁶PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

³⁷PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

Nonostante la possibilità di utilizzare le nuove tecnologie e i *robot advice* per colmare in qualche modo la carenza di ‘addetti ai lavori’, permettendo ai consulenti di gestire un maggior numero di relazioni con clienti, la parallela crescita dei requisiti in ambito regolatorio su questo tema potrebbe limitarne l’efficacia.

Secondo poi una ricerca di Deloitte, nel periodo tra 2007 e 2061 una ricchezza del valore di 58.1 bilioni di dollari dovrebbe spostarsi da una popolazione adulta a quella successiva. Storicamente, il trasferimento di ricchezza da una generazione a quella successiva risulta nel 90% degli eredi che cambiano i consulenti finanziari, generando così sia un’opportunità che una minaccia per la società attive nel wealth management. Da ciò si può intuire come il prossimo ricambio generazionale comporti un potenziale fattore di cambiamento in questo settore³⁸.

Oltre al ricambio generazionale, un’altra sfida, evidenziata dal report di Deloitte, che il settore del wealth management dovrà affrontare, specialmente in alcuni paesi come gli Stati Uniti, è rappresentata dai piani di pensionamento dei loro clienti resi più complessi in primis dal fattore di un’accresciuta longevità della popolazione.

In particolare in contesti dove il ruolo dello Stato non è preponderante in questo ambito, tale problema assume una maggiore rilevanza. Per i consulenti fornire consigli e pianificazione riguardo tale tema è estremamente complicato dal momento che devono prevedere numerose assunzioni riguardo fattori come i rendimenti del portafoglio, modelli di spesa, inflazione, aliquote delle tasse nel futuro, longevità, spese per l’assistenza sanitaria e molti altri problemi, dove anche un solo errore in una di queste assunzioni potrebbe influenzare significativamente il piano pensionistico del cliente.

Per soddisfare le esigenze del cliente saranno necessari nuovi prodotti, strumenti e servizi che si discostino da quelli tradizionali. In particolare i wealth managers dovranno cercare nuove vie per far sì che i propri clienti comprendano l’importanza di questo aspetto già all’inizio della loro carriera, ben prima del modello tradizionale, in modo da bilanciare i loro obiettivi finanziari di breve e lungo termine attraverso una ponderata considerazione dei possibili *trade-offs*³⁹.

³⁸Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

³⁹Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

Secondo la *Geneva Association*, uno dei principali *think tank* con finalità di ricerca nel settore dell'assicurazione, il divario pensionistico è stimato a 41 bilioni⁴⁰. Il tema del pensionamento riguarda varie parti del mondo al di fuori degli Stati Uniti, ad esempio molti paesi asiatici condividono questo problema: Giappone e Cina in particolare, ma anche altri paesi come Thailandia, Singapore e Hong Kong incominciano a considerare tale situazione. Con un sistema di previdenza irregolare, i governi riconoscono la possibile necessità di pensioni private, sebbene in molti paesi la legislazione non incoraggi ancora risparmi per la pensione⁴¹.

Secondo il report di Deloitte, il settore del wealth management dovrà affrontare una democratizzazione delle soluzioni di investimento: investitori individuali in maniera sempre più crescente si aspettano il medesimo accesso alle classi di asset e alle strategie potenzialmente in grado di generare rendimenti elevati che vengono strutturate per gli investitori più abbienti e accreditati.

A riprova di ciò, varie start-up sono entrate nel mercato negli scorsi anni per rispondere a questa spinta per l'accesso alle soluzioni più raffinate solitamente destinate unicamente al ramo degli *high net-worth investors* o a quello commerciale. Tra queste nuove aziende alcune forniscono ad un gran numero di investitori strategie sofisticate o basandosi sulle strategie sviluppate da gestori di portafoglio oppure usando strategie di trading automatizzate sviluppate da managers di *hedge fund*. Altre fungono da punto di riferimento per portare investitori a progetti o realtà che necessitano di finanziamenti, ad esempio attraverso la diversificazione del portafoglio con classi di assets innovative. Altre ancora offrono servizi di analisi agli investitori, permettendogli di creare le proprie ricerche empiriche e di mettere alla prova le proprie ipotesi.

Le grandi aziende di wealth management che occupano un ruolo di *incumbent* all'interno di tale mercato finora generalmente non hanno prestato molta attenzione a queste nuove start-up, però l'innovazione tecnologia sta spingendo verso una democratizzazione nell'accesso a soluzioni di investimento come è esemplificato dal grande numero di nuove start-up nel settore (se ne contano più di cinquanta negli Stati Uniti)⁴².

⁴⁰ The Geneva Association, *The Pension Gap Epidemic: Challenges and Recommendations*, Novembre 2016.

⁴¹ Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

⁴² Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

1.5.2 Il livello di investimento e l'orientamento al risultato

Un altro trend che funge da fattore di cambiamento è rappresentato dalle nuove opportunità nel mercato dei finanziamenti. Società di asset e wealth management stanno colmando sempre più il vuoto nei finanziamenti lasciato dall'ultima crisi finanziaria globale, fornendo capitali per nuovi tipi di asset reali e per nuove forme di finanziamento alle aziende.

Attraverso nuove tipologie di prodotti di investimento, tali società stanno continuando ad espandersi in aree lasciate vacanti dagli istituti bancari compressi dalle regolamentazioni sui capitali. Ad esempio attraverso il mercato del debito privato (secondo la società Prequin⁴³ la gestione di asset in questo settore ha raggiunto i 595 miliardi di dollari nel giugno 2016, quadruplicando il proprio valore in dieci anni), asset managers stanno finanziando, tra le altre cose, prestiti nel mercato immobiliare, *leveraged buyout*, piccole e medie imprese nonché operazioni di *trade finance*⁴⁴.

La crescente urbanizzazione, specialmente in America Latina, Asia e Africa, porta ad una necessità di nuove infrastrutture e di conseguenti finanziamenti. Secondo le stime di PwC, circa 78 bilioni di dollari verranno spesi per infrastrutture a livello globale tra 2014 e 2025⁴⁵. Per le piccole e medie imprese in Europa e Nord America la carenza di finanziamenti da parte del sistema bancario offre nuove opportunità, dal momento che le banche hanno ristretto i finanziamenti sulla scia delle restrizioni di capitali imposte dal Terzo Accordo di Basilea (2010) e dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). La tendenza da parte di queste società di investimento è ritagliarsi appunto un maggiore spazio in aree in precedenza di stretto appannaggio del sistema bancario tradizionale.

Il terzo trend fautore di cambiamento riguarda la maggiore importanza dell'orientamento al risultato da parte delle società attive in questo settore.

In tale contesto, la domanda di strategie che comprendono *passive investing* e investimenti alternativi si prevede sia destinata a crescere, nonostante rimarrà dello spazio per strategie di *active management*.

Nei prossimi anni, il valore dell'*active* e *passive management* sarà definito in maniera più chiara. Focalizzandosi su risultati più specifici, gli investitori saranno maggiormente in grado

⁴³PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

⁴⁴ PwC, *Asset & Wealth Management Insights –Asset Management 2020: Taking stock*, 2017.

⁴⁵ PwC, *Capital project and infrastructure spending: outlook to 2025*, 2014.

di distinguere tra *alpha* e *beta* e di conseguenza più propensi a pagare per l'uno o l'altro. Mentre gli investimenti *passivi* andranno a formare le fondamenta di soluzioni basate su strategie di *multi-asset*, gli investimenti *attivi* e alternativi in grado di generare *alpha* saranno componenti importanti in grado di spingere la performance.

Le aziende che tenteranno di costruire soluzioni che prevedono una varietà di asset probabilmente seguiranno una delle seguenti tre strategie: costruire, comprare o prendere il prestito. Con la prima strategia si ha una crescita derivante dallo sviluppo all'interno dell'organizzazione, sfruttando e sviluppando le capacità già esistenti e investendo sul talento. La seconda prevede l'espansione delle proprie funzionalità in varie classi di asset e in varie strategie attraverso l'acquisizione di personale specializzato e aumentando la propria dimensione. La terza strategia riguarda la stipulazione di alleanze strategiche con altri istituzioni, come banche private, asset e wealth managers, con il fine di espandere le proprie capacità di investimento, di accesso al capitale e di trarre vantaggio da maggiori canali di distribuzione⁴⁶.

Secondo le previsioni di PwC, nel 2025 strategie di *active management* rappresenteranno il 60% del totale degli *asset under management* (AuM), in calo rispetto alla quota del 71% del 2016 ma con un valore complessivo che dovrebbe comunque passare dai 60.6 bilioni di dollari del 2016 ai 87.6 bilioni di dollari 9 anni dopo.

Le strategie di *passive management* dovrebbero invece guadagnare un'ampia quota di mercato, passando dal 17% del totale degli AuM del 2016 al 25% nel 2025, con un valore complessivo che dovrebbe conseguentemente quasi raddoppiare nello stesso lasso di tempo, ossia da 14.2 a 36.6 bilioni di dollari.

Gli investimenti alternativi dovrebbero incrementare del 3% in termini di quota di mercato, dal 12% al 15% tra 2016 e 2025, ma raddoppiare in termini di valore: da 10.1 a 21.1 bilioni di dollari. All'interno della classe degli investimenti alternativi, investimenti in asset reali, in particolare infrastrutture e mercato immobiliare, dovrebbero segnare un'espansione tra le più veloci: dai 0.6 bilioni di dollari del 2016 ai 3.4 bilioni nel 2025 per le infrastrutture, da 1.2 a 2.2 bilioni di dollari per il mercato immobiliare⁴⁷.

⁴⁶PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

⁴⁷Dati stimati dal PwC AWM Research Centre. Informazioni contenute in: PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

Gli investimenti di tipo ESG (*enviromental, social and corporate governance investing*) dovrebbero crescere rapidamente nei prossimi anni, trasportati dalla domanda dei *millennials*, degli HNWI e degli investitori istituzionali.

In Europa, gli investimenti ESG sono già incorporati in molti *institutional mandates*⁴⁸ e rientrano negli approcci favoriti dagli HNWI. Negli Stati Uniti stanno acquisendo sempre più notorietà data la domanda dei clienti e l'influenza della sfera regolatrice. In Asia investitori istituzionali guardano sempre di più ad *asset managers* con le funzionalità degli ESG.

Inoltre, a tutto ciò si aggiunge una crescente prova empirica che mostra come aziende con forti credenziali che rientrano nei parametri ESG hanno una performance elevata. In particolare recenti studi spiegano come società che si focalizzano sugli indicatori ESG finanziariamente più rilevanti per il proprio settore tendono ad avere ottime performance⁴⁹. La combinazione di una domanda fiorente e della logica dell'investimento porterà ad una rapida crescita degli asset rientranti sotto questa classificazione. Non si tratta solo di manager che spingono per una migliore gestione delle tematiche rientranti negli ESG, ma anche gli investitori richiedono tali prodotti come parte del proprio impegno pubblico per la creazione di valore di lungo termine. Tutto ciò fa sì che essi diventeranno probabilmente parte integrante delle soluzioni di investimento⁵⁰.

Per fare un esempio riguardo la crescente importanza degli investimenti sostenibili, riportiamo il caso del gruppo ABN Amro che rappresenta una delle istituzioni principali nell'eurozona in termini di asset gestiti all'interno del *private banking*⁵¹ dell'area euro. A partire dal 2018, investimenti sostenibili sono alla norma delle soluzioni offerte ai clienti. L'obiettivo dichiarato è quello raddoppiare il volume di tali investimenti nel periodo da 2016 e 2019-2020, da 8.2 a 16 miliardi di euro), il 31 dicembre 2017 gli asset dei propri clienti rientranti in questa categoria ammontava 10.1 miliardi di euro⁵².

⁴⁸Among the most important elements in ensuring that institutional investor partnerships fulfill long-term objectives are the investment management contracts between asset owners and asset managers, the "mandates." (dal report stilato da FCTLglobal, *Institutional Investment Mandates: Anchors for Long-term Performance*, 2016).

⁴⁹ Khan, Mozaffar et al., *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, The Accounting Review, Vol. 91, No. 6, 2016.

⁵⁰PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

⁵¹Per ABN Amro rientrano in questa classificazione clienti con assets investibili nei Paesi Bassi di almeno 500.000 euro oppure almeno 1 milione se al di fuori dell'Olanda.

⁵² ABN AMRO Group N.V., *Annual Report 2017*.

I fattori espressi in precedenza vanno a delineare l'approssimarsi di un nuovo scenario competitivo. In particolare, in seguito all'ultima crisi finanziaria globale si è assistito ad un aumento nella competizione nel settore del wealth management, determinato dalle aziende *incumbent* che operano in questo campo, da nuovi investimenti all'interno del *retail banking* e dall'emergere di nuove aziende e nuovi modelli di business. Complessivamente questi fattori fanno sì che un numero crescente di società e consulenti competono per ottenere i medesimi clienti e i medesimi assets. Per strutturare meglio tale contesto, riportiamo alcuni trend che lo caratterizzano.

Si assiste ad una convergenza tra modelli di brokeraggio e *private banking* in modo da servire i clienti che stanno entrando nel mercato con un ampio spettro di capacità in termini di consulenza, investimenti, prestiti e servizi bancari. In particolare aziende di brokeraggio si stanno impegnando per strutturare servizi simili a quelli bancari e di prestito, mentre banche attive nel ramo privato cercano di imitare la cultura delle vendite delle prime e le loro capacità di investimento.

Ampi e diversificati istituti bancari enfatizzano strategie di *cross-selling* all'interno dei servizi offerti ai propri clienti, coordinando i vari modelli di business all'interno dell'wealth management e trattandoli come più come canali separati che business distinti. In tal modo si fa sempre più sfuocata la distinzione tra aziende nel wealth management.

Allo stesso tempo aumenta la frammentazione nel settore della consulenza finanziaria con consulenti indipendenti, ad esempio negli Stati Uniti quelli registrati nel *Registered Investment Advisors*, che continuano a guadagnare quote di mercato alle spese delle *wirehouses*⁵³.

Si assiste ad un'accresciuta competizione anche per l'affluenza dei clienti di massa con banche e società di *discount brokerage*⁵⁴ che cercano di ottenere lo stesso segmento di clienti, mentre grazie alle potenzialità offerte dal *robo advice* società di asset management e rami distributivi delle aziende di assicurazione potranno fornire consulenza ai medesimi clienti e dunque competere sempre di più con le altre società attive nel campo del *wealth management*. Le innovazioni tecnologiche poi permettono a varie start-up di sfruttare l'innovazione nel settore.

⁵³ Termine usato per descrivere una società che offre un insieme completo di servizi nei mercati finanziari (www.investopedia.com).

⁵⁴ 'A discount broker is a stockbroker who carries out buy and sell orders at a reduced commission rate. However, he or she provides no investment advice, unlike a full-service broker' (www.investopedia.com).

Si prevede che tali trend continuino a crescere con una conseguente maggiore intensità nella concorrenza nella maggior parte dei mercati e dei segmenti di clienti all'interno del wealth management, influenzando così i margini di guadagno del settore. Gli investitori non hanno mai avuto un tale numero di opzioni per la consulenza come al giorno d'oggi e potranno sfruttare questa condizione a loro favore per ottenere un maggiore valore e minori commissioni⁵⁵.

1.5.3 Lo sviluppo tecnologico

L'innovazione tecnologica rappresenta l'ultimo dei trend evidenziati alla base dell'evoluzione del settore del wealth management.

La tecnologia è sul tracciato per riuscire ad influenzare tutte le aree del settore: dalla consulenza per gli investimenti, alla ricerca e gestione del portafoglio, passando per le relazioni con i clienti. Secondo il report di PwC sovracitato⁵⁶ nel prossimo futuro esperti tecnologici e *data scientists* saranno fondamentali per il successo all'interno del settore.

Nonostante l'impatto della tecnologia su tutti gli aspetti dell'*asset e wealth management*, la componente umana sarà comunque fondamentale, in primis per la necessità di dotarsi di tecnici e manager esperti in tale campo. Inoltre nonostante i vantaggi esponenziali dell'analisi predittiva, dell'intelligenza artificiale e dei *big data* in ogni area della ricerca per gli investimenti, saranno sempre, almeno in linea di massima, le persone a prendere la decisione finale. Processi di robotica potranno monitorare e analizzare ciascuna azienda quotata, così come ulteriori dati finanziari e non finanziari. Essi potranno anche attuare analisi della *supply chain* e altre nuove forme di dati funzionali all'analisi.

Vi sono già società in questo campo che stanno sfruttando l'innovazione tecnologica e si tratta di un trend che dovrebbe accelerare nei prossimi anni.

Gli operatori del settore creeranno alpha incanalando il potere dei più ampi *data set* e la forza computazionale per processare dati, identificare correlazioni e testare strategie di investimento. In particolare l'analisi degli investimenti rappresenta un compito particolarmente adatto all'intelligenza artificiale e potrebbe mettere in discussione le persone che si occupano di questo compito. La tecnologia andrà a semplificare anche la gestione del

⁵⁵Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

⁵⁶PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

rischio, grazie ad algoritmi sofisticati che rendono più semplice e meno dispendioso calcolare i rapporti di rischio e i possibili scenari.

Le nuove possibilità negli investimenti rese possibili dalla tecnologia renderanno più sfumati i confini tra asset management, assicurazione, servizi bancari, wealth management e società attive nel campo della tecnologia.

La tecnologia e l'analisi dei dati saranno usati per strutturare soluzioni multi assets basate sul risultato con *building blocks* a basso costo come gli ETFs o dei tracciatori di indici. In aggiunta, sistemi di gestione del portafoglio altamente sofisticati sono resi disponibili ai wealth manager. Vi è un'alta probabilità che nel prossimo futuro si assista all'emergere di reti di blockchain e ad un'ulteriore trasformazione del settore nelle operazioni di trading, di contabilità e nella gestione delle risorse⁵⁷.

Negli ultimi anni si è assistito all'emergere e alla crescita di un numero di cosiddetti *robo advisors*. Tali società sfruttano ricerche di dati sui clienti inserendole in complessi algoritmi capaci di produrre pianificazioni finanziarie e allocazioni di risorse personalizzate.

Alcune aziende hanno anche sviluppato strumenti e metodologie in grado di generare consigli di trading e di investimento in tempo reale in base alla storia e alle preferenze degli investitori individuali. Una volta che modelli ed algoritmi vengono perfezionati e testati, strumenti di investimento e di trading possono essere resi disponibili ai clienti con un limitato intervento umano, enfatizzando così lo spostamento dalla consulenza basata sulla persona e svolta da un persona fisica a quella fondata sulla scienza e guidata da modelli. Società di wealth management che occupano un ruolo di *incumbent* nel settore e sono dotate di ampie risorse e canali di distribuzione o stanno sviluppando capacità interne in tal senso oppure stringono accordi di partnership con alcuni dei principali *robo advisors* il che incrementerà ulteriormente il ruolo di quest'ultimi in tale scenario.

Nonostante il potenziale dei *robo advisors*, è altamente improbabile pensare che consulenza basta unicamente su questi strumenti vada a sostituire completamente la consulenza tradizionale che prevede la presenza di una persona fisica.

Piuttosto la consulenza basata sulla 'scienza' potrebbe attrarre nuovi clienti che in precedenza non potevano permettersi un consulente personale o che non si trovavano a loro agio con tale tipologia di soluzione, con l'effetto quindi di espandere potenzialmente il mercato.

⁵⁷PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

In generale, è probabile che la soluzione vincente sia rappresentata da un modello ibrido in grado di combinare entrambe le polarità, con l'equilibrio tra le due che varia a seconda dei segmenti di investitori in base a diversi fattori (ad esempio la possibilità di pagamento per la consulenza, la complessità delle esigenze finanziarie, la capacità di investimento, e così via)⁵⁸.

Entrando più nel dettaglio, servizi di consulenza automatizzati come Betterment, Wealthfront, ecc. hanno profondamente cambiato il settore del wealth management, che appunto tradizionalmente si basava sulla consulenza dispensata da un professionista.

I modelli automatizzati mancano però di alcune prerogative fondamentali, in primis proprio la presenza umana. Il campo del wealth management richiede servizi che si basano su un alto grado di fiducia che un singolo consulente finanziario, inteso come persona fisica, costruisce nel corso del tempo e dunque la mancanza in tal senso fa sì che servizi automatizzati manchino della capacità di apportare lo stesso grado di fiducia e confidenza come un consulente tradizionale. Da ciò si può intuire ancora di più come i modelli ibridi siano la soluzione più popolare in quanto a sentiero da seguire in tale settore.

Ciò detto, nonostante il supporto e i benefici potenziali di tale modello, molte società attive in questo campo devono ancora mettere in atto soluzioni efficienti.

I modelli ibridi sono in grado di rispondere ad alcuni dei principali trend che attraversano il settore del wealth management, come la necessità di far crescere il proprio business, la riduzione dei costi e la soddisfazione delle maggiori istanze regolatrici.

Grazie ad una maggiore integrazione con strumenti e servizi tecnologici, le società attive in questo campo puntano ad aumentare la produttività, ridurre i costi e gli errori, fattori importanti in un contesto di maggiore tutela del consumatore da parte delle autorità regolatrici. Allo stesso tempo, hanno l'obiettivo di incrementare la propria agilità così come la differenziazione competitiva rappresentano benefici critici derivanti dall'implementazione di un solido modello di consulenza ibrida.

Tutto ciò permette di venire incontro alle maggiori aspettative dei clienti HNWI e allo stesso tempo di attrarre il crescente numero di clienti affluenti che in precedenza risultavano sotto serviti rappresentando una fascia con reddito più modesto⁵⁹.

⁵⁸Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

⁵⁹Cappgemini, *Top 10 Trends in Wealth Management 2018: What You Need to Know*, 2017.

I clienti rientranti nella sfera degli HNWI richiedono la flessibilità di scegliere tra una maggiore autonomia con servizi automatizzati, soluzioni guidate da un wealth manager o tra combinazioni delle due soluzioni, ossia servizi ibridi.

Secondo una recente ricerca condotta da Capgemini⁶⁰, con riferimento all'anno 2017, le preferenze in tal senso da parte degli HNWI dipendono dalla fase della relazione.

Ciò che emerge è una maggioranza nella preferenza (60.2%) dell'approccio tradizionale da parte di questi clienti nella fase 'profilo' della relazione, ossia quando vengono delineati gli obiettivi finanziari e fissati i parametri rispetto al rischio. Circa il 50% degli HNWI considerati nella ricerca sono favorevoli all'approccio ibrido per gestire la consulenza in corso e l'ottimizzazione.

In generale della cinque fasi che scandiscono la relazione con un wealth manager, *'profilo'*, *'sviluppo'*, *'esecuzione'*, *'gestione'*, *'report'*, i clienti rientranti nella classificazione di HNWI preferiscono il modello ibrido per le ultime due fasi mentre sono più inclini all'approccio tradizionale, ossia quello guidato da un wealth manager 'in carne ed ossa', per le fasi *'profilo'* ed *'esecuzione'*. Attualmente invece i servizi totalmente automatizzati, pur essendo importanti, interessano ad una proporzione minore di clienti; in particolare sono maggiormente preferiti nell'ultima fase, quella di *report* (19.7% delle preferenze). Si veda la figura 1.7 per un riassunto di tali informazioni.

Al momento attuale, le società di wealth management si sono allineate nel riconoscere l'importanza di attuare programmi di consulenza ibrida e stanno spingendo per implementarli. Con riferimento alla ricerca di Capgemini sopracitata, il 53.7% delle aziende di wealth management a livello globale sta sviluppando programmi di consulenza ibrida ma nessuna ha già implementato una soluzione completa⁶¹.

⁶⁰Capgemini, *Top 10 Trends in Wealth Management 2018: What You Need to Know*, 2017.

⁶¹ Capgemini, *Top 10 Trends in Wealth Management 2018: What You Need to Know*, 2017.

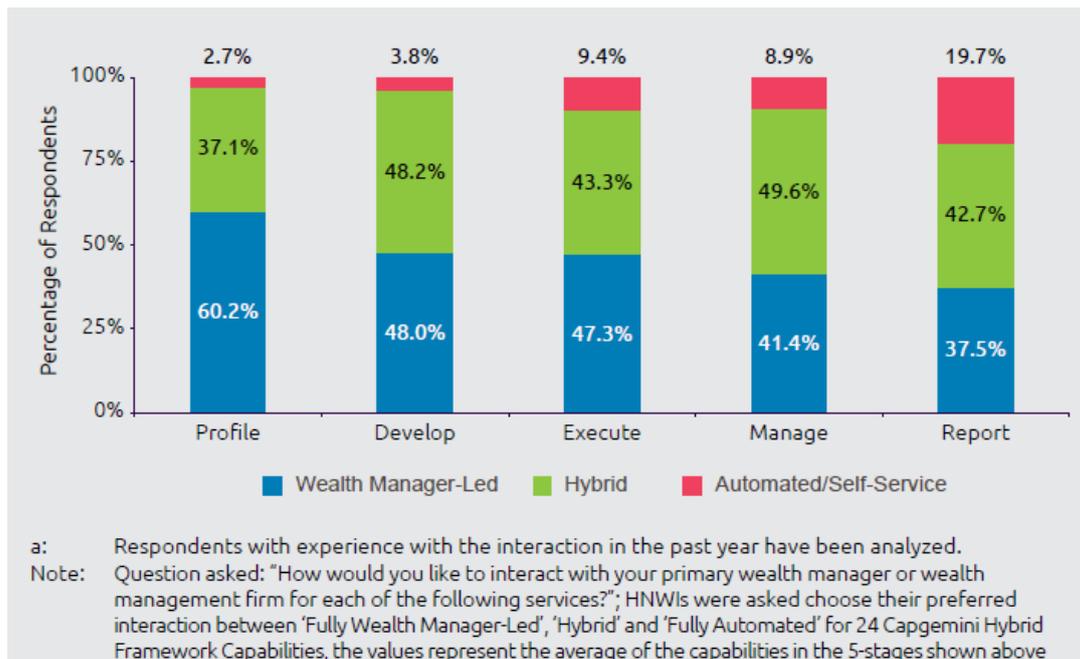


Figura 1.7: Preferenze di interazione riguardo alle tipologie di wealth management; Fonte: Capgemini Financial Services Analysis, 2017; Capgemini Global HNWI Insights Survey 2017.

Tra le possibili implicazioni di questo trend che sta modificando i modelli stessi della consulenza, vi è la concreta possibilità che le società attive in questo campo debbano adeguarsi a minori margini di guadagno in alcune aree chiave di questa attività, dal momento che la struttura dei compensi dovrà essere rivista in risposta a maggiori capacità di autonomia da parte del cliente (ci si riferisce ai servizi automatizzati).

Inoltre la trasformazione derivante dall'introduzione di modelli ibridi renderà necessario per le società di wealth management il focalizzarsi su azioni specifiche relative ai segmenti di clientela, ai processi e alle proposte di marketing.

Allo stesso tempo, è probabile che la crescita di modelli ibridi comporti l'ingresso di società *BigTech*⁶² (Google, Alibaba, ecc.) nel campo del wealth management. Pensiamo ad esempio alla società Wells Fargo che ha implementato una soluzione guidata dall'AI sulla piattaforma Messenger di Facebook come canale per rivolgersi personalmente alle domande dei clienti⁶³. Questo è un esempio di come tali applicazioni possano essere funzionali a creare una maggiore personalizzazione e rispondere in tempo reale alle domande dei clienti attraverso consulenti virtuali che agiscono come interfaccia colloquiale.

⁶²Termine generale per indicare aziende tecnologiche tradizionalmente non presenti nel ramo dei servizi finanziari, come ad esempio Google, Amazon, Alibaba, Apple, Facebook, ecc..

⁶³Wells Fargo, *Wells Fargo Testing Bot For Messenger Featuring New Customer Service Experiences*, Aprile 2017.

L'innovazione nei prodotti offerti può essere un fattore importante per aumentare la soddisfazione dei clienti HNWI (attualmente a livelli modesti, considerando ad esempio il dato che meno del 50% dei clienti HNWI si dichiara totalmente soddisfatto dei compensi che paga, il che porta ad un orientamento verso le esigenze specifiche del cliente) nonché la differenziazione in un mercato che si sta rapidamente saturando.

Tecnologie emergenti come l'Intelligenza Artificiale (AI) e la *Robotic Process Automation* (RPA) si stanno sviluppando rapidamente all'interno del wealth management, allo stesso tempo si sta osservando un crescente uso e adozione della tecnologia blockchain e delle *Application Programming Interfaces* (APIs) (nelle quali gli utenti caricano i dettagli dei propri conti bancari in una sola applicazione e mentre conducono le transazioni possono pagare con ciascun conto).

In particolare l'importanza in questo settore dell'Intelligenza Artificiale e del *Machine Learning* (ML), o apprendimento automatico, ruota attorno alla capacità di estrarre valore dai *big data*, fattore che sta diventando una chiave nella differenziazione. Applicazioni analitiche in tal senso in società di wealth management si stanno già muovendo oltre a funzioni di marketing e di segmentazione della clientela, orientandosi verso la capacità di cogliere solidi dati comportamentali fattuali. Ad esempio, alcune società stanno implementando il motore *Next Best Action* (NBA) per agevolare il loro percorso di trasformazione verso il digitale attraverso lo sfruttamento di dati analitici e di algoritmi *machine learning* come un vantaggio competitivo lungo tutta la catena del valore. Alla base di ciò vi è l'aumento esponenziale dei dati dei clienti, il che significa che le imprese possono sfruttare la struttura NBA per spostarsi verso un approccio focalizzato sul cliente e con soluzioni personalizzate, fenomeno che si oppone ai tradizionali prodotti standardizzati.

In più la tendenza verso il *passive investing* e la contrazione dei compensi contribuiscono ad accrescere l'investimento nella tecnologia da parte degli asset e wealth manager con l'obiettivo di ridurre i costi e soddisfare le istanze regolatrici. Il settore del wealth management rappresenta un precoce utilizzatore dell'intelligenza artificiale. Secondo recenti stime, si pensa che strumenti di consulenza automatizzata che utilizzano l'AI gestiranno assets del valore di 2.2 bilioni di dollari entro il 2020.

La *Natural language generartion* (NLG)⁶⁴ sviluppata grazie all'intelligenza artificiale sta progressivamente chiudendo la distanza tra analisi dei dati e decisioni di investimento, il che sarà funzionale sia allo sviluppo della tecnologia per la consulenza automatizzata che all'adozione di strategie di trading automatizzate più efficienti.

L'analisi dei dati migliorata grazie allo sviluppo tecnologico può svolgere una funzione complementare rispetto alla finanza tradizionale offrendo approfondimenti unici.

Ad esempio BofA Merrill Lynch sta testando un strumento di selezione dei titoli basato sull'AI per aiutarla ad cogliere valore in titoli a piccola capitalizzazione che potrebbero sfuggire all'analisi tradizionale. JP Morgan pochi anni fa ha vinto un premio per la sua piattaforma di analisi SPARTA capace ad esempio di misurare in tempo reale la performance, la sua attribuzione e il contributo, così come il rischio ex-post⁶⁵.

Allo stesso tempo, i processi di automatizzazione robotica citati in precedenza possono contribuire in maniera significativa al contenimento dei costi delle società di wealth management ed ad aumentarne la produttività. In particolare grazie alla loro capacità di sostituire procedure basilari e ripetitive, velocizzando tali processi ed andando ad eliminare inefficienze.

L'automatizzazione permette così a queste società di focalizzarsi sui propri *core business*, rafforzando il vantaggio competitivo e migliorando la soddisfazione dei clienti. Molte aziende stanno sperimentando questa tecnologia anche se gli elevati costi di transizione al momento precludono per molte di esse la possibilità di scalare ad un livello che porti vantaggi significativi in maniera tangibile. Tali processi poi non possono sostituire la supervisione umana ad esempio nella gestione dei rischio e nella conformità con norme e regolamenti.

Alcuni casi di utilizzo degli RPA includono ad esempio la fase di cosiddetta *client onboarding*, ossia il processo di identificazione e certificazione dei nuovi clienti, accoglienza ed esposizione dei servizi che si sta progressivamente digitalizzando (rientra nel concetto di DTM, ossia *Digital Transaction Management*), superando così il tradizionale formato cartaceo. A riguardo, riportiamo le parole di Emilio Baselice, Direttore Generale di Intesa SpA, espresse nel recente workshop "HowTech – Identificazione, firme elettroniche e onboarding: gli strumenti per fare

⁶⁴'At its simplest, an NLG platform is a computer process that can generate natural language text and speech from pre-defined data. At its most advanced, it powers the responses given by AI assistants, such as Google Home and Amazon's Alexa, when asked a question' (www.raconteur.net).

⁶⁵WatersTechnology, *Best Analytics Initiative: Buy Side – JPMorgan Asset Management*, Gennaio 2017.

business”: «Prendiamo il processo di vendita: il problema è la carta. Si fanno tanti errori, l’experience è carente, le attività sono manuali e disconnesse dai sistemi, i dati spesso incompleti. Se il processo invece si supporta con il DTM, ogni passaggio è tracciabile (a prova di controlli e audit), il sistema guida l’utente, non ci sono blocchi, coinvolgere il cliente è facile su qualsiasi device, l’accesso avviene in sicurezza, e poi c’è l’integrazione con gli altri sistemi aziendali»⁶⁶.

Per citare un altro esempio, pensiamo alle operazioni nel *back office*, dove l’automatizzazione di compiti e processi ripetitivi che richiedono tempo, oltre a ridurre i costi, permette al personale di avere più tempo a disposizione per attività più cruciali e generatrici di valore.

Un ulteriore esempio è rappresentato di *Chatbots* che offrono spunti positivi sia per clienti che operatori. I primi le possono sfruttare per accedere ai prospetti di portafoglio e modificare i parametri degli asset in tempo reale senza l’intervento dei wealth managers, integrando allo stesso tempo con assistenti vocali per facilitare tali operazioni in modo da fornire risposte immediate alle FAQs. Allo stesso tempo i wealth manager potrebbero sfruttare questo mezzo per identificare le nuove tendenze e direzioni scelte dai clienti.

In questo scenario, lo sviluppo della tecnologia dunque rappresenta una chiave per la differenziazione nonché un campo di competizione per le società attive in questo campo, sia tra quelle tradizionali che non, in base alla capacità di fornire migliori servizi e una più elevata efficienza operativa grazie all’applicazione dell’intelligenza artificiale, del *machine learning* e del *cognitive analytics* lungo tutte le fasi significative del wealth management.

In tal senso, secondo un recente report di Merrill Lynch, i progressi nella tecnologia informatica, nell’apprendimento automatico e nelle interfacce di facile utilizzo per il cliente, genereranno un impatto diretto in forma di maggiori efficienza ed output stimato tra i 5.2 e i 6.7 bilioni di dollari⁶⁷.

⁶⁶‘Client Onboarding: anche l’acquisizione dei clienti diventa digitale’, Agosto 2018, www.digital4.biz.

⁶⁷Capgemini, *Top 10 Trends in Wealth Management 2018: What You Need to Know*, 2017.

1.5.4 L'adozione dell'approccio olistico

Ciò che emerge da questo scenario è dunque un cambiamento delle basi per la competizione dei consulenti. In passato i consulenti finanziari si focalizzavano su consigli di investimento, ad esempio allocazione di portafoglio, selezione di fondi comuni di investimento, ecc., cercando di convincere i clienti della loro capacità di fornire rendimenti superiori. Al giorno d'oggi, la consulenza per investimenti è diventata altamente mercificata, almeno per il mercato di massa, con la maggior parte delle società di wealth management che hanno accesso generalmente alle medesime tipologie di prodotti, di strumenti e di modelli finanziari.

Allo stesso tempo, le vite dei clienti sono diventate più complesse ed è aumentata l'incertezza nell'ambiente degli investimenti, il che crea il bisogno di un maggiore livello di consulenza. Ad esempio, nel momento in cui i clienti cercano di ottenere diversi obiettivi necessitano di consulenza su come finanziare tali obiettivi nel corso del tempo, come attuare trade-off tra gli stessi, e sfruttare al meglio le proprie capacità finanziarie.

Per soddisfare le necessità degli investitori, le società di wealth management e i loro consulenti dovrebbero adottare un approccio olistico e misurare le prestazioni in termini di raggiungimento degli obiettivi dei clienti in un certo lasso di tempo piuttosto che in termini di superamento di *benchmark* del mercato.

L'obiettivo è quello di ampliare lo spettro dei servizi di consulenza offerti e in tal modo evitare un'offerta generica e scarsamente differenziata dei servizi di investimento. Le principali società attive nel campo del wealth management si sono mosse in tal senso, investendo ingenti risorse per sviluppare strumenti e strutture volte alla consulenza per obiettivi nonché per formare il personale a riguardo.

Ad esempio, alcuni strumenti permettono di aiutare i clienti ad identificare e dare una priorità ai propri obiettivi, sviluppando strategie di finanziamento e investimento per raggiungerli. Inoltre aziende sviluppatrici di software forniscono crescenti strumenti a supporto di tale strategia.

Secondo il report stilato da Deloitte, le società che offrono servizi ad una base crescente di clienti di massa faranno sempre più leva su soluzioni affidate a terze parti a riguardo, mentre le società orientate ad una clientela di high net worth individuals punteranno a fare

affidamento su soluzioni interne. Comunque è probabile che le strategie di wealth management basate su obiettivi diventino la norma in questo settore⁶⁸.

Nonostante questi sviluppi, un'altra ricerca sul settore compiuta da Deloitte suggerirebbe che molti consulenti affrontino ancora barriere significative per fornire una consulenza olistica ai loro clienti, includendo l'accesso a strumenti e software adeguati, la formazione, l'accesso ad un'ampia gamma di prodotti e servizi e così via. È necessario il superamento di queste barriere per poter andare incontro al cambiamento nei bisogni dei propri clienti⁶⁹.

1.6 LA GESTIONE DEL PATRIMONIO ARTISTICO DEL CLIENTE ALL'INTERNO DEL WEALTH MANAGEMENT

Una volta trattato il contesto generale e le recenti evoluzioni nel campo del wealth management, la prossima parte di questo capitolo si incentra sul ruolo dell'arte e dei servizi ad essa correlati in questo campo. Attraverso un'indagine che utilizza alcuni tra i più recenti e significativi report e articoli accademici dedicati a questo tema, si cercherà di delineare la situazione attuale e tracciare i possibili sviluppi futuri.

1.6.1 Definizione di art banking e art advisory

Nella letteratura riguardo a questo tema, spesso si sovrappongono i termini *art banking* ed *art advisory* che vengono utilizzati come sinonimi, anche se secondo alcune fonti sono entità almeno in parte distinte.

Una possibile definizione dell'*art banking*, data da Pietro Ripa lo pone come *'quella branca che include una tipologia di contratti e attività diverse, a disposizione del cliente finale ed erogate da intermediari finanziari, che mira a valutare i beni artistici come parte stabile e duratura del patrimonio del cliente, suggerendo di volta in volta una gestione che ottimizzi la sostenibilità del suo investimento, la sua messa in sicurezza, l'orizzonte temporale più consono e la metodologia più idonea per una eventuale liquidabilità futura della collezione'*⁷⁰.

Dunque, una possibile differenziazione tra *art advisory* e *art banking* riguarda il soggetto che offre tali servizi (difatti Ripa in seguito parla di *art advisory* bancario con riferimento al secondo

⁶⁸Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

⁶⁹Deloitte, *Making retirement security a reality: What can financial institutions and advisors do?*, 2015.

⁷⁰Ripa, Pietro, *Art Banking: la crescita del mercato dell'arte e i suoi effetti sull'industria finanziaria*, 2015, *Economia e diritto del terziario*, 1, Franco Angeli, 2017.

termine) e quindi l'art banking rappresenterebbe un sottoinsieme dell'art advisory. Tale concezione sembra essere quella condivisa dall'AIPB (Associazione Italiana Private Banking)⁷¹. Il criterio discriminante secondo questa accezione è la natura dell'istituzione erogatrice dei servizi: l'art banking fa riferimento ad un'istituzione bancaria, mentre l'art advisory può essere svolto da una società o un individuo che non rientrano necessariamente in questa sfera.

Secondo una possibile definizione di art advisory, i servizi di art advisory sono forniti da una società o da un individuo specializzati nel mercato dell'arte che forniscono consigli in modo da guidare le decisioni dei clienti quando vuole comprare o vendere opere d'arte.

Per clienti che acquistano opere d'arte, tali servizi possono riguardare il reperimento di particolari opere, fornire una consulenza sulla valutazione del prezzo, sulla qualità, sulle condizioni, sull'autenticità, così come la negoziazione del prezzo di vendita e il fornire rappresentanza in caso di aste. Per i clienti che invece vogliono vendere le opere d'arte, la consulenza principalmente riguarda consigli su dove, quando e come vendere l'opera o le opere in questione in modo da massimizzare il rendimento⁷².

Se si prende per valida tale definizione, allora le differenze tra art advisory e art banking possono diventare più marcate dal momento che nel secondo termine rientrano anche ulteriori servizi, più strettamente legati al concetto di private banking, che più difficilmente possono essere associati alla definizione del primo termine. Pensiamo ad esempio ai prestiti con l'arte come collaterale, all'inserimento dell'arte all'interno del portafoglio finanziario del cliente o ai servizi per la pianificazione dell'eredità di un cliente, giusto per citarne alcuni. Dunque se spesso si tratta di sinonimi, o almeno così vengono trattati in molta della letteratura su questo tema, sembra possibile individuare delle differenze in modo tale da rendere più chiara la trattazione di questi argomenti.

Un'altra differenza che è importante tracciare riguarda quella tra *Private Banking* e *Family Offices*. In tal caso si tratta di entità distinte e considerate come tali anche nella letteratura a riguardo, però dal momento che si tratta di termini che ritorneranno frequentemente in questo elaborato, si ritiene importante darne una definizione in modo da rendere la trattazione più chiara.

⁷¹AIPB (Associazione Italiana Private Banking), *L'art advisor nel Private Banking, a metà strada tra l'esperto d'arte e il consulente finanziario*, 2014.

⁷²Winston Art Group, *What is an art advisor?* (www.winstonartgroup.com).

Con il termine *Family Offices* (di cui si era accennato all'inizio del capitolo) si fa riferimento a società private di consulenza rientranti nel settore del wealth management che gestiscono il patrimonio di una o più famiglie (solitamente rientranti nella definizione di HNWI). Tipicamente vengono classificate come *single family offices* o *multi-family offices* (a cui talvolta si fa riferimento con la sigla MFOs); le prime sono al servizio unicamente di un'unica famiglia facoltosa, le seconde invece lavorano con più famiglie e per tanto si avvicinano di più alle pratiche tradizionali di *private wealth management*.

Per quanto riguarda i servizi offerti, essi hanno una portata ampia, spesso globale, e pertanto richiedono la presenza di diversi professionisti specializzati in campi differenti e una conseguente elevata coordinazione e cooperazione tra gli stessi. Tra i servizi offerti rientrano la gestione e la pianificazione patrimoniale, la pianificazione fiscale, quella finanziaria, l'assistenza legale, la gestione dell'eredità, servizi amministrativi ma anche ad esempio operazioni di beneficenza e filantropia, così come servizi di *lifestyle management* (ad esempio per l'organizzazione dei viaggi, dell'educazione, e così via)⁷³.

Possono essere società indipendenti o rientrare all'interno dell'orbita di un'istituzione finanziaria di *private banking* (ad esempio JP Morgan ha sviluppato internamente un suo servizio di *family office*⁷⁴).

Con il termine *private banking* s'intende *'l'attività di fornitura di servizi, principalmente bancari e finanziari, rivolta ad clientela dotata di patrimoni di entità rilevante (high net worth individuals) che, essendo caratterizzata da necessità finanziarie o di diversa natura non facilmente standardizzabili, si rivolge a una banca specializzata o a un intermediario non bancario, per ottenere un servizio costruito su misura in base allo specifico bisogno rilevato. Il p.b. si contrappone al retail banking che opera con definiti target di clientela, a cui vengono proposti, in maniera mirata, servizi e prodotti preconfezionati. [...] A svolgere l'attività di p.b. sono, generalmente, intermediari bancari, in particolare banche commerciali che dedicano alla funzione una specifica area di affari o gruppi di grandi dimensioni, che operano nella maggior parte dei vasi attraverso società prodotte. Possono fornire il servizio di p.b. anche intermediari*

⁷³ Investopedia, *family offices*, 24luglio 2018 (www.investopedia.com).

⁷⁴ Dal sito web di J.P. Morgan (www.jpmorgan.com).

*medio-piccoli che si rivolgono, normalmente, a professionisti esterni per l'individuazione di soluzioni da adattare successivamente alle esigenze del cliente*⁷⁵.

Per quanto concerne i servizi offerti, essi sono vari e diversi a seconda dei casi e delle esigenze. In generale quelli principali riguardano la consulenza per gli investimenti e la gestione di patrimoni immobiliari e mobiliari. Il campo dei servizi accessori può essere molto ampio e diversificato, spaziando dalla consulenza in materia fiscale e successoria a quella relativa alla gestione del patrimonio artistico, anche in termini di intermediazione.

Tracciamo un breve prospetto riepilogativo delle peculiarità del *private banking* e dei *family offices* individuando alcuni tratti salienti.

Per quanto riguarda la clientela, i *family offices* si focalizzano su entità familiari, con un orientamento indirizzato su più generazioni. Nel *private banking* ci si concentra su individui singoli.

Per la tipologia di asset trattati, entrambi hanno un spettro ampio (pensiamo a tutte le considerazioni tracciate nella prima parte del capitolo) anche se forse nei *family offices* l'approccio è caratterizzato di per sé da una declinazione più olistica, ad esempio la cura delle necessità familiari, mentre nel *Private Banking* il core degli asset trattati è più legato ad un ambito finanziario (anche se è necessario tenere a mente le evoluzioni in tale contesto).

Per quanto riguarda il focus della consulenza, i *family offices* si caratterizzano per un approccio di ampio respiro (*total wealth management*) mentre il *private banking* come struttura è in primis legato ad una gestione interna del portafoglio del cliente (*in-house portfolio management*).

Infine, la differenza forse più marcata sta nel prodotto offerto, dove i f.o. si caratterizzano generalmente per un consulenza neutra su differenti prodotti e servizi mentre nel p.b. si è più orientati (sempre in termini generali) nella fornitura di prodotti d'interesse anche per la banca. Riassumendo i principali vantaggi generalmente associati ai family offices riguardando la loro neutralità, la flessibilità e il fatto di essere esclusivi⁷⁶.

In questo contesto è fondamentale il ruolo del *Relationship Manager* al quale è associato il compito di cogliere i reali bisogni della clientela, adattando in base agli stessi i servizi da

⁷⁵Lucaroni, Greta, *Dizionario di Economia e Finanza*, Treccani, 2012.

⁷⁶Deloitte, *Art Banking 10 anni dopo: come è cambiato il mondo dell'art advisory nella prospettiva del private banking'*, novembre 2013.

sottoporgli. Cruciale è la capacità di strutturare e offrire soluzioni ‘cucite su misura’ in base al clientela, adottando un’ottica fondata proprio sulla centralità del cliente e coniugando, ad esempio, le esigenze relative alla gestione del suo portafoglio con quelle rientranti negli investimenti di passione.

1.6.2 Ruolo dell’art banking e del relationship manager

È opportuno ricordare come l’art advisory bancario nasca proprio a seguito delle richieste e necessità della clientela, spesso sempre più specifiche e personalizzate, ragionamento che trova riscontro con quanto esposto nella prima parte del capitolo, e che si rivolgono alla propria banca per ottenere una soluzione ad una moltitudine di esigenze che spaziano in vari campi, in maniera simile a quanto già accade all’interno dei *family offices*.

L’evoluzione di questa attività sembra sempre più orientata anche verso una declinazione più finanziaria, processo accompagnato dallo sviluppo di competenze specializzate capaci di combinare conoscenze nella sfera finanziaria con una preparazione specialistica riguardo determinate categorie di beni artistici.

Adottando un’ottica più strettamente finanziaria, mettendo momentaneamente da parte le varie ed ampie considerazioni su questo tema, molta letteratura s’incentra proprio sul (possibile) potenziale dell’investimento in arte all’interno di un portafoglio, in particolare per le sue (eventuali) capacità di diversificazione e di bene rifugio oltre che alle caratteristiche di ‘bene di passione’.

Si può considerare come in seguito alle ultime crisi finanziarie si stia assistendo ad un sostanziale cambiamento nelle priorità e interessi di investimento da parte della classe degli HNWI, come è stato tratteggiato nella prima parte del capitolo, progressivamente sempre più orientata verso finalità di consolidamento e protezione della propria ricchezza piuttosto che obiettivi speculativi.

Una delle conseguenze di tale tendenza è la ricerca di investimenti alternativi in grado di portare specifiche potenzialità nel portafoglio del cliente. Ad esempio, secondo il report stilato da Deloitte in collaborazione con Art Tactic⁷⁷ del 2016, si evidenzia come nel campione di HNWI preso come oggetto d’indagine, la quota di portafoglio impiegata in attività finanziarie si attestava intorno al 64%, il 23% era impiegato nella quota di immobiliari, mentre il 13%

⁷⁷Deloitte & ArtTactic, Art & Finance Report 2016.

veniva investito in altri beni reali tra cui appunto gli *investment of passions*, in cui l'arte viene considerata tra le tipologie più rilevanti⁷⁸.

L'art banking si configura come un fenomeno in evoluzione, in tal senso *'la mera gestione degli asset finanziari rimane la componente principale, seppur non unica, del rapporto tra il private banker e il cliente, ma si estende anche a nuovi campi di interesse, quali, ad esempio: la compravendita di immobili di pregio, il possesso di collezioni di arte e gioielli, la consulenza in campo giuridico, previdenziale, assicurativo, successorio, il tax planning e in alcuni casi la costituzione di trust o l'implementazione di modelli di family office'*⁷⁹.

In questo contesto è fondamentale il ruolo del relationship manager al quale è associato il compito di cogliere i reali bisogni della clientela, adattando in base agli stessi i servizi da sottoporli. Cruciale è la capacità di strutturare e offrire soluzioni 'cucite su misura' in base al singolo cliente, adottando un'ottica fondata proprio sulla centralità del cliente e coniugando, ad esempio, le esigenze relative alla gestione del suo portafoglio con quelle rientranti negli investimenti di passione.

La figura del relationship manager s'inserisce in un contesto dove sorgono nuove necessità derivanti da un maggiore orientamento verso una logica di servizio piuttosto che verso una logica di prodotto. Ossia si assiste ad un progressivo passaggio da una strategia meno specifica, generalmente incentrata sulla scelta dello strumento finanziario più opportuno in base ad età, professione e attitudine al rischio del cliente ad una orientata alla comprensione delle necessità del cliente per accrescere il suo benessere ora e nel futuro.

Il relationship manager svolge una funzione di coordinatore nella gestione del patrimonio dei clienti più importanti, si pone l'obiettivo di massimizzarne il benessere e i vantaggi in diversi campi, ad esempio in quello fiscale, legale e successorio, in base alle esigenze e a diversi orizzonti temporali.

Funzionale a tale obiettivo è anche il suo ruolo di intermediatore per il rapporto con professionisti esterni, garantendo in tal modo la soddisfazione delle necessità del cliente mantenendone allo stesso tempo l'anonimato e la riservatezza.

⁷⁸Ripa, Pietro, *Art Banking: la crescita del mercato dell'arte e i suoi effetti sull'industria finanziaria*, 2015, Economia e diritto del terziario, 1, Franco Angeli, 2017.

⁷⁹Ripa, Pietro, *Art Banking: la crescita del mercato dell'arte e i suoi effetti sull'industria finanziaria*, 2015, Economia e diritto del terziario, 1, Franco Angeli, 2017.

Pensiamo ad esempio ad un cliente che esprima la necessità di un servizio relativo alla gestione del proprio patrimonio artistico che non viene offerto internamente dalla banca in questione. Un grande vantaggio per il cliente è rappresentato dalla gratuità di tale servizio di intermediazione nonché dalla semplificazione delle attività relative alla gestione della collezione, così come la possibilità di accedere ad un livello di servizio di solito unicamente ad appannaggio di operatori istituzionali o dei maggiori collezionisti. Allo stesso tempo, la gratuità di tale tipologia di servizi si configura per la banca come un investimento, più che come un costo, funzionale alla fidelizzazione del cliente e alla reputazione dell'istituzione stessa, tematiche fondamentali in un contesto sempre più competitivo per le società operanti in questo campo⁸⁰.

1.6.3 Gli HNWI e il mercato dell'arte

La classe degli HNWI gioca un ruolo importante all'interno del mercato dell'arte dal momento che le vendite e i prezzi della fascia alta di tale mercato sono fortemente influenzate dalle operazioni e dalle preferenze di tali individui. Difatti, non sorprende constatare come i collezionisti d'arte si trovano in maniera predominante nella classe superiore ai centomila dollari di ricchezza personale, e appunto coloro che si posizionano al livello di più alto di questo segmento hanno un impatto significativo sul mercato dell'arte.

Una considerazione interessante riguarda la relazione tra modelli di sviluppo della classe degli HNWI, crescita, distribuzione a livello regionale, e così via, e il mercato dell'arte: nonostante l'elevata proporzione di individui abbienti sia connessa con la dimensione del mercato dell'arte di quella nazione essa non rappresenta l'unico fattore in grado di determinarne la posizione e lo sviluppo.

Molte regioni difatti sono emerse solamente come basi per nuovi acquirenti anziché come nuovi centri di vendita di tale mercato, con tali nuovi acquirenti che invece partecipano e dunque supportando i centri tradizionali di vendita come Gran Bretagna e Stati Uniti.

Ad esempio il Giappone, che nel 2016 rappresentava circa il 10% della popolazione più ricca a livello mondiale, cioè l'1% per livello di ricchezza, rappresenta un paese storicamente importante in termini di acquirenti ma allo stesso tempo ha una quota relativamente piccola del mercato dell'arte.

⁸⁰Ripa, Pietro, *Art Banking: la crescita del mercato dell'arte e i suoi effetti sull'industria finanziaria*, 2015, Economia e diritto del terziario, 1, Franco Angeli, 2017.

Un problema relativo alla crescente polarizzazione della ricchezza, fenomeno trattato nelle pagine precedenti, riguarda i possibili rischi da essa derivanti.

In particolare, vi è il rischio che la concentrazione del valore nelle vendite d'arte a livello globale comporti una polarizzazione ed una mancanza di profondità nel mercato.

Ad esempio, nonostante la crescita del mercato di alta fascia, il declino del mercato registrato nel 2016 fu pesantemente influenzato da una crescente sottigliezza e mancanza di offerta nella fascia più alta, in particolare nel settore delle aste.

In più, le forti performance e vendite registrate nella fascia più alta hanno catturato l'attenzione di quei collezionisti orientati verso il rendimento finanziario anche in questo campo. Una possibile conseguenza riguarda il fatto che molti nuovi collezionisti, poco familiari con questo mercato, per ridurre l'impiego di tempo, così come i costi di ricerca e informazione associati a pratiche tradizionali, si focalizzano unicamente sull'acquisto di opere conosciute o di artisti famosi. In tal modo vi è una riduzione del rischio dell'investimento e a livello collettivo tale pratiche tendono a rinforzare il cosiddetto '*superstar phenomenon*' nel mercato dell'arte, dove le opere degli artisti più famosi sono quelle più richieste e raggiungono prezzi di gran lunga più elevati.

Tale fenomeno oltre all'influenza sui prezzi, potenzialmente può ledere agli artisti che non rientrano in tale categoria con la concentrazione della domanda unicamente su pochi artisti di successo mentre gli altri affrontano difficoltà ancora maggiori per riuscire ad affermarsi. Un'altra conseguenza riguarda le maggiori difficoltà per gallerie e case d'asta nel vendere una più ampia gamma di opere, vista la focalizzazione della domanda, il che potrebbe portare ad un ulteriore aumento del prezzo di questo segmento ad un livello tale da essere fuori portata per un gran numero di collezionisti che avrebbero così la percezione di essere tagliati fuori dal mercato.

Per comprendere poi come l'andamento e l'evoluzione nella classe degli HNWI influenzino il mercato dell'arte, è interessante osservare che la maggiore dispersione di questi individui a livello globale, non più concentrati solo in alcuni paesi, ha portato ad una maggiore diversificazione in termini geografici degli acquirenti.

La conseguenza è un superiore grado di indipendenza del mercato dell'arte rispetto alle condizioni economiche, nonché una protezione più significativa rispetto al rischio derivante dall'appoggiarsi unicamente a Stati Uniti ed Europa come base di acquirenti.

Questo risulta particolarmente evidente se si considera la velocità con cui il mercato dell'arte si è ripreso in seguito all'ultima crisi finanziaria globale, grazie alla spinta nelle vendite dalla Cina e al supporto da parte degli acquirenti internazionali, rispetto a quanto avvenuto in recessioni precedenti, ad esempio quelle dei primi anni '90, dove per tornare al livello pre-crisi in termini di vendite furono necessari circa una quindicina d'anni.

Ciò detto, il mercato degli Stati Uniti difficilmente perderà il suo ruolo di guida per la ricchezza che per il mercato dell'arte. Difatti, le principali ragioni per il successo di questo paese in qualità di mercato dell'arte sono riconducibili alla sua infrastruttura culturale, ad un ambiente fiscalmente favorevole per questo tipo di attività e ad un regime di commercio liberale ma risulta anche centrale il fatto di continuare ad essere il più grande centro di ricchezza a livello mondiale.

Per quanto concerne i modelli di acquisto da parte della classe degli HNWI, nonostante delle differenze, in linea di massima sembrano riscontrabili delle similarità come ad esempio l'interesse per gli *investments of passion* già citati in precedenza: di solito occupano una quota intorno al 10% della ricchezza complessiva ma con differenze anche significative tra individui e paesi. All'interno di questi investimenti la quota dedicata all'arte varia tra il 15% e il 25%, anche qui però si registrano differenze significative in base ai casi⁸¹.

In base ad una recente ricerca condotta da *Arts Economics* assieme a UBS⁸², che ha intervistato 2245 HNWI negli Stati Uniti, si cerca di cogliere come essi interagiscano con il mercato dell'arte.

Il 35% risulta attivo nei mercati dell'arte e del collezionismo e su di essi si è focalizzata la ricerca. Per quanto riguarda le caratteristiche demografiche della percentuale considerata, il 65% sono maschi, la maggioranza (66%) è ancora attiva in ambito lavorativo, mentre, per quanto concerne l'età, la maggioranza ha più di 50 anni. L'88% rientra nella classificazione tra 1 e 5 milioni di dollari in asset personali investibili, mentre solo il 2% nella fascia superiore ai 10 milioni di dollari.

Passando alle tipologie di acquisti, la categoria più popolare risulta quella di gioielli, gemme e orologi con il 62% degli intervistati che ha fatto acquisti rientranti in tale categoria negli ultimi

⁸¹ McAndrew, Clare, *The Art Market 2017, Art Basel & UBS Report*.

⁸² McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

due anni, seguita dagli acquisti in oggetti di design (42%), mentre gli acquisti nel campo delle *belle arti* occupano la quinta posizione (27%).

È interessante notare come la quota di acquirenti per quest'ultima categoria, così come per le arti decorative, la terza più popolare con una percentuale del 32%, aumenti con il crescere della ricchezza dell'individuo, considerazione particolarmente marcata per questa categoria, nonostante si riscontri anche nelle altre ma in maniera minore.

Difatti il 26% di coloro che hanno una ricchezza investibile inferiore ai 5 milioni di euro sono anche acquirenti recenti di opere d'arte, mentre tale percentuale sale al 40% per coloro con una ricchezza superiore ai 5 milioni.

In termini di opere acquistate negli ultimi due anni, la media è di tre opere (due per coloro che rientrano nella prima delle ultime due categorie enunciate, quattro per la seconda). Mentre per quanto riguarda le cifre spese, la maggioranza (89%) degli intervistati si attesta ad un livello di spesa complessivo di 50.000 dollari o meno, solo il 3% invece ha speso più di un milione di dollari.

Approfondendo ulteriormente tale analisi, il prezzo più comune pagato per un'opera d'arte è meno di 5.000 dollari (79% degli intervistati), mentre per la grande maggioranza (91%) il massimo prezzo pagato un'opera d'arte non supera i 50.000 dollari e solo l'1% ha acquistato una singola opera d'arte pagandola più di 1 milione di dollari (3% se ci si focalizza sulla classe con una ricchezza investibile maggiore di 5 milioni).

Non sorprende poi notare come i collezionisti con livelli maggiori di ricchezza abbiano anche collezioni più estese: sopra la soglia dei 5 milioni, il 65% ha collezioni superiori a dieci pezzi mentre sotto i 5 milioni, il 64% possiede collezioni inferiori ai 10 pezzi.

Invece un dato particolarmente interessante riguarda le preferenze in termini degli acquisti che provano un marcato supporto degli artisti locali e nazionali: l'85% delle opere acquistate negli ultimi due anni sono prodotte da artisti locali o nazionali, l'84% da artisti ancora in vita. Si tratta di un dato in linea con la statistica che vede il 72% delle vendite dei commercianti d'arte negli Stati Uniti effettuate da acquirenti locali.

Per quanto riguarda i canali di acquisto, la maggior parte degli acquirenti intervistati utilizza diversi canali di acquisto, mentre il canale più utilizzato è quello delle gallerie o dei mercanti d'arte (il 66% degli intervistati hanno fatto acquisti servendosi di questo canale) ma ad esempio anche acquistare direttamente dallo studio dell'artista è una pratica popolare (59%

degli intervistati). L'acquisto attraverso vendite d'asta è meno popolare (44% degli intervistati, 58% se si considerano solo gli individui con una ricchezza superiore ai 5 milioni di dollari).

Invece, mentre il 73% degli intervistati utilizza un consulente finanziario professionista, solo una stretta minoranza si serve di un art advisor, almeno per la funzione di acquisto: solo l'8% se ne serve spesso o sempre mentre il 76% non lo ha mai utilizzato. Però tale percentuale aumenta considerevolmente quando si considerano livelli più elevati di ricchezza: il 30% di coloro che superano la soglia dei 5 milioni ha usufruito di tali servizi di consulenza, il 4% se ne serve sempre e il 10% lo fa con frequenza. Tale dato è in linea con le considerazioni fatte nella prima parte del capitolo riguardo le esigenze di questa classe⁸³.

Un altro aspetto interessante, in particolare per i capitoli successivi di questo elaborato, riguarda le modalità di finanziamento per l'acquisto di opere d'arte. Secondo una ricerca di Capgemini, l'utilizzo di prestiti per finanziare investimenti di passione è una pratica comune, con circa il 10% degli HNWI che ha usufruito di una qualche forma di finanziamento per l'acquisto di investimenti di passione⁸⁴.

Risulta come il 30% degli intervistati abbia finanziato tra il 25% e il 50% della propria collezione attraverso il ricorso al credito, il 39% invece attraverso altre forme di finanziamento, però al crescere della ricchezza tale percentuale diminuisce; solo il 23% di coloro che hanno livello di ricchezza superiore ai 5 milioni di dollari ha finanziato il 50% o più della propria collezione attraverso il finanziamento esterno.

Passando alla classificazione delle motivazioni per l'acquisto di opere d'arte (si veda anche la figura 1.8 per quadro riassuntivo), il primo fattore per importanza è quello della motivazione estetica o decorativa, l'83% del campione la considera importante, seguito dalla passione per il collezionismo d'arte o comunque del collezionismo come espressione della propria personalità (73%), mentre il terzo posto è occupato dal supporto agli artisti e alla cultura (63%).

Il fattore status cresce d'importanza con il livello di ricchezza, per la fascia sopra i 5 milioni di dollari la percentuale è del 45%, mentre per la fascia inferiore a questa soglia la percentuale scende al 26%. Un discorso analogo vale per il fattore tradizioni familiari: il 50% per la fascia superiore, il 36% per quella inferiore.

⁸³ McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

⁸⁴ Capgemini & RBC Wealth Management, *Global HNWI Insight Survey, 2016*.

A livello generale i fattori più strettamente finanziari occupano diverse posizioni nella gerarchia d'importanza. Il rendimento atteso sull'investimento occupa il quinto posto, il 32% lo considera un fattore importante, invece la diversificazione del portafoglio e la copertura contro l'inflazione ricoprono le ultime due posizioni, rispettivamente ottava e nona, con il 27% e il 24%. Dunque le motivazioni finanziarie non sembrano essere le più importanti quando si acquista un'opera d'arte.

Tale considerazione è ulteriormente rafforzata dal dato che vede l'86% dei collezionisti intervistati affermare di non avere mai venduto un'opera della propria collezione. Nella percentuale rimanente invece una quota consistente ha rivenduto delle opere della collezione entro un anno dal loro acquisto (il 47%); anche se tale dato può essere associato ad una maggiore attività speculativa rispetto a quanto dichiarato, in verità le motivazioni alla base della vendita possono essere varie, comprendendo motivazioni estetiche e personali come quelle finanziarie.

Infine è importante ricordare come, nonostante gli acquirenti di opere d'arte rientranti nella classificazione di HNWI influenzino di anno in anno molti dei trend chiave nel mercato dell'arte, l'estrazione e il livello di partecipanti a questo mercato risulta ampia e variegata. Nonostante la maggiore focalizzazione di molte imprese verso il mercato di fascia alta per assicurarsi l'interesse dei collezionisti più facoltosi, essi rappresentano comunque una percentuale molto ristretta della popolazione di potenziali acquirenti a livello globale; proprio per assicurare una maggiore stabilità nel mercato, un maggiore coinvolgimento di nuovi acquirenti provenienti anche da fasce di ricchezza meno elevate sarà cruciale nel prossimo futuro⁸⁵.

⁸⁵McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

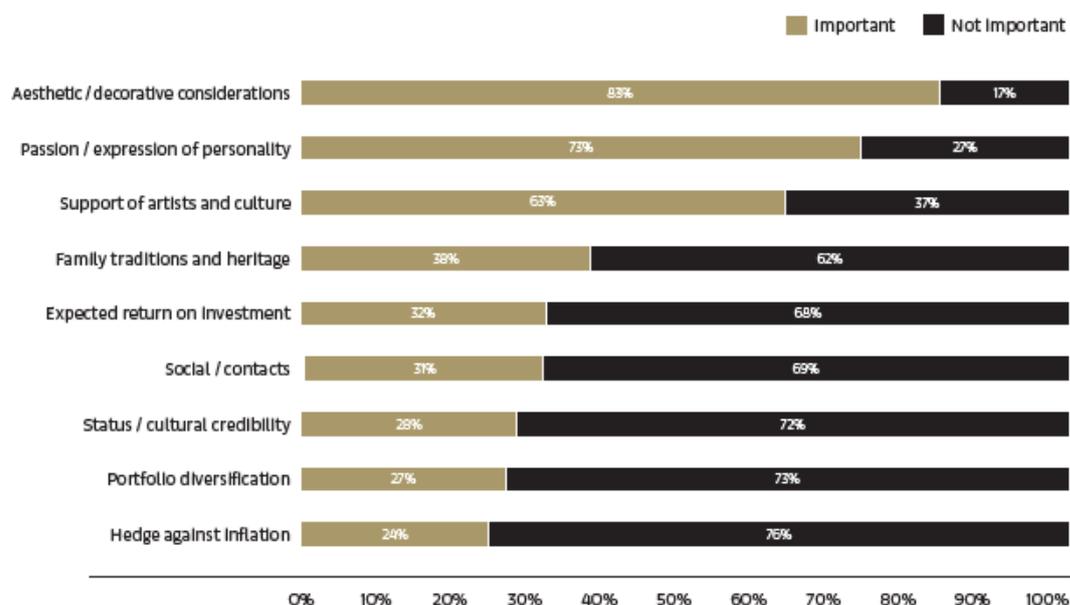


Figura 1.8: Classificazione delle motivazioni quando si acquistano opere d'arte; Fonte: McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

Nello scenario italiano prendiamo come riferimento un report leggermente più datato (2014) stilato dall'Associazione Italiana Private Banking (AIPB). Dal campione di clienti oggetto di intervista, risulta come il 47% degli individui intervistati possiede opere d'arte ma soltanto l'8% di questi si rivolge alle istituzioni bancarie per servizi affini (gli intermediari preferiti restano sempre mercanti d'arte/gallerie/antiquari con il 52% delle preferenze).

Per quanto riguarda il collezionismo in base al livello di ricchezza, si osserva una tendenza simile a quella riscontrata nel mercato americano: la percentuale di clienti che possiede opere d'arte si assesta al 32.6% per individui con un patrimonio inferiore al milione di euro, mentre tale percentuale aumenta all'aumentare della ricchezza: il 55.5% per la fascia tra 1 e 5 milioni di euro, il 58.6% per il segmento con ricchezza maggiore ai 5 milioni di euro. Per quanto riguarda il servizio più richiesto alle banche la prima posizione è occupata dalla funzione relativa alla consulenza assicurativa (52%), di seguito si tratterà la tematica dei servizi offerti in maniera più approfondita⁸⁶.

⁸⁶AIPB (Associazione Italiana Private Banking), *L'art advisor nel Private Banking, a metà strada tra l'esperto d'arte e il consulente finanziario*, 2014.

1.6.4 Arte e wealth management

Nel seguente paragrafo ci si focalizza sul ruolo dell'arte all'interno del wealth management in relazione agli ultimi sviluppi di questo settore.

Nella prima parte del capitolo si è trattato delle evoluzioni nel campo del wealth management e si è visto come sia possibile osservare una maggiore tendenza verso un approccio olistico, conseguenza di una più elevata competizione all'interno del settore e dell'introduzione di innovazioni tecnologiche; a riprova di ciò l'85%⁸⁷ dei wealth manager intervistati da Deloitte considerano tale approccio fondamentale per le performance future. Proprio tale tendenza è un fattore principale alla base di una maggior presenza dei servizi relativi all'arte nello spettro dei servizi offerti. Mentre per la sua stessa natura, per tale tipologia di servizi è più adatta la forma tradizionale del wealth management, quella che vede un professionista in persona anziché servizi digitali.

Una maggiore attenzione verso l'inclusione dell'arte all'interno dei servizi offerti è testimoniata dall'evoluzione dell'opinione dei professionisti di tale settore a riguardo (si veda la figura 1.9 che illustra tale evoluzione), che stanno progressivamente superando le diffidenze verso il mercato dell'arte, anche se rimangono alcune problematiche strutturali, come la mancanza di trasparenza o la gestione del rischio, e sembra che lo sviluppo di servizi affini sia ormai parte di un trend di lungo periodo nel settore del wealth management.

Ad esempio, secondo quanto riportato dal report di Deloitte e ArtTactic, il 69% dei wealth manager intervistati (il 70% della banche private e il 63% dei family offices) dichiarano di aspettarsi di dover includere resoconti riguardo al patrimonio artistico da parte dei propri clienti per avere una comprensione più ampia della propria ricchezza (nel 2012 la percentuale si attestava sul 40%), il che dimostra appunto una maggiore pressione da parte dei clienti verso servizi che coprano tale campo.

D'altro canto inserire l'arte all'interno dei report può offrire dei benefici ai professionisti di tale settore dal momento che li incoraggia ad un approccio attivo il che garantisce una maggiore comprensione di tale tipologia di asset, necessaria per offrire servizi adeguati alla

⁸⁷Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*. I dati forniti si basano su una ricerca che ha coinvolto 69 banche private, 27 family offices, 155 professionisti nel campo dell'arte e 107 collezionisti, intervistati tra maggio e luglio 2017.

propria clientela (pensiamo ad esempio alla pianificazione strategica per quanto riguarda la monetizzazione, la successione e la tutela di tale patrimonio).

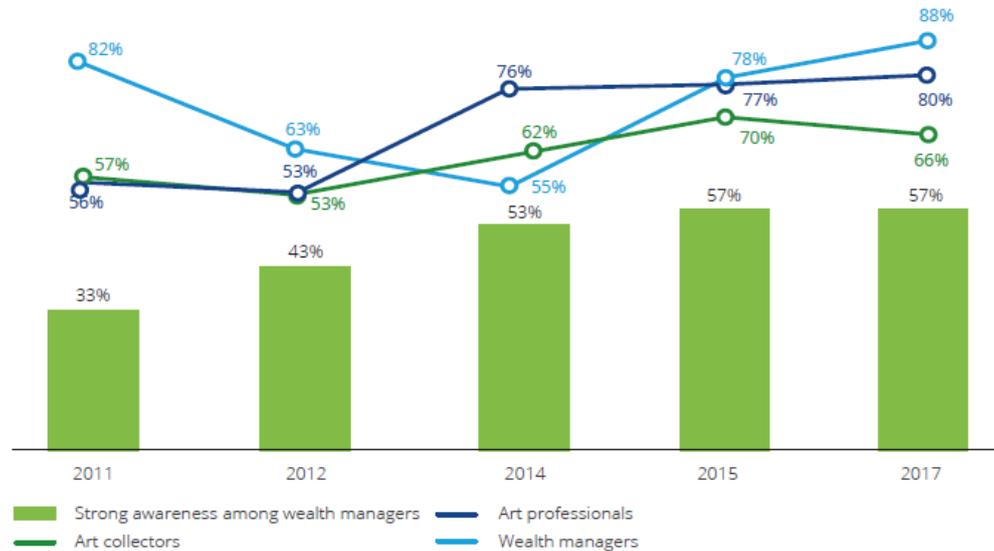


Figura 1.9: Pensate che arte e oggetti da collezione dovrebbero far parte dell'offerta del wealth management? Fonte: Deloitte & ArtTactic, Art & Finance Report, 2017

Concentrandosi sul lato dell'offerta, la motivazione principale alla base dell'inclusione di servizi relativi all'arte nelle pratiche di wealth management è rappresentata dall'orientamento verso un approccio olistico, come anticipato in precedenza. Tale motivazione risulta comunque recente, e sembra per tanto emblematica della novità di questo orientamento.

Vi sono anche altre motivazioni che stanno progressivamente crescendo d'importanza e sono fondamentalmente coerenti con quanto detto nella prima parte del capitolo.

In primo luogo la maggiore competizione nel settore, fenomeno di cui si è discusso in precedenza, comporta la necessità di differenziarsi dalla concorrenza, appunto uno degli impulsi principali dietro l'adozione di strategie olistiche, e i servizi relativi al campo dell'arte rappresentano una possibilità in tal senso, in particolare in considerazione della crescente importanza degli investimenti di passione e della necessità di tenere in considerazione anche la sfera 'emotiva' del cliente.

In più, sembra come l'arte rappresenti progressivamente una quota maggiore della ricchezza complessiva dei clienti. Entrambe tali motivazioni sono nettamente cresciute d'importanza negli ultimi anni: dal 38% e 36% rispettivamente del 2014, al 72% e al 73% del 2017.

Un'altra evoluzione è rappresentata dalla maggiore richiesta di supporto da parte dei clienti in relazione a problemi rientranti nella sfera dell'arte, dal 38% del 2014 al 55% del 2017, fattore particolarmente sentito dai family offices: il 69% rispetto al 52% delle banche private.

D'altro canto, le motivazioni relative all'importanza dell'arte e degli oggetti da collezione per la diversificazione del portafoglio sembra perdere leggermente importanza rispetto al 2016, con il 54% contro il 48% del 2017, pur rimanendo una motivazione importante, mentre la protezione contro l'inflazione è confinata ad un ruolo minore (dal 30% del 2016 al 15% di un anno dopo).

Allo stesso tempo però si può osservare una maggiore importanza per l'arte in qualità di investimento alternativo: dal 34% del 2014 al 55% del 2017. La maggiore richiesta di investimenti di questo tipo da parte della clientela comporta una crescente attenzione alle potenzialità offerte dall'arte in tal senso. Difatti non sorprende come in un contesto di maggiore incertezza e di turbolenze nella sfera economica come in quella politica, sia accresciuta anche l'importanza dell'arte come riserva di valore (dal 35% del 2014 al 54% del 2017) in particolare grazie alla capacità del mercato dell'arte di resistere alle turbolenze economiche e politiche durante l'ultima crisi finanziaria e negli anni seguenti.

Infine segnaliamo la crescente importanza dell'arte come uno strumento di intrattenimento alternativo per il cliente, che passa da una percentuale del 36% nel 2014 ad una del 55% tre anni dopo, che riflette l'importanza emotiva e il valore sociale per i collezionisti del venire coinvolti nell'arte e nel suo mondo. Ciò rappresenta inoltre una concreta opportunità per sviluppare nuove forme di collaborazioni con istituzioni attive in tale campo (musei, fiere d'arte, ecc.) che vadano oltre alla sponsorizzazione tradizionale⁸⁸.

1.6.5 I servizi offerti

Passando ai servizi offerti, facendo sempre riferimento alla sopracitata ricerca di Deloitte e ArtTactic del 2017, il 64% dei wealth manager intervistati (il 67% delle banche private e il 55% dei family offices) offre servizi relativi all'arte e agli oggetti da collezione. Tali servizi possono essere raggruppati in tre principali categorie: art advisory e servizi filantropici, servizi di finanziamento che comprendono opere d'arte (sia come collaterale che per l'acquisto), servizi relativi all'arte in termini di investimento⁸⁹.

Nella prima tipologia rientrano servizi quali la gestione della collezione, ricerche relative al mercato dell'arte e servizi di informazione, consulenza e valutazione riguardo opere d'arte,

⁸⁸ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

⁸⁹ Deloitte, *Art Banking 10 anni dopo: come è cambiato il mondo dell'art advisory nella prospettiva del private banking*, novembre 2013.

pianificazione patrimoniale, ad esempio tassazione e pianificazione per le successioni, e opere di filantropia (principalmente donazioni nel campo delle arti e della cultura). Per l'elevato grado di competenze specifiche richieste, risulta indispensabile strutturare partnership e collaborazioni strategiche con specialisti oppure introiettarle all'interno dell'organizzazione stessa.

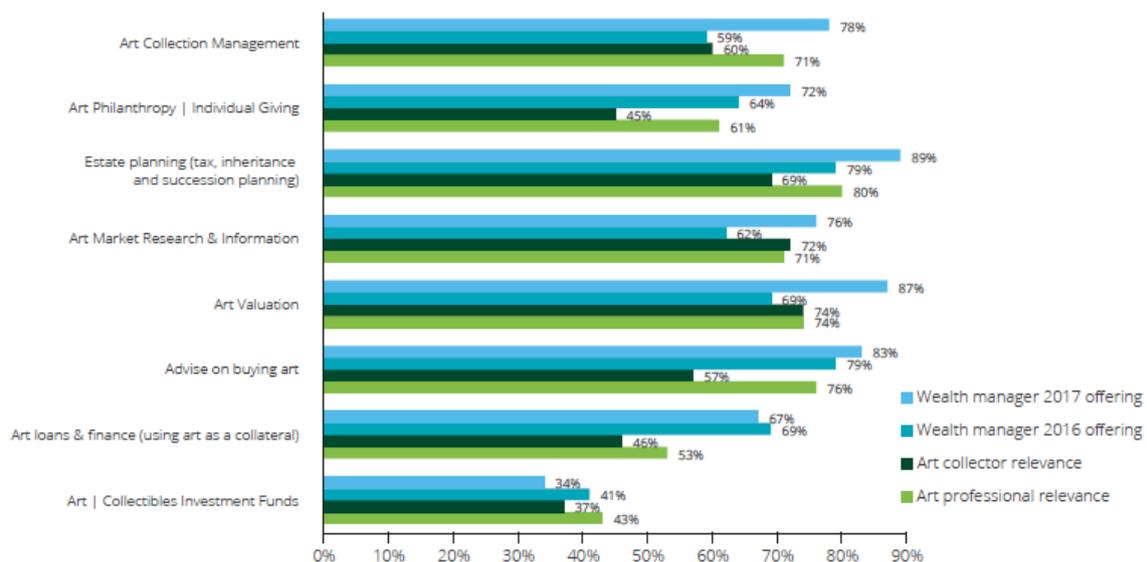


Figura 1.10: L'offerta attuale di servizi nel campo dell'arte da parte del settore del wealth management e i servizi che collezionisti e professionisti del mondo dell'arte ritengono più importanti. Fonte: Deloitte & ArtTactic, Art & Finance Report 2017.

Osservando nel dettaglio tali servizi, risulta come in poco tempo quasi tutti siano cresciuti d'importanza (La figura 1.10 illustra i principali servizi offerti e l'evoluzione rispetto al 2016). La percentuale di wealth manager che offre servizi di gestione e di reporting della collezione è aumentata passando dal 59% del 2016 al 78% un anno dopo. All'interno di coloro che offrono tale servizio, una metà lo configura come un servizio interno mentre l'altra lo esternalizza, anche se si riscontrano maggiori differenze confrontando *family offices* e banche private: dei primi, il 91% offre tale servizio internamente contro il 35% per i secondi. All'interno di tale categoria possono rientrare servizi relativi all'assicurazione, alla conservazione, al trasporto della collezione.

Un altro settore che attesta una decisa crescita di importanza e una maggiore popolarità è quello della valutazione dell'opere d'arte e delle ricerche di mercato, giudicate come particolarmente importanti anche da parte dei collezionisti (rispettivamente il 74% e il 72%

rispetto al 62% e al 75% del 2016) e professionisti del mestiere (con il 74% e il 71% dal 69% e dal 67% nel 2016). Il fatto di essere i due servizi considerati come più importanti da queste due tipologie di *player*, spiega la crescita percentuale dell'offerta di tali servizi dal lato dei wealth manager: si passa dal 69% registrato nel 2016 all'87% nel 2017 per quanto riguarda la valutazione di opere d'arte e similmente dal 62% al 76% nello stesso lasso temporale per i servizi di ricerca nel mercato dell'arte.

L'importanza attribuita a tali servizi da parte di collezionisti e professionisti nel settore dell'arte, probabilmente è riconducibile alla neutralità che i wealth manager dovrebbero avere in questo settore. Nonostante la maggioranza delle società finanziarie (il 73%) si rivolga a terze parti per i servizi di valutazione, il ruolo del wealth manager può sempre essere quello di assicurare, attraverso la sua influenza e neutralità, l'utilizzo di processi appropriati per fornire una valutazione adeguata e imparziale.

In generale, con una crescente importanza dei clienti per servizi di *art advisory*, il 57% dei clienti intervistati sostiene che essi dovrebbero essere incorporati nei servizi del wealth management, si sta osservando una tendenza ad incorporare tali servizi da parte del wealth management. Un esempio è dato dall'acquisizione da parte di *Stonehage Fleming*, uno dei più importanti *family office* sulla scena internazionale, della società di art advisory svizzera *OmniArte*.

In particolare, se la domanda dei clienti raggiunge una massa critica, l'incorporazione di tali servizi presenta chiari vantaggi in particolare nel rapporto con il cliente con una maggiore confidenza e nella capacità di integrare in maniera più efficiente tali servizi all'interno di quelli generali attinenti al wealth management. Mentre la configurazione di tale incorporazione tendenzialmente dovrebbe vertere attorno ad una figura (o un team) specializzata all'interno della banca o del *family office* che ha accesso ad una rete specifica di professionisti di tale mercato⁹⁰.

Affrontiamo ora un tema specifico, quella della gestione del patrimonio artistico nel caso della successione.

Nella pianificazione patrimoniale, un ruolo di crescente importanza è attribuito al patrimonio artistico: nei prossimi decenni si assisterà ad un trasferimento di ricchezza generazionale

⁹⁰Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

stimato da alcuni attorno ai 30 bilioni di dollari, e attualmente la ricchezza relativa al patrimonio artistico è stimata aggirarsi attorno al 6% della ricchezza detenuta dagli UHNWI a livello globale⁹¹. Risulta dunque evidente l'assimilazione dell'arte alle strategie di pianificazione del patrimonio, la cui importanza è condivisa da tutte le parti interessate.

Nel 2017, il 69% dei collezionisti e l'89% dei professionisti del mercato dell'arte intervistati dichiarano come tali servizi siano una priorità, mentre per quanto concerne i wealth manager l'89%, in particolare l'88% delle banche private e il 91% dei *family office*, offre servizi di consulenza relativi alla pianificazione patrimoniale, in crescita rispetto al 79% del 2016.

All'interno della pianificazione patrimoniale rientrano la valutazione, la tassazione, l'eredità e la successione. La tendenza verso una maggiore attenzione in termini della preservazione del patrimonio artistico per le generazioni future è anche dimostrata dall'apertura di musei privati in anni recenti; ad esempio il 70% dei 317 musei privati di arte contemporanea è stato fondato dopo il 2000⁹².

Trattando più nel dettaglio il tema della successione, non di rado può accadere che gli eredi debbano gestire un patrimonio artistico di cui non conoscono il reale valore. Da tale situazione si sviluppano una serie di azioni in relazione alle esigenze e alla volontà dei clienti. In primo luogo, vi è una fase di 'messa in sicurezza' del patrimonio artistico che prevede generalmente una valutazione aggiornata delle opere, un'indagine su fattori come autenticità, attribuzione, provenienza, eventualmente il restauro e la stipulazione di una polizza assicurativa nel caso non sia presente.

Questa prima fase è necessaria e non prevede particolari scelte strategiche da parte del cliente che invece diventano necessarie nelle fasi successive. Difatti, svolte le prime pratiche necessarie e attribuito un valore aggiornato alla collezione, il passo successivo prevede di solito una delle seguenti scelte: divisione, prestito, vendita⁹³.

In ciascuno dei casi l'azione a monte da parte della banca e dai suoi responsabili nel campo dell'*art advisory* è fondamentale per garantire agli eredi una valutazione corretta e imparziale

⁹¹ Knight Frank, *The Wealth Report. The global perspective on prime property and investment*, 2017.

⁹² Larry's List & AMMA (Art Market Monitor of Artron), *Private Art Museum Report*, 2015.

⁹³ Nel caso italiano il valore finale della collezione entra nell'asse ereditario, il legislatore italiano stabilisce come '*denaro, gioielli e mobilia*' (le opere d'arte rientrano in questa categoria) vengano inclusi per un importo pari al 10% del valore dell'asse ereditario netto. Nel caso in cui tale importo ecceda il 10% del valore dell'asse (al netto di eventuali franchigie), non sono previste tassazioni aggiuntive, il che rappresenta un beneficio fiscale per gli eredi. (secondo Articolo 9 del D.Lgs. n. 346 del 1990).

e permette in tal modo, ad esempio, una consona spartizione tra gli eredi in caso di divisione, evitando controversie.

In questo contesto bisogna poi sempre considerare lo scopo d'uso della collezione dopo la scomparsa del suo *dominus*, e proporre agli eredi varie soluzioni in base all'interesse e alle esigenze degli stessi, come ad esempio l'istituzione di una fondazione per non dividere la collezione, nonché in base alle possibilità offerte che spesso cambiano da paese a paese (pensiamo ad esempio alla differenze in materia fiscale).

Se la volontà degli eredi è improntata verso la vendita della collezione (o di una sua parte) vi sono varie scelte strategiche percorribili ma tutte prevedono il seguire le regole del 'cosa', 'dove', 'come' e 'quando'. Ossia è necessario decidere quali opere vendere, dove venderle (cioè in quale mercato, se nazionale o internazionale), con quale canale di vendita e infine cogliere il momento migliore per tale vendita.

Di significativa rilevanza e dunque di particolare attenzione per il *Relationship Manager* è il tema dei costi di transazione associati alla vendita dell'opera d'arte. Si tratta spesso di una voce elevata che dipende da vari fattori quali il canale di vendita e una serie di spese accessorie (trasporto, assicurazione, ecc.); ad esempio il canale della vendita d'asta per quanto popolare e capace di garantire un alto numero di potenziali acquirenti, presenta anche elevate commissioni strutturali nonché costi accessori, motivo per cui il mercato delle *private sale*, dove vengono riconosciute solo le spese di intermediazione alle case d'asta, sta acquisendo maggiore popolarità anche per la velocità spesso garantita da tale soluzione, data dall'assenza dei tempi di formazione del catalogo.

Un'altra possibile soluzione per la valorizzazione del patrimonio artistico riguarda la cessione in prestito della collezione ad un'istituzione museale, molto raramente a titolo oneroso, con quest'ultima che si prende cura della attività di valutazione, assicurazione, restauro e custodia. Il vantaggio per gli eredi o il collezionista sta nell'importante riconoscimento pubblico, nella valorizzazione della collezione stessa (con l'esposizione in tali istituzioni che può incrementarne il valore), mentre per l'istituzione museale vi è la possibilità di accedere a collezioni di prestigio senza sostenere costi elevati. Anche qui è importante il ruolo del

Relationship Manager che può sfruttare accordi già in essere tra la propria istituzione finanziarie e un ente museale per garantire un maggiore valore aggiunto al proprio cliente⁹⁴.

Per quanto riguarda il contesto internazionale, osserviamo quanto riportato dal report di Deloitte e ArtTactic in base alle preferenze della clientela intervistata. La maggioranza dei collezionisti oggetto di intervista hanno indicato di aver già intrapreso dei passi per la formalizzazione di un piano di lungo termine riguardo la propria collezione artistica (il 69.4%, di cui 44.6% attraverso il proprio *family office* e il 24.8% attraverso il proprio consulente patrimoniale), o comunque di stare progettando di farlo (il 19.8%). Solo una minoranza (il 10.9%) dichiara che non ha piani a riguardo o non lo considera un'esigenza.

Per quanto riguarda le destinazione della propria collezione da parte di coloro che hanno già strutturato un piano formale, la maggioranza (il 67%) ha destinato il proprio patrimonio artistico principalmente alla propria famiglia, una percentuale del 14% invece opta per la vendita e di dare il ricavato alla propria famiglia, mentre il 13% ha stabilito che la collezione andrà alla propria fondazione privata. Quando si passa alle donazioni pubbliche, soltanto il 5% degli intervistati vuole donare la propria collezione ad un museo pubblico e una percentuale ancora più bassa (l'1%) ha intenzione di vendere la propria collezione e donare il ricavato per scopi caritatevoli⁹⁵.

Nella parte finale del capitolo sarà dato spazio ad una trattazione approfondita arricchita da spunti personali relativa al tema dei servizi di *client entertainment* e di *art philanthropy*. Prima però si tratteranno in maniera più sintetica gli altri due ambiti dei servizi offerti all'interno del wealth management con riguardo a questo campo.

Per quanto concerne i servizi di finanziamento che comprendono le opere d'arte si tratta di un tema di particolare importanza; basti considerare come nei soli Stati Uniti il mercato degli *art-secured lending* nel 2017 sia stato stimato tra i 17 e i 20 miliardi di dollari, in crescita del 13.3% rispetto al 2016.

Nel 2017 il 67% dei wealth manager intervistati, in particolare il 70% delle banche private e il 55% dei *family offices*, sostiene di offrire servizi relativi prestiti e finanziamenti in riferimento ad opere d'arte e nella maggioranza dei casi (58%) si tratta di servizi interni. Allo stesso tempo

⁹⁴Ripa, Pietro, *Art Banking: la crescita del mercato dell'arte e i suoi effetti sull'industria finanziaria*, 2015, Economia e diritto del terziario, 1, Franco Angeli, 2017.

⁹⁵Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

guardando alla clientela, il 46% dei collezionisti si ritiene interessato ad un usare la propria collezione come collaterale per un prestito (anche se nell'anno precedente, il 2016, la percentuale era più alta (57%))⁹⁶.

Solo per nominare alcuni dei servizi più comuni rientranti in questa categoria, troviamo i prestiti con arte come collaterale, il finanziamento per l'acquisizione di opere d'arte, l'apertura di credito rotativo⁹⁷, garanzie per aste, organizzare prestiti a musei ed esibizioni. Il capitolo successivo sarà incentrato su questa tematica.

L'ultima voce è rappresentata dai servizi relativi all'arte in termini di investimento. In generale si può osservare come il 34% dei wealth manager che offrono servizi relativi all'arte, in ribasso rispetto al 41% del 2016, hanno accesso a prodotti di fondi di investimento che utilizzano anche l'arte e gli oggetti da collezione come asset e soltanto l'11% di questi offre tali servizi internamente. Parallelamente, il 37% dei clienti si dichiara interessato o comunque consapevole di tale possibilità.

Se si fa riferimento a quanto detto in precedenza relativamente alle motivazioni d'acquisto di un'opera d'arte ricordiamo come il rendimento atteso sull'investimento occupa il quinto posto nella 'classifica' delle motivazioni (il 32% lo considera un fattore importante), invece la diversificazione del portafoglio e la copertura contro l'inflazione ricoprono le ultime due posizioni (rispettivamente ottava e nona, con il 27% e il 24%). Se si considera però che, secondo il report di Deloitte, solo il 3% dei clienti intervistati dichiara di acquistare opere d'arte unicamente come forma di investimento, i modelli tradizionali di fondi d'investimento in arte dovrebbero essere rivisti e porre una maggiore attenzione su aspetti collegati con il collezionismo, come l'aspetto sociale o emotivo.

Nonostante la maggiore inclinazione verso investimenti alternativi da parte degli HNWI, rimangono ancora delle inefficienze nel mercato dell'arte (si tratta di un mercato asimmetrico, poco trasparente e scarsamente liquido nonché mancante di regolamentazione) che comportano una certa diffidenza da parte dei professionisti nel settore del wealth management.

⁹⁶Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

⁹⁷'*revolving credit*: nel linguaggio bancario, apertura di credito rotativo, ossia contratto di apertura di credito a termine in cui l'accreditato abbia facoltà di reintegrare il fido con versamenti parziali che ricostituiscono il credito, rinnovandolo automaticamente, alle medesime condizioni, e per altre operazioni analoghe' (www.treccani.it).

Tra i servizi che rientrano in questa branca, rientrano la gestione del portafoglio, la ricerca relativa all'arte come investimento, il monitoraggio e la selezione di fondi di investimento in arte, e così via⁹⁸.

Concludiamo questa parte del capitolo trattando brevemente le principali sfide che dovrà affrontare il settore del wealth management applicato all'arte.

Secondo i wealth manager intervistati nel 2017, il principale problema per lo sviluppo di una maggiore integrazione tra i due settori è la mancanza di trasparenza del mercato dell'arte (con una percentuale del 75%) che risulta in una diffidenza da parte dei professionisti nell'offrire ai propri clienti servizi e prodotti legati all'arte e nella principale minaccia percepita rispetto alla reputazione di tale mercato. Segue la natura non regolamentata del mercato dell'arte, problema sentito dal 65% dei manager intervistati, che in un contesto di regolamentazione più stringente nei confronti delle istituzioni finanziarie può compromettere l'integrazione di servizi affini a questo campo con le pratiche più tradizionali all'interno del wealth management.

Altri problemi poi riguardano la difficoltà di trovare un livello di competenza adeguato, la mancanza di competenza interna riguardo questi problemi nonché la mancanza di supporto manageriale. Riguardo l'ultimo punto, mentre si assiste ad un crescente interesse nella relazione tra arte e wealth management, allo stesso tempo sembra vi sia una mancanza di supporto da parte della leadership per queste tipologie di iniziative⁹⁹.

1.6.6 Client entertainment, client education e art philanthropy

Come si è visto, il supporto agli artisti e alla cultura, la funzione sociale e lo status sono motivazioni ritenute generalmente importanti nell'acquisto di opere d'arte, anche se variano in base al livello di ricchezza e ovviamente alle preferenze dei singoli individui. Ricordiamo, ad esempio, come il report stilato da Clare McAndrew per Art Basel e UBS¹⁰⁰ sostenga che il fattore status sia ritenuto importante dal 45% degli intervistati con una ricchezza superiore a 5 milioni di dollari, mentre solo il 26% della fascia inferiore lo ritiene importante.

Passando al lato dell'offerta, facendo riferimento ai dati contenuti nel report di Deloitte e ArtTactic, i servizi relativi all'*Art Philanthropy* e alle donazioni individuali stanno crescendo

⁹⁸Deloitte, *Art Banking 10 anni dopo: come è cambiato il mondo dell'art advisory nella prospettiva del private banking*, novembre 2013.

⁹⁹Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

¹⁰⁰McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

d'importanza come è testimoniato dal fatto che il 72% dei wealth manager intervistati offrono servizi in tal senso, in aumento rispetto al 64% del 2016, mentre quasi la metà dei clienti intervistati (il 45%) ritiene particolarmente importanti servizi di questo tipo.

Il fatto poi che la maggior parte di questi servizi siano offerti internamente sembra provare l'importanza da parte delle istituzioni di un coinvolgimento diretto in tal senso. Il 75% delle società o professionisti nel campo del wealth management che hanno partecipato a tale ricerca sostengono di offrire internamente i servizi che rientrano nel *client entertainment* (visite private, fiere d'arte, esposizioni dei musei, ecc.), così come il 73% offre internamente servizi che rientrano nella *client education* (seminari, conferenze sull'arte o sul mercato dell'arte, ecc.), infine quando si passa a servizi di sponsorizzazione addirittura la percentuale sale al 93%.

Questi dati sembrano confermare la centralità di queste attività da parte dell'istituzione finanziaria e non stupisce constatare come, in relazione alle dichiarazioni da parte dei wealth manager riguardo ai servizi su cui focalizzarsi ed investire maggiormente nel prossimo futuro, l'intrattenimento del cliente e i servizi di arte e filantropia rientrino tra quelli considerati come strategici. In particolare la voce *client entertainment*, che spesso è legata alla sponsorizzazione dell'arte¹⁰¹, è la seconda area di importanza nel prossimo futuro, con una percentuale del 64% degli intervistati, dietro solo alla pianificazione patrimoniale che vanta una percentuale del 70%¹⁰².

Per comprendere meglio le motivazioni alla base di tale situazione analizziamo alcune peculiarità della sponsorizzazione di attività artistiche e culturali e cerchiamo di relazionarle alle particolari esigenze e caratteristiche del settore del wealth management.

Le attività filantropiche o caritatevoli da parte dei clienti che usufruiscono dei servizi del wealth management possono essere ricondotte a diverse motivazioni.

Ad esempio è possibile associarle alla volontà di creare un legame emozionale, all'assunzione di responsabilità in termini sociali, alla volontà di lasciare un'eredità alla comunità di appartenenza, alla creazione di una tradizione familiare in tal senso, e così via. Ovviamente

¹⁰¹ Anche se la sponsorizzazione può occupare una posizione a sé stante in termini di classificazione del servizio, vi sono delle affinità e dei collegamenti tra le due aree. Posto che in alcuni casi non è così netta la suddivisione delle attività tra le sfere in questione, il *client entertainment* si può considerare affine (o propedeutico) alla sponsorizzazione nel momento in cui avvicina il cliente ad una certa istituzione culturale. Pensiamo ad esempio a visite private ad un museo a seguito dell'azione di sponsorizzazione attuata dal cliente verso il museo stesso mediante il supporto del proprio wealth manager.

¹⁰² Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

in base al singolo individuo ciascuna motivazione può essere più o meno rilevante e spetta al *relationship manager* investigare tali motivazioni e cogliere la modalità migliore per soddisfare l'esigenze della clientela.

Per quanto concerne i servizi offerti rientranti nel campo dell'*art philanthropy*, generalmente vengono ricondotti a tre sfere principali: la creazione di una fondazione o l'elargizione di fondi, l'incorporazione di obiettivi filantropici all'interno della strategia complessiva di gestione della ricchezza, l'individuazione delle migliori strategie fiscali in grado di soddisfare le finalità filantropiche¹⁰³.

1.7 IL PROCESSO DI INTEGRAZIONE TRA ISTITUZIONI FINANZIARIE E CULTURALI

Nell'ultima parte del capitolo si prova a trarre una sintesi di quanto detto, in particolare integrando le considerazioni dell'ultimo paragrafo con un'altra sfera, quella della *corporate philanthropy* e della *corporate sponsorship*. Per quanto concerne tale sfera, si approfondiscono le peculiarità di tali attività quando rivolte al settore culturale e ci si sofferma sul ruolo del settore bancario quando si occupa di *corporate philanthropy* e *corporate sponsorship*. Dunque il punto di vista adottato non si limita più a considerare soltanto i servizi offerti alla clientela, con i relativi benefici e peculiarità, ma ci si rivolge anche al settore aziendale quando si occupa direttamente di tali attività.

L'obiettivo è quello di tentare di cogliere se vi possano essere dei presupposti per sviluppare delle relazioni favorevoli, e secondo quali parametri, per i principali *stakeholders* coinvolti: il cliente, l'istituzione finanziaria e l'istituzione artistico - culturale.

1.7.1 Corporate philanthropy e Corporate sponsorship

Ricordiamo la distinzione tra sponsorizzazione e donazione, quest'ultima tra le attività caratterizzanti della *corporate philanthropy*.

Con il termine sponsorizzazione si fa riferimento ad un contratto di natura sinallagmatica in cui un soggetto (*sponsee*) consente ad altri (*sponsor*), in cambio di un corrispettivo, l'utilizzo della propria immagine e del nome, per promuovere un marchio o un prodotto dello sponsor, con ciò si fa riferimento al modo *passivo* per l'esecuzione dell'obbligazione sorta dal contratto. Un'altra possibilità è il cosiddetto modo *attivo* dove lo *sponsee* nello svolgimento della sua

¹⁰³Deloitte, *Art Banking 10 anni dopo: come è cambiato il mondo dell'art advisory nella prospettiva del private banking*, novembre 2013.

attività promuove il nome o il segno distintivo dello *sponsor* con un'azione di comunicazione che valorizza la sponsorizzazione.

Vi sono tre diverse possibilità per l'erogazione del corrispettivo previsto dal contratto: la prima assume una forma monetaria (*sponsorizzazione monetaria diretta*), la seconda si configura come fornitura di un bene o un servizio (*sponsorizzazione tecnica*), la terza invece pur essendo di natura monetaria, prevede il subentro nel pagamento di un debito (*sponsorizzazione monetaria indiretta*). In base poi alla durata e alla frequenza della sponsorizzazione essa può assumere la forma di partnership se si tratta di una relazione stabile, frequente e duratura.

Secondo la giurisprudenza italiana, il contratto di sponsorizzazione è un negozio atipico, di forma libera e natura patrimoniale, con prestazioni corrispettive. Nella sponsorizzazione culturale¹⁰⁴ lo sponsor promuove iniziative culturali, valorizzando in tal modo il proprio marchio. Il MiBAC ha espressamente riconosciuto la natura pubblicitaria delle sponsorizzazioni culturali realizzate attraverso pubblicazioni specializzate o il restauro di immobili (con visibilità del logo aziendale) di particolare interesse artistico o culturale. Vista la natura sinallagmatica del contratto, lo *sponsee* deve in ogni caso promuovere il nome, l'immagine, il marchio, l'attività o i prodotti dello sponsor.

Da un punto di vista fiscale, è stato stabilito come le sponsorizzazioni, dal momento che sono generalmente assimilate alle spese di pubblicità, risultino interamente deducibili dal reddito d'impresa (come avviene per le spese di pubblicità) per l'*azienda-sponsor* nel caso in cui abbiano lo scopo di reclamizzare un prodotto commerciale oppure il nome o il marchio d'impresa e siano corrisposte a fronte di un obbligo sinallagmatico del soggetto beneficiario¹⁰⁵. Per l'organizzazione culturale che riceve la sponsorizzazione, vi è una differenza in materia fiscale in base alla natura dell'organizzazione. Se si tratta di un ente commerciale allora la sponsorizzazione rappresenta una componente positiva del reddito

¹⁰⁴ Art. 120 DLgs 42/2004: *È sponsorizzazione di beni culturali ogni contributo, anche in beni o servizi, erogato per la progettazione o l'attuazione di iniziative in ordine alla tutela ovvero alla valorizzazione del patrimonio culturale, con lo scopo di promuovere il nome, il marchio, l'immagine, l'attività o il prodotto dell'attività del soggetto erogante. Possono essere oggetto di sponsorizzazione iniziative del Ministero, delle regioni, degli altri enti pubblici territoriali nonché di altri soggetti pubblici o di persone giuridiche private senza fine di lucro, ovvero iniziative di soggetti privati su beni culturali di loro proprietà. La verifica della compatibilità di dette iniziative con le esigenze della tutela è effettuata dal Ministero in conformità alle disposizioni del presente codice.*

¹⁰⁵ Circolare 34/E/2009, tale natura delle sponsorizzazioni è condivisa anche da l'Assonime (approfondimento 6 del 2013), dal MiBACT (decreto del 19/12/2012), dall'Agenzia dell'Entrate (risoluzioni 2/1016 del 1974, 9/204 del 1992 e 365/E del 2002).

d'impresa, nel caso sia un ente non commerciale, con la sola esenzione dello Stato ed degli Enti pubblici, invece affluisce nella voce *redditi diversi*¹⁰⁶.

Per quanto concerne le donazioni (o erogazioni liberali), il Codice Civile italiano definisce l'istituto giuridico della donazione come il contratto con il quale, per spirito di liberalità, una parte (donante) arricchisce l'altra (donatario) stabilendo, a favore di questa, un suo diritto o assumendo verso la stessa un'obbligazione¹⁰⁷.

Secondo la legislazione italiana poi, le donazioni (erogazioni liberali nella fattispecie fiscale) sono somme o beni concessi da un privato o da un'azienda a un ente senza richiedere alcuna controprestazione (si caratterizzano per la loro assoluta gratuità)¹⁰⁸. *'Rappresentano somme escluse dal reddito dell'ente ricevente e hanno benefici fiscali per il soggetto che le effettua. I soggetti beneficiari di erogazioni liberali (affinché risultino deducibili per il donante) non devono avere fini di lucro (enti non profit) e prevedere nello statuto il perseguimento di finalità culturali, di carattere sociale o di ricerca'*¹⁰⁹.

La principale motivazione (per il donante) è di carattere etico, a cui va aggiunto un beneficio economico (per il vantaggio fiscale) così come un ritorno positivo di immagine nel caso di diffusione pubblica dell'atto (anche se l'eventuale ringraziamento non rappresenta una controprestazione 'contrattuale'). Infine spetta al Ministero dei Beni Culturali il compito di indicare i potenziali soggetti beneficiari delle elargizioni e le somme assegnate, gli obblighi informativi, le scritture da tenere così come la comunicazione delle modalità di spesa delle somme donate.

Per la disciplina fiscale riguardo alle donazioni per il patrimonio culturale di carattere pubblico, l'*Art bonus*¹¹⁰ svolge un ruolo importante e ha il merito di aver alzato il vantaggio fiscale, semplificato l'iter procedurale nonché l'aver definito in maniera chiara i parametri e le coordinate entro cui possa essere applicato (ad esempio negli scopi della donazione). Nella nuova normativa l'oggetto diviene il credito d'imposta (con un'aliquota elevata pari al 65% della somma erogata) e non più la deduzione dal reddito.

¹⁰⁶Ferrarese, Pieremilio, *Modelli di rendicontazione dell'attività museale*, Cafoscarina, 2017.

¹⁰⁷Articolo 769 del Codice Civile.

¹⁰⁸Articolo 38 della legge 342/2000.

¹⁰⁹Ferrarese, Pieremilio, *Modelli di rendicontazione dell'attività museale*, Cafoscarina, 2017.

¹¹⁰Legge 106/2014, Art. 1 '*Art bonus – Credito d'imposta per favorire le erogazioni liberali a sostegno della cultura*'.

Guardando al di fuori del contesto italiano, il tema dei vantaggi fiscali associati alle donazioni al settore culturale o comunque a pratiche ad esse associate è storicamente più sviluppato in altre realtà politiche e geografiche, in particolare nel mondo anglosassone.

Gli Stati Uniti, in virtù della natura privatistica presente in molti aspetti della loro attività politica ed economica, hanno un ruolo antesignano in tal senso e già all'inizio del secolo scorso avevano mosso i primi passi verso questa direzione (la *Payne-Aldrich Tariff* del 1909 prevedeva l'eliminazione delle tasse d'importazione sulle opere d'arte, nonché vantaggi di natura fiscale per le donazioni di pubblica utilità). Al giorno d'oggi, vi sono agevolazioni per donazioni nei confronti di istituzioni meritevoli iscritte in apposite liste dell'IRS (*Internal Revenue Service*). Senza addentrarsi in una trattazione eccessivamente dettagliata, le liberalità sono deducibili per una soglia massima che varia tra il 20% e il 50% (in base all'ente che riceve la donazione) del reddito imponibile del soggetto che effettua la donazione e vi sono poi ulteriori limiti e specificazioni a seconda dei casi.

Anche nel Regno Unito vi sono degli incentivi per le persone fisiche a donare ad una *charity*, che possono beneficiare di detrazioni d'imposta mentre gli enti riceventi, oltre all'esenzione da imposta della somma ottenuta, vi è la possibilità di richiedere una donazione ulteriore al governo¹¹¹. Per un'analisi dell'efficacia delle politiche di questo tipo si rimanda al lavoro di O'Hagan e Duffy *The Arts and Section 32 of the 1984 Finance Act*¹¹². Esso si focalizza sullo scenario irlandese a pochi anni dall'implementazione di una politica incentrata sull'attuazione di sgravi fiscali derivanti da liberalità ad attività artistiche.

Delineate le principali peculiarità della sponsorizzazione e della donazione, ci concentriamo qui di seguito sulle motivazioni alle base delle stesse quando riguardano attività o istituzioni artistiche/culturali; l'ottica adottata è quella aziendale e in particolare si cerca di identificare le peculiarità che si riscontrano in tal senso nel settore finanziario.

In molta letteratura anglosassone le donazioni se effettuate da società rientrano nel settore della *corporate philanthropy*¹¹³, che si distingue, coerentemente con quanto scritto nelle

¹¹¹ Ferrarese, Pieremilio, *Modelli di rendicontazione dell'attività museale*, Cafoscarina, 2017.

¹¹² O'Hagan, John e Duffy, Christopher, *The Arts and Section 32 of the 1984 Finance Act*, *The Economic and Social Review*, Vol. 19, No. 2, 1988.

¹¹³ *Corporate philanthropy* si definisce come: 'The charitable donations of profits and resources given by corporations to nonprofit organizations. Corporate philanthropy generally consists of cash donations but can also be in the form of use of their facilities or volunteer time offered by the company's employees. Donations are generally handled directly by the corporation or by a foundation created by the firm' (www.businessdictionary.com).

pagine precedenti, dalla *corporate sponsorship*. Nonostante le differenze strutturali tra questi due settori, è possibile individuare alcune motivazioni simili.

Ad esempio, secondo lo studio di Dennis Young e Dwight Burlingame del 1996¹¹⁴, focalizzato principalmente sullo scenario statunitense¹¹⁵, vengono individuate quattro principali modelli di motivazione per la *corporate philanthropy*.

Il primo viene identificato come modello *neoclassico* o della *produttività aziendale*; esso vede la motivazione principale per le donazioni da parte di aziende come uno strumento indiretto per contribuire alla capacità dell'azienda di generare profitto. Un esempio di tale concezione di filantropia è la fornitura gratuita di prodotti dell'azienda che vengono utilizzati dall'ente ricevente e in tal modo 'pubblicizzati'; in alternativa, in maniera indiretta ed orientata al lungo periodo, un altro esempio è l'adozione di pratiche di *cause-related marketing* al fine di migliorare il morale degli impiegati, le relazioni con la comunità o l'immagine pubblica dell'azienda. Proprio per la sua natura promozionale tale modello di filantropia è facilmente associabile alla sponsorizzazione, tenendo sempre a mente le differenze del caso.

Il secondo modello viene definito come *modello etico/altruistico* ed è basato sui concetti, propri della società statunitense, della responsabilità sociale e del comportamento etico associati alle aziende derivanti dalla detenzione del potere sulle risorse; in molti casi può dipendere anche dalla 'cultura manageriale' dove il pensiero e gli atteggiamenti dei manager che hanno discrezionalità decisionale in tal senso possono fare la differenza.

Il terzo modello è quello *politico* volto a preservare l'influenza e l'autonomia dell'azienda attraverso iniziative private come alternativa alla crescita dell'autorità governativa; anche in questo caso si adatta particolarmente allo scenario statunitense. Mentre, secondo una considerazione personale, nello scenario dell'Europa continentale forse è preferibile una declinazione che enfatizzi piuttosto l'opportunità per il settore privato di sfruttare i maggiori spazi dovuti ad una contrazione della spesa pubblica in vari settori in particolare come strumento di consolidamento e di autoaffermazione. L'obiettivo in questo modello è alterare o mantenere l'ambiente politico e sociale in cui agisce l'impresa. Secondo un'accezione più ristretta si può intendere come strategia per proiettare l'immagine di azienda virtuosa, avvicinandosi così alla prima motivazione.

¹¹⁴Young, Dennis Burlingame, Dwight, "Paradigm Lost: Research toward a New Understanding of Corporate Philanthropy", in Burlingame and Young (eds.), *Corporate Philanthropy at the Crossroads*, 1996.

¹¹⁵La *Corporate philanthropy*, in particolare verso le arti, è un fenomeno di lunga data nella società statunitense mentre è non vi è questa tradizione in Europa, da un punto di vista storico.

L'ultimo modello è il cosiddetto *stakeholder model* ossia come la filantropia aziendale sia un mezzo con cui ricercare una maggiore armonia tra i diversi *stakeholder* di una certa azienda, anche se non viene specificato chiaramente come i diversi *stakeholder* interagiscano tra loro.

Passando alla *corporate sponsorship*, O'Hagan e Harvey¹¹⁶ hanno tracciato quattro motivazioni principali alla base di questa attività, in particolare considerando le sponsorizzazioni ad attività artistiche o culturali.

La prima motivazione riguarda la promozione dell'immagine o del nome dell'azienda, dove è possibile identificare una differenza tra una sponsorizzazione legata esplicitamente ad un prodotto dall'azienda e una sponsorizzazione autonoma da questo punto di vista (caso più frequente nel caso di sponsorizzazioni ad attività artistiche). Il primo caso è assimilabile alle spese pubblicitarie, nel secondo invece si tratta di una declinazione della sponsorizzazione più 'pura' dal momento che si promuove un evento o un'attività non intrinsecamente collegata con il *core product* dell'azienda sponsor e dunque l'eventuale incremento della domanda di prodotti di tale azienda derivante dall'azione di sponsorizzazione avviene grazie ad un miglioramento e una maggiore diffusione dell'immagine dell'azienda stessa. Allo stesso tempo, affinché l'azione di sponsorizzazione sia efficace, è necessario che sia rivolta ad un evento dove i partecipanti e/o la copertura mediatica rispondano alla dimensione del mercato dell'azienda (se un'azienda è particolarmente attiva sul mercato nazionale, allora l'evento sponsorizzato dovrebbe avere una rilevanza a livello nazionale).

La seconda motivazione riguarda la coesione della *supply-chain* di una certa azienda, ossia migliorare attraverso l'azione di sponsorizzazione la percezione dell'azienda da parte dei propri lavoratori o dei fornitori (a seconda che il focus sia interno o esterno) con l'idea di ridurre i costi e le inefficienze grazie, ad esempio, a maggiori sinergie nei processi di produzione o all'evitare tensioni nella relazioni all'interno del settore.

La terza viene definita come *rent seeking* ed è collegata all'incremento della domanda (ad esempio attraverso restrizioni sul lato della competizione) o alla riduzione di costi (ad esempio attraverso sussidi). Fondamentalmente, in senso diretto, tale motivazione può essere intesa come utilizzare la sponsorizzazione ad eventi artistici per influenzare chi ha il potere di

¹¹⁶ O'Hagan, John e Harvey, Denice, *Why Do Companies Sponsor Arts Events? Some Evidence and a Proposed Classification*, *Journal of Cultural Economics*, 24, 2000.

prendere decisioni (politici, amministratori pubblici, e così via). In senso indiretto, s'intende cercare di alterare l'ambiente in cui vengono prese decisioni che riguardano l'azienda.

L'ultima motivazione è associata al beneficio non monetario per i manager o la proprietà. In questo caso, la sponsorizzazione ad un evento artistico, più che motivata da benefici (diretti o indiretti) di tipo economico, rappresenta una forma di filantropia aziendale che genera appunto benefici di tipo non monetario per tali soggetti. Un proprietario potrebbe ad esempio optare per una sponsorizzazione da parte della propria società per non dichiarare interamente il proprio reddito (per evitare l'attenzione o per modestia), oppure un manager con potere di controllo discrezionale sul budget per le sponsorizzazioni potrebbe scegliere di sponsorizzare (e anche partecipare) ad eventi artistici di suo interesse.

Gli autori nello stesso articolo fanno una ricerca empirica riguardo a questo tema cercando di intervistare un centinaio di imprese irlandesi; da essa risulta come la motivazione di gran lunga più importante sia collegata con la promozione dell'immagine aziendale, anche se pure le altre motivazioni trovano riscontro.

Approfondendo ulteriormente il tema delle donazioni aziendali per attività artistiche e culturali. Si prende come riferimento l'articolo di LeClair e Gordon pubblicato sul *Journal of Cultural Economics*¹¹⁷ il quale, focalizzandosi sul contesto statunitense, utilizza un modello per investigare il tema della donazioni aziendali secondo diversi settori di destinazione, nonché le tendenze in base al settore di appartenenza dell'azienda. In generale, nonostante non rappresenti la principale destinazione del supporto aziendale, il sostegno aziendale alle arti negli Stati Uniti nel periodo considerato è cresciuto considerevolmente (del 123%, dai 108.8 milioni nel 1980 ai 243.6 milioni nel 1992) anche se per la sua stessa natura, in primis il fattore sottinteso di portare benefici all'azienda donatrice, e per le conseguenti diverse motivazioni, il supporto aziendale difficilmente può essere considerato un'alternativa (completa) al supporto pubblico. Fra le istituzioni supportate rientrano musei e società storiche, teatro, televisioni e radio pubbliche, orchestre locali e regionali.

I fattori che determinano il livello delle donazioni aziendali sono numerosi e diversi fra loro. La letteratura a riguardo identifica alcune peculiarità di questa tipologia di donazioni che sembrano essere spesso presenti a prescindere dal settore di appartenenza.

¹¹⁷ LeClair, Mark e Gordon, Kelly, *Corporate Support for Artistic and Cultural Activities: What Determines the Distribution of Corporate Giving?*, Journal of Cultural Economics, 24, 2000.

Per citarne alcuni dei principali, un fattore ricorrente è la presenza di una correlazione tra il livello delle donazioni e il ciclo economico, come riportato da Useem¹¹⁸, così come il livello di concorrenza all'interno di un certo settore (cioè la necessità per le aziende di allinearsi al livello di supporto in termini di donazioni rispetto alle loro concorrenti). Altri fattori che determinano spesso il livello delle donazioni includono la dimensione dell'azienda (quelle più grandi sono in grado di stabilire programmi formali e più organizzati), le caratteristiche della comunità in cui opera, le relazioni con altre aziende, il grado d'interesse del *top management* (Kushner¹¹⁹ parla di *stakeholder management* suggerendo come la dirigenza ha diversi obiettivi da raggiungere e uno di questi è la massimizzazione del benessere pubblico).

Ad esempio, secondo i risultati di una ricerca condotta da Useem¹²⁰ su società del Massachusetts nel 1986, quasi il 70% ha riportato come l'influenza del CEO sulla dimensione e la natura dei programmi di donazioni eccedesse tutti gli altri fattori presi in considerazione. Con riferimento poi al supporto alle arti, Galaskiewicz e Wasserman¹²¹ sostengono come le aziende aggiustino il livello di supporto in modo da rispondere agli interessi della clientela e dei propri lavoratori e risulta come il settore dei servizi, proprio in virtù degli interessi della clientela, sia più propenso alle donazioni ad attività artistiche.

Tali studi sono principalmente focalizzati sullo scenario statunitense, mentre quando si guarda al contesto internazionale vi possono essere delle differenze in base al caso specifico; in particolare, mentre il miglioramento dell'immagine aziendale è un fattore spesso condiviso anche al di fuori degli USA, maggiori differenze sono riscontrate riguardo al fattore della responsabilità sociale da parte delle aziende che può essere più o meno sentito in base al paese oggetto d'indagine.

Passando alle specificità delle donazioni in base al settore di appartenenza (sempre con riferimento alla scenario statunitense), si possono individuare trend differenti.

Con riferimento alle donazioni per l'arte e la cultura, il settore bancario (e in generale quello dei servizi) rientra tra i settori con una maggiore percentuale delle donazioni dedicate a questo

¹¹⁸Useem, Mike, *Corporate Funding of the Arts in a Turbulent Environment*, Non-Profit Management and Leadership 1, 1991.

¹¹⁹ Kushner, Roland, *Positive Rationales for Corporate Arts Support*, in R. Martorella (ed.), *Art and Business*, Praeger, Westport, CT, 1996.

¹²⁰Useem, Mike, *Corporate Contributions to Culture and the Arts: The Organization of Giving and the Influence of the Chief Executive Officer and of Other Firms on Company Contributions*, in P. DiMaggio (ed.), *Nonprofit Enterprises in the Arts*, Oxford University Press, New York, 1986.

¹²¹Galaskiewicz, Joseph e Wasserman, Stan, *Mimetic Processes within an Organizational Field: An Empirical Test*, *Administrative Science Quarterly* 34, 1989.

fine, in linea con quanto riportato dagli articoli sopra citati. Nel loro studio, LeClair e Gordon (2000) propongono un modello analitico utilizzando una funzione di regressione applicata ad una serie di dati empirici per cogliere l'importanza della redditività, della dimensione dell'azienda, delle spese pubblicitarie e della tipologia di azienda per determinare il livello di supporto a ciascuna delle attività.

Il risultato principale dimostra come, in base al modello proposto, le donazioni aziendali ad attività artistiche/culturali sono correlate con le spese pubblicitarie, a differenza delle donazioni a cause con fini educativi, civiche o per la salute e dunque il supporto per la cultura e le arti rappresenta uno strumento di promozione diretta dell'azienda (mentre in tutti i casi si riscontra una correlazione con il livello di redditività e la dimensione). Inoltre, con riferimento ai singoli settori, quello bancario è di nuovo tra i settori più inclini alle donazioni con la finalità di migliorare la propria immagine, ponendosi come un'azienda virtuosa nei confronti del pubblico, e allo stesso tempo a donazioni nel campo artistico e culturale, dove appunto si riscontra una più forte relazione con questo fattore. Si riscontra inoltre un'affinità con quanto stabilito da Useem (1991) riguardo all'importanza del comportamento delle altre società attive in un certo settore come determinante per il livello e la destinazione delle donazioni, il che aiuta a spiegare le differenze tra i vari settori¹²².

1.7.2 I vantaggi dell'integrazione per le parti in gioco

Si procede cercando di cogliere i diversi punti di vista ed interessi delle tre principali entità coinvolte: l'istituzione finanziaria, il cliente e l'istituzione culturale.

L'istituzione museale è presa come punto di riferimento per la parte oggetto di donazioni o sponsorizzazioni anche se molte delle considerazioni effettuate possono essere estese ad altre attività di natura artistica e/o culturale.

Per quanto concerne l'istituzione finanziaria, in questo caso ovviamente affine al campo del wealth management, abbiamo visto come alcune tendenze in atto stiano apportando delle modifiche a vari campi del wealth management. Il supporto nei confronti di attività artistiche e culturali, oltre ad essere storicamente legato al settore finanziario, può presentare ulteriori peculiarità a beneficio dell'azienda donatrice. Non a caso guardando i dati proposti nel paragrafo *Client entertainment, client education e art philanthropy*, si osserva come la

¹²²LeClair, Mark e Gordon, Kelly, *Corporate Support for Artistic and Cultural Activities: What Determines the Distribution of Corporate Giving?*, Journal of Cultural Economics, 24, 2000.

focalizzazione verso servizi collegati all'arte e alla filantropia, in particolare in termini di *client entertainment* che spesso si lega alla sponsorizzazione, sia ritenuta come una delle attività principali su cui concentrarsi nell'immediato futuro.

È possibile trovare un riscontro tra quanto riportato negli articoli accademici citati e il settore del wealth management: oltre al fattore del miglioramento in termini d'immagine, altre componenti prese in considerazione possono trovare una loro applicazione logica. Ad esempio le considerazioni di Galaskiewicz e Wasserman (1989) riguardo al fatto che le aziende aggiustino il supporto alle arti in base agli interessi della clientela, trovano riscontro negli interessi della clientela del wealth management che molto spesso risulta incline ad interessarsi al mondo dell'arte e della cultura, secondo quanto riportato dai risultati delle ricerche prese in considerazione (si fa principalmente riferimento alla ricerca di Deloitte e ArtTactic del 2017). Analogamente, in un contesto dove la concorrenza tra aziende sta aumentando, l'analisi di Useem (1991) sembra essere riscontrabile con la necessità per le aziende di adeguarsi a quanto fatto dalla concorrenza in tal senso (ricordiamo che Useem sostiene come il livello di concorrenza in un certo settore sia un fattore centrale nella dinamica delle donazioni aziendali).

In questa situazione, che vede una maggiore propensione verso l'adozione di un approccio olistico includendo così anche i servizi relativi all'arte, una maggiore integrazione tra il mondo finanziario e quello culturale può portare ulteriori benefici per il mondo aziendale. Dal momento che nella situazione competitiva che si sta delineando, la capacità di rispondere alle esigenze della propria clientela, anche in maniera specifica e mirata, diventa un fattore essenziale, sviluppare competenze in campi specifici può portare ad un vantaggio competitivo. Grazie ad una maggiore integrazione con il settore artistico/culturale sarebbe possibile sviluppare e affinare quelle conoscenze necessarie per comprendere a fondo le problematiche e le esigenze della clientela ed offrire soluzioni mirate; ricordiamo come la mancanza di competenze specifiche interne rappresenti uno degli ostacoli principali che frenano lo sviluppo della relazione tra arte e finanza.

Dal momento che la clientela risulta sempre più interessata a servizi che coinvolgano anche l'arte, con declinazioni e sfaccettature diverse, dalla gestione dell'patrimonio artistico individuale ad attività di filantropia, una maggiore connessione con le istituzioni culturali potrebbe garantire dei benefici in tal senso. Pensiamo ad esempio ad un'istituzione museale che offra un supporto per la formazione manageriale, per problemi afferenti all'arte e alle sue

peculiarità in cui si può imbattere (anche grazie ad una rete di relazioni con altre realtà attive in questo mondo) ed un canale privilegiato su cui indirizzare alcuni degli interessi filantropici da parte della clientela della società finanziaria.

La creazione di tali competenze e *know how* rappresenta una soluzione funzionale all'approccio attivo in questo settore che in precedenza si è segnalato essere un passaggio importante quando si coniugano pratiche di wealth management e servizi nel settore artistico. Ciò difatti rientra nella tematica di una maggiore conoscenza del patrimonio artistico del cliente derivante dalle richieste in tal senso da parte del cliente stesso.

Il saper proporre soluzioni che rispondano alle esigenze del cliente rappresenta poi un passo fondamentale nell'ottica della fidelizzazione del cliente stesso, che appunto, come si è appurato, in un contesto di elevata competizione diventa fondamentale.

In base alla dimensione dell'azienda e la sua in termini di mercati in cui è attiva, una maggiore connessione con il mondo artistico/culturale potrebbe migliorare la sua posizione sul territorio di appartenenza. Pensiamo al caso degli HNWI statunitensi i quali, secondo i dati riportati dal report di Art Basel e UBS, focalizzano principalmente i loro acquisti su artisti locali e nazionali ancora in vita e reputano tra le motivazioni principali alla base dell'acquisto proprio il supporto agli artisti e alla cultura. Questa situazione può offrire potenziali benefici per i principali attori di tale contesto (istituzione finanziaria, cliente, artisti, istituzione culturale, e così via).

Inoltre ulteriori potenziali benefici derivanti da tale integrazione sono funzionali anche alle attività interne dell'istituzione finanziaria in relazione all'attività di acquisizione di opere d'arte e alla composizione di una collezione¹²³, laddove un canale preferenziale con una o più istituzioni artistiche/culturali può giovare a tali processi. Senza addentrarsi ulteriormente su questa trattazione, considerando le ampie e diversificate possibilità difficilmente circoscrivibili in poche pagine, si può aggiungere che, alle motivazioni associate al supporto aziendale alle arti e alla cultura riportate dalla letteratura in esame, un ulteriore fattore potrebbe essere preso in considerazione: ossia la maggiore integrazione tra il settore

¹²³ Per un approfondimento su questo tema, si segnala il lavoro di Morgane Lindenberg e Kim Oosterlinck *Art Collections as a Strategy Tool: a Typology based on the Belgian Financial Sector* (Université Libre de Bruxelles - Solvay Brussels School of Economics and Management Centre Emile Bernheim, 2010). In esso vengono identificati cinque fattori principali alla base di questo processo: *wellbeing, education, brand image, corporate philanthropy e investmente* viene proposto un modello di classificazione delle istituzioni bancarie in base alle politiche di acquisizione di opere d'arte e alla storia di collezionismo.

finanziario e quello artistico - culturale funzionale allo sviluppo di capacità sempre più importanti in questo contesto competitivo.

Passando al versante della clientela, i benefici per molti sensi risultano praticamente speculari a quelli delle istituzioni finanziarie. In primis una maggiore soddisfazione nei servizi offerti il che risponde alle esigenze degli stessi, sia grazie ad una maggiore competenza da parte delle istituzioni finanziarie di riferimento riguardo ai problemi relativi alla gestione del patrimonio artistico, sia in virtù di migliori, specifici ed approfonditi servizi offerti sul versante del *client entertainment* e delle possibilità di filantropia associate all'arte e alla cultura.

Considerando poi l'importanza dello status associato all'acquisto di opere d'arte e alla partecipazione ad attività artistiche e culturali, risulta funzionale il possibile maggior grado di coinvolgimento del cliente in tal senso con la possibilità di strutturare servizi che rendono il cliente protagonista (pensiamo in particolare al *client entertainment*).

Altre possibilità sono anche di vantaggio fiscale, anche se qui è necessario analizzare la legislazione a riguardo nei singoli paesi.

In generale, a seguito di una maggiore soddisfazione per il livello e la profondità dei servizi offerti, il cliente potrebbe legarsi sempre di più all'istituzione finanziaria di riferimento, la quale a sua volta, grazie ad una relazione più duratura potrebbe comprendere in maniera sempre più approfondita le necessità del cliente, stabilire un rapporto di fiducia ed offrire una maggiore apertura anche su altri canali introiettando su di sé una serie di servizi (strategia funzionale all'approccio olistico).

Per l'istituzione artistica - culturale, facciamo l'esempio del museo. Il principale vantaggio di una maggiore integrazione con la sfera finanziaria sarebbe la creazione di un'ulteriore fonte di ricavi grazie a maggiori donazioni e ai servizi offerti al settore finanziario (ad esempio consulenze, perizie, formazione, ecc) che in un contesto di contrazione del finanziamento pubblico può risultare vitale. I vantaggi poi variano in base a fattori come la tipologia di relazione che si instaura con un'istituzione finanziaria o la dimensione dell'istituzione museale.

Pensiamo ad esempio al caso, non frequente secondo i dati raccolti dai report analizzati, della volontà di donare la propria collezione ad un museo pubblico. Ora, al di fuori di casi eccezionali, difficilmente i musei più importanti accolgono ed espongono i pezzi che ricevono in donazione dal momento che spesso possiedono già depositi particolarmente forniti e

dunque le donazioni di questo tipo vengono spesso girate ad altre istituzioni, anche se questa non era la prima volontà del donatore, mentre è molto più facile trovare musei minori o in via di affermazione più propensi a tale soluzione¹²⁴. Nei contesti dove c'è un forte interesse verso la scena artistica locale o nazionale ed è sentito il tema del supporto all'arte e alla cultura da parte di cittadini privati (come negli USA) una soluzione orientata anche verso musei minori ma attivi in questa fascia d'interesse potrebbe essere particolarmente attrattiva per un cliente interessato così come per la stessa istituzione museale. Pensiamo ad esempio alla possibilità di accedere alla collezione privata di un cliente o di un gruppo di clienti da parte di un museo rinomato ma non tra i più importanti grazie all'azione di intermediazione di un'istituzione finanziaria: esso potrebbe esporre opere interessanti e di valore capaci di attirare un certo pubblico mentre i clienti potrebbero beneficiare di vari riscontri positivi che spazzano dal coinvolgimento in attività culturali di loro interesse, al riconoscimento in termini di status, alla valorizzazione della propria collezione, per citarne alcuni tra i principali.

Allo stesso tempo, la collaborazione con istituzioni museali di notevole importanza, oltre ad un ovvio ritorno d'immagine, comporterebbe la possibilità di usufruire della rete relazionale su diverse dimensioni che tali istituzioni possiedono, particolarmente importante ad esempio nel momento in cui si vuole formare la propria classe dirigenziale così come per l'ampiezza e qualità dei servizi accessori.

Per le istituzioni museali, oltre a maggiori introiti in termini di donazioni grazie ad un rapporto privilegiato con una certa istituzione finanziaria e i suoi clienti, un'ulteriore fonte di ricavi deriverebbe proprio dai servizi di formazione, perizie, servizi di consulenza, e così via e in generale dal fatto di diventare un punto di riferimento per alcune necessità affrontate dalla controparte finanziaria, la quale inoltre potrebbe fare affidamento sull'imparzialità dell'istituzione culturale. Grazie poi alla capacità di offrire servizi specifici in grado di coinvolgere il cliente della società finanziaria, il museo potrebbe sviluppare relazioni proficue con potenziali finanziatori andando loro stessi a tessere quei rapporti di fiducia particolarmente utili.

Infine è bene ricordare che le donazioni private comportano anche una serie di rischi, in primis quello legale: in alcuni casi accettare una donazione può rappresentare un atto illecito, ad esempio se tali fondi sono stati generati dal donante attraverso un'attività illecita come

¹²⁴Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

prevede il britannico *Proceeds of Crime Act* del 2002. Tra gli altri ricordiamo il rischio finanziario (se il donante non è in grado di onorare la donazione, in tutto o in parte, mentre l'istituzione ricevente faceva affidamento su di essa per un certo progetto ad esempio), il rischio reputazionale (se accettare una donazione vorrebbe dire creare un'associazione con un individuo o un'entità ritenuti inappropriati dagli altri *stakeholders*), il rischio di dipendenza (cioè dare un eccessivo livello di influenza al donante)¹²⁵. Per alcune istituzioni museali, può sembrare come l'intermediazione di un'istituzione finanziaria funga da garanzia per l'istituzione culturale, soprattutto se tra di esse vige un rapporto di collaborazione stretto.

In conclusione, basandosi solamente su queste considerazioni, sembra che vi siano dei margini di sviluppo nelle relazioni tra istituzioni finanziarie e istituzioni culturali che vadano oltre i modelli tradizionali di donazione e sponsorizzazione. Inoltre nel caso tali relazioni abbiano dei risultati incoraggianti, vista la dinamica competitiva del settore, una possibile conseguenza potrebbe essere proprio l'adozione di una collaborazione più stretta con le istituzioni culturali da parte della maggioranza dei *player* attivi nel campo del wealth management con conseguenti effetti positivi per una serie di *stakeholder* coinvolti in questo sistema¹²⁶.

1.7.3 Problemi etici nel rapporto tra istituzioni finanziarie e culturali e il tema della valutazione

L'idea di una maggiore integrazione tra il settore bancario e quello culturale presenta di per sé una serie di problematiche intrinseche, soprattutto a livello etico. In particolare nel caso in cui siano coinvolte istituzioni di natura pubblica, dal momento che l'indipendenza e l'assenza di un conflitto d'interessi sono principi fondamentali nel concepire le attività di tali istituzioni. Riguardo tale tema vi sono comunque delle profonde differenze in base al Paese in questione, differenze che rispecchiano la diversa impostazione dei vari sistemi culturali nazionali (pensiamo alle differenti legislature, alla distribuzione della proprietà pubblica e privata nei musei, ai margini di manovra e così via).

Gli Stati Uniti, dove non a caso vi è un maggiore sviluppo del settore dell'*art banking*, si caratterizzano per un maggiore orientamento alla logica manageriale anche nella gestione dei

¹²⁵ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

¹²⁶ Naturalmente, un'indagine empirica volta all'approfondimento di queste tematiche consentirebbe di evidenziare meglio i margini e le possibilità di tali relazioni nonché di verificare l'opinione dei soggetti interessati.

musei. Inoltre in questo Paese prevalgono i musei privati, anche se in una buona parte dei casi la gestione viene affidata a società non-profit miste, con partecipazione sia di enti pubblici che privati e in generale, anche in caso di proprietà privata, è presente anche un controllo della sfera pubblica. In Italia¹²⁷ e Francia invece vi è una netta prevalenza di musei pubblici, mentre la Gran Bretagna rappresenta un po' un ibrido poiché prevalgono comunque i musei pubblici ma i principali musei sono strutturati come *trust* e godono di autonomia gestionale e decisionale¹²⁸.

Un esempio emblematico per comprendere le differenze di autonomia operativa dei musei in base al Paese di riferimento riguarda il caso dell'alienazione (o *deaccessioning*) della collezione.

L'ICOM per il tema dell'alienazione rimanda alle legislazioni nazionali, senza vietare tale pratica ma tracciando solamente delle linee guida da seguire¹²⁹. Ad esempio, riguardo ai ricavi derivanti dall'alienazione, l'art. 2.16 dell'ICOM afferma che: *“Le collezioni museali sono costituite a fini di pubblico interesse e non possono essere considerate fonte di reddito. Le somme o le compensazioni derivanti dall'alienazione di oggetti ed esemplari provenienti dalle collezioni del museo devono essere usate esclusivamente a beneficio delle collezioni, di norma per l'incremento delle collezioni stesse”*.

Negli Stati Uniti, i musei sono dotati di un'ampia libertà gestionale per le collezioni, sia per le acquisizioni sia per l'alienazione (pratica lecita in questo Paese). Vi sono comunque delle limitazioni, come il non poter cedere un'opera donata se l'inalienabilità era prevista nel contratto di cessione dell'opera, oppure, come stabilito dall'*American Association of Museum*

¹²⁷ Focalizzandoci brevemente sul caso italiano, negli ultimi decenni si è assistito a una progressiva evoluzione della concezione di museo in particolare per quanto concerne il tema dell'autonomia. Ad esempio nel D.lgs. n. 490/1999 il museo era inteso ancora come una struttura priva di personalità giuridica che si configurava come un'articolazione alle dipendenze delle Sovrintendenze territoriali e dunque senza alcuna effettiva autonomia organizzativo - gestionale rispetto a queste ultime (Art.99, comma 2 lett. a) si fa riferimento al museo come *“struttura comunque denominata organizzata per la conservazione, la valorizzazione e la fruizione pubblica di raccolte di beni culturali”*). Con la riforma Franceschini (art. 30, c. 3, lett. a), del DPCM 29.08.2014, n. 171) si ha un'importante evoluzione del sistema museale italiano con l'obiettivo di dare un nuovo status giuridico autonomo alla struttura museale e di creare un 'sistema' tra le varie realtà museali del Paese. In virtù di una maggiore autonomia per il singolo museo, si prende come riferimento la definizione di museo istituto che deve dotarsi per di un proprio statuto, di un proprio Direttore, di un proprio bilancio e un proprio disegno organizzativo diviso per aree funzionali. Le nuove forme organizzative sono: il museo-ufficio; il polo museale regionale; il museo-ufficio dirigenziale dotato di autonomia speciale; il museo-fondazione.

Rossi, Paolo, *I 'nuovi' musei statali, tra prove di autonomia e valorizzazione economica*, Amministrazione in Cammino, 2017.

¹²⁸ Candela, Guido e Scorcu, Antonello, *Economia delle Arti*, Zanichelli, 2017.

¹²⁹ *Codice etico dell'ICOM per i musei*, 2004. Articoli dal 2.12 al 2.17.

Directors (AAMD), i ricavi derivanti dalla cessione possono essere impiegati solo per l'acquisto di opere d'arte. Ad esempio, un'istituzione chiave come il *Metropolitan Museum of Art* di New York nell'anno 2017 ha eseguito pratiche di alienazione di opere della collezione per un valore pari a 2.115.470 dollari e contemporaneamente ha acquistato opere per un totale di 89.480.763 dollari¹³⁰.

In Europa invece la situazione è diversa e cambia da Paese a Paese. In Italia, Francia e Spagna prevale l'idea di inalienabilità del patrimonio pubblico, mentre in Olanda¹³¹ e Germania, almeno in linea teorica, vi sono delle possibilità per la cessione di parte della collezione.

L'alienazione rappresenta un'attività controversa. La giustificazione principale a tale pratica sta nel fatto che permette ai musei di raggiungere i propri obiettivi, mentre coloro che si oppongono spesso mettono in discussione proprio tali obiettivi.

Idealmente un museo che decide di specializzarsi su un determinato artista o periodo potrebbe ritenere utile cedere parte della collezione che non rientra più in quest'ambito per acquisire opere più 'pregnanti'. O ancora, un museo maggiore che vuole offrire una collezione il più possibile diversificata potrebbe ricorrere a tale pratica per ottemperare alla propria politica.

Un esempio del primo caso è il *Walker Art Center* di Minneapolis che negli anni '80 decise di specializzarsi sull'arte contemporanea americana del ventesimo secolo e mise all'asta nel 1989 ventidue dipinti appartenenti alla pittura americana dell'Ottocento e utilizzò i dieci milioni di proventi per acquistare delle opere che rispettassero il nuovo orientamento del museo.

Per il secondo caso, un esempio è la vendita da parte del *Metropolitan Museum of Art* nel 1972 di un'opera di Van Gogh e una di Henri Rousseau per acquistare con i ricavi della vendita un quadro di Annibale Carracci. La *ratio* alla base di scelta era proprio che il museo possedeva varie opere di Van Gogh e Rousseau ma era sprovvisto di opere del Carracci. Si trattò comunque di una scelta controversa che fece clamore all'epoca e generò molte proteste. Nonostante il fatto che, secondo un'ottica puramente (e aridamente) economica, poteva rappresentare una scelta pienamente razionale e giustificabile, per la natura dei beni in questione è inevitabile che sorgano dilemmi di natura etica.

¹³⁰ IRS *Metropolitan Museum of Art, Return of Organization Exempt From Income Tax*, 2017.

¹³¹ Per l'Olanda tale pratica è stata ulteriormente disciplinata con la legge sul patrimonio culturale del 2016.

Un tema spesso utilizzato dai detrattori di tale pratica è quello di ricordare come il giudizio critico cambia nel corso del tempo e ciò che oggi può essere ritenuto passibile di cessione un domani potrebbe avere un valore estetico particolarmente importante. O ancora, con la cessione di parte della collezione, un museo tradirebbe la fiducia della comunità visti i ruoli associati a tale istituzione (cioè ad esempio l'idea di cedere a privati e dunque togliere al pubblico la possibilità di fruire dell'opera)¹³².

In generale in Paesi dove si adotta un approccio patrimoniale o contestualista per i beni culturali¹³³, la vendita rappresenta una perdita per la comunità, non colmabile da alcun acquisto.

Vi sono poi altri fattori da prendere in considerazione, come i vincoli contrattuali nel caso l'opera sia frutto di donazione, la potenziale discrepanza tra la valutazione economica fatta dai responsabili dei musei e quella del mercato, la possibilità di dipendere eccessivamente dalla personalità e dal gusto dei direttori dei musei ma anche, nel caso di musei pubblici, lo scarso interesse per la commercializzazione di opere nel momento in cui i ricavi della cessione non vanno al museo ma sono incamerati dallo Stato¹³⁴.

Il tema dell'alienazione è appunto rappresentativo per comprendere le diverse sfaccettature di un quadro internazionale tutt'altro che omogeneo. Si tratta di considerazioni importanti da tenere a mente nel momento in cui si vogliono tracciare i parametri e i confini di una maggiore integrazione tra il settore culturale e quello finanziario.

Nelle pagine precedenti si era accennato come tra i vantaggi della relazione tra istituzioni bancarie e istituzioni culturali (in particolare musei) rientrasse la possibilità di affidarsi a queste ultime per attività di consulenza. All'interno dell'attività di consulenza dovrebbe anche rientrare la valutazione di opere d'arte il che sarebbe un importante beneficio per la controparte finanziaria. In realtà la questione è complessa e necessita di un ulteriore approfondimento. Non a caso, il termine utilizzato nei passaggi relativi a questo tema è stato quello di perizia e di non valutazione economica e in tale circostanza con questo termine intendiamo una valutazione di tipo qualitativo e non monetario.

¹³² Heilbrun, James e Gray, Charles, *The Economics of Art and Culture, Second Edition*, Cambridge Press, 2006.

¹³³ Nell'approccio nazionale - patrimoniale i beni culturali sono un patrimonio nazionale e dunque sono di proprietà della comunità (o meglio dei cittadini in quanto titolari della sovranità popolare), lo Stato deve tutelare e gestire tale patrimonio. Nell'approccio contestualista la gestione dei beni culturali dipende dal contesto specifico in cui sono inseriti.

¹³⁴ Candela, Guido e Scorcu, Antonello, *Economia delle Arti*, Zanichelli, 2017.

La posizione dell'*International Council of Museum (ICOM)* riguardo a tale tematica è racchiusa nel *Codice etico dell'ICOM per i musei* alla voce *Autenticazione e valutazione (perizia)*: *“Il museo può effettuare una valutazione economica allo scopo di assicurare le proprie collezioni. La stima del valore monetario di altri oggetti avverrà soltanto su richiesta ufficiale di altri musei o di pubbliche istituzioni competenti (giudiziarie, governative o di altra natura). In ogni caso, qualora fosse lo stesso museo il destinatario di un oggetto o reperto, la sua valutazione economica dovrà essere affidata a un servizio indipendente”*¹³⁵.

La valutazione è un tema delicato, non a caso nei report disponibili al pubblico riguardo alle acquisizioni (e alle cessioni dove possibile) museali vengono indicati le opere in questione e il valore complessivo degli acquisti (e/o delle cessioni) ma non il valore pagato per la singola opera¹³⁶.

Negli Stati Uniti l'*Internal Revenue Service (IRS)*, che disciplina le norme fiscali tra cui gli sgravi per donazioni ad attività culturali, stabilisce che i musei non possano fornire servizi di valutazioni di opere d'arte nel caso esse siano oggetto di donazioni o per vantaggi fiscali. La *ratio* alla base di questa norma sta nel conflitto d'interesse per i musei, i quali potrebbero sfruttare tale posizione per valutazioni vantaggiose per loro e per il soggetto interessato.

Ad esempio, la politica di gestione della collezione da parte del *J. Paul Getty Museum* prevede a riguardo: *“The Museum does not provide appraisals to donors. Consistent with IRS guidelines, the Museum cannot act as a qualified appraiser because of the inherent conflict with its role as a donee. If a donor asks for assistance in locating an appropriate appraiser, a Trust employee may suggest several qualified appraisers, but more than one name must be provided. The Museum should not make arrangements for the appraisal and cannot pay for the appraisal. The Museum may provide an appraiser with access to the work of art, images of the work and any appropriate and relevant factual information in the Museum's possession”*¹³⁷. Il divieto si ferma ad opere oggetto di donazione, mentre nel nostro caso si tratterebbe della creazione di una linea di servizi di consulenza per aziende. Ciò nonostante *de facto* possono esserci tendenze analoghe anche per valutazioni di oggetti che non rientrano nella sfera delle donazioni, come afferma ad esempio il *Mosaic Templars Cultural Center*: *“Similar considerations apply when appraisals are requested for reasons not connected with*

¹³⁵ *Codice etico dell'ICOM per i musei*, 2004.

¹³⁶ Heilbrun, James e Gray, Charles, *The Economics of Art and Culture, Second Edition*, Cambridge Press, 2006.

¹³⁷ *J. Paul Getty Museum Collection Policy*, 2018.

*gifts and tax deductions. Accurate establishment of a price can be a complex procedure, requiring a time-consuming search in auction records and price guides that we are unable to undertake*¹³⁸. In questo caso però la motivazione non è di natura legale, quanto piuttosto una scelta del singolo museo per valutazioni in base alle proprie capacità. Inoltre l'attività di valutazione di un'opera non è estranea alle competenze di un museo. Sebbene il valore della collezione generalmente non rientri nel bilancio, operazioni di valutazione vengono condotte nel momento in cui bisogna stabilire l'adeguata assicurazione come per opere che sono oggetto di prestito.

Ad esempio il MoMA sostiene a riguardo che: *"The Trustees should regularly review the type and amount of insurance carried for the Museum's Collection. It is the responsibility of the Chief Curator of each department to determine the insurance value of any object going out on loan. Opinions on current market values of works in the Collection, including the source and date of the opinion and the value ascribed, should be recorded and kept in the loan file"*¹³⁹.

Nonostante nel caso dei musei il valore principale sia quello culturale e non quello finanziario, qualsiasi transazione (presa o cessione in prestito, acquisizione, vendita, donazione, assicurazione, ecc.) richiede una valutazione finanziaria pur tenendo in considerazione le problematiche che sorgono nel momento in cui si devono assegnare un valore economico ad un bene culturale.

Guardando il versante europeo, una ricerca condotta dall'*European Network on Culture (EENC)*¹⁴⁰ riporta come ai musei in Europa sia richiesto di assegnare un valore economico per un ampio spettro di motivazioni e la valutazione, nella stragrande maggioranza dei casi, viene eseguita internamente dai curatori. Ci si rivolge ad esperti esterni solo in casi eccezionali, come per un'acquisizione di un'opera da un venditore privato.

Il processo di valutazione tiene conto di una varietà di risorse, dalle vendite di opere simili, alle valutazioni interne degli esperti, a varie tipologie di ricerche. Vi sono poi sostanziali differenze in base al Paese di appartenenza, ad esempio per quanto concerne gli obblighi dichiarativi allo Stato riguardo al valore della collezione o per gli obblighi assicurativi.

¹³⁸ www.mosaictemplarscenter.com.

¹³⁹ *Collections management policy, The Museum of Modern Art, 2010.*

¹⁴⁰ Dumcke, Cornelia e Matassa, Freda, *Valuation of Works of Art for Lending and Borrowing Purpose*, European agenda for culture work plan for culture 2011-2014, EENC Report, 2012.

Inoltre è interessante notare come la maggioranza dei musei intervistati si è dichiarata assolutamente favorevole all'introduzione di una 'giuria' per la valutazione delle opere, anche se permane ancora l'incertezza riguardo al livello su cui dovrebbe essere istituita: museale, statale o europeo (la tendenza sembra orientata verso entrambe le ultime possibilità anche se vi sono delle riserve sulla rapidità del processo in caso di coinvolgimento di autorità a livello comunitario). La specificità importante è che tale processo dovrebbe configurarsi come un'attività di supporto e assistenza nei confronti dei curatori dei musei e non dovrebbe assumere il ruolo di un ostacolo aggiuntivo in termini di complessità e obblighi burocratici. Una struttura operativamente snella e funzionale sarebbe la soluzione migliore.

Per fare degli esempi, un'istituzione importante come il *Rijksmuseum*¹⁴¹ di Amsterdam offre un servizio volto a fornire informazioni qualitative (unicamente in termini d'informazioni storico artistiche) per opere che possono avere un qualche tipo di relazione con la collezione del museo. Viene invece espressamente esplicitato che per valutazioni economiche riguardo un'opera d'arte è necessario rivolgersi ad una consulenza esterna come una casa d'aste, un *art dealer* o un perito indipendente.

D'altro canto, il non meno celebre *Van Gogh Museum* sembra incorporare un'ottica affine all'impostazione adottata in questo elaborato. Esso difatti offre una serie di servizi professionali a istituzioni private, collezionisti, agenzie governative e altri musei. Dichiara espressamente che con tali *professional services* vuole soddisfare la crescente domanda di mercato. Afferma poi: *"The mission of our Professional Services team is simple: to offer, as a service, the expertise in which the Van Gogh Museum excels and that arises from the museum operations. In doing so, Professional Services provides an indirect contribution to the mission of the Van Gogh Museum as any revenue is used for supporting the Museum's primary functions"*.

Si tratta dunque di sfruttare le conoscenze specifiche del museo per generare una nuova fonte di ricavi funzionale alle attività primarie del museo stesso, in linea con quanto affermato nei paragrafi precedenti.

Tra gli esempi di servizi offerti rientrano la consulenza relativa alla gestione della collezione (secondo varie sfaccettature, dalla valorizzazione alla corretta conservazione), i consigli su

¹⁴¹ www.rijksmuseum.nl.

come costruire e gestire un museo per gli UHNWI, corsi di formazione specifici in base alle esigenze del cliente, Masterclasses, e così via. Tra i clienti privati rientrano istituzioni culturali come musei privati ma anche aziende e wealth manager, mentre in termini d'individui vi sono proprietari di grandi collezioni (nella maggioranza dei casi HNWI o UHNWI).

Nonostante non vengano elargiti servizi relativi alla valutazione monetaria della collezione, vi sono varie sfumature di servizi assolutamente funzionali ad una maggiore integrazione tra il mondo del *business* e quello culturale, nel rispetto poi delle peculiarità di tali diverse entità. In tale ottica il *Van Gogh Museum* ha stipulato una partnership con *Deloitte Luxembourg* e la *TIAS School for Business* e a riguardo afferma come: *"These unique collaborations in the world of art, finance and culture reflect our ambition of building a bridge between the two traditionally separate worlds of art and the financial industry"*¹⁴².

Da tutte queste considerazioni si può asserire che, nonostante tutte le problematiche del caso, l'idea di una maggiore integrazione tra settore culturale e finanziario non sia qualcosa di astratto ed eccessivamente lontano dalla realtà. Vi sono poi sostanziali differenze in base al Paese di appartenenza e alla natura dell'istituzione (pubblica o privata) ma è possibile comunque intravedere dei margini di manovra per le parti in gioco.

Rimangono delle limitazioni (giustificate) come quelle espresse dal codice etico dell'ICOM agli articoli 8.14 e 8.15, relativi al commercio dei beni culturali o naturali e ai rapporti con i mercanti. Essi sostengono rispettivamente che: *"I professionisti museali non devono mai essere coinvolti direttamente o indirettamente nel commercio (compravendita a fine di lucro) di beni naturali o culturali"* e *"I professionisti museali devono rifiutare ogni dono, forma di ospitalità o ogni altra forma di compenso offerti da mercanti, case d'asta o altri soggetti che possano indurre all'acquisto o alla cessione di oggetti del museo, ovvero alla scelta di procedere o non procedere a una decisione formale. Inoltre, i professionisti museali devono astenersi dal consigliare o raccomandare a terzi uno specifico mercante, banditore d'asta o perito"*¹⁴³. Ciò detto, l'attività di consulenza del *Van Gogh Museum* sembra pienamente rispettare tali impostazioni a riprova che sussistono margini di manovra.

¹⁴²Professional Services, Van Gogh Museum Amsterdam (www.vangoghmuseum.nl).

¹⁴³ Codice etico dell'ICOM per i musei, 2004.

Per riassumere e concludere il paragrafo, riportiamo quanto affermato dall'EENC report citato in precedenza¹⁴⁴: *“Museums may prefer to distance themselves from the art market as their role is to preserve objects for posterity while the art market is concerned with sales and the circulation of goods. [...] However, the museum and commercial sectors are growing closer, with many exhibitions crossing the divide. For example, many art fairs now include a display of “public” art intended to raise funds for the participating museum and some museums show “for sale” exhibitions or share platforms with commercial galleries. There is also an increasing flow of staff from public to private art organizations and an awareness of transferable knowledge and skills. Many commercial galleries are looking for historical accuracy to lend authority, while some recent relaxations in the prohibition on selling museum objects may open the gates for more sales from public collections. Both the commercial and public art worlds face a conflict between ‘cultural’ and ‘financial’ considerations which have to be negotiated and balanced on a daily basis”.*

¹⁴⁴ Dumcke, Cornelia e Matassa, Freda, *Valuation of Works of Art for Lending and Borrowing Purpose*, European agenda for culture work plan for culture 2011-2014, EENC Report, 2012.

CAPITOLO II

L'OPERA D'ARTE COME COLLATERALE

2.1 ORIGINE E SVILUPPO DEI PRESTITI CON L'OPERA D'ARTE COME COLLATERALE

Il seguente capitolo è focalizzato sui servizi di finanziamento che coinvolgono le opere d'arte all'interno del wealth management e le possibilità ad essi collegate, in particolare secondo una direzione principale: quella dei prestiti erogati al cliente con l'opera d'arte che svolge il ruolo collaterale.

Nel primo capitolo, al paragrafo 1.6.5 sui principali servizi offerti nell'art banking, si è accennato al ruolo di tale tipologia di servizi all'interno delle pratiche di wealth management collegate all'arte. Tra i servizi più comuni in questa categoria rientrano i prestiti con opere d'arte come collaterale, il finanziamento per l'acquisizione di opere d'arte, l'apertura di credito rotativo, il fornire garanzia per le aste, l'erogazione di un prestito ponte¹⁴⁵, e così via. Oltre ai clienti del settore del wealth management, anche professionisti del mercato dell'arte, in particolare le gallerie e gli *art dealer*, utilizzano o sono interessati al settore degli *art secured lending* anche se in termini di volume rappresentano una quota marginale di questo specifico mercato.

Secondo una prospettiva storica, i programmi di prestito che usano l'opera d'arte come collaterale affondano le loro radici negli anni '80 in un periodo di grande crescita del mercato dell'arte. Le proposte attuali rappresentano invece una sintesi più equilibrata e meglio strutturata rispetto ai programmi iniziali, a seguito delle difficoltà affrontate dalle istituzioni bancarie a causa del collasso dello stesso mercato dell'arte all'inizio degli anni '80. In quegli anni, dopo i prezzi esorbitanti pagati in particolare da facoltosi collezionisti giapponesi per acquistare dipinti Impressionisti e post-impressionisti, si creò un grande interesse verso questo mercato con una sensibile crescita della domanda e una conseguente impennata nel livello dei prezzi. È interessante notare come la spesa di cifre esorbitanti per acquistare

¹⁴⁵Noto come *bridging loan* 'A bridging loan is a type of short term property backed finance. They are often used to fund you for a period of time whilst allowing you to either refinance to longer term debt or sell a property. Bridging loans are usually offered for between 1-18 months, with the loan repayable in full at the end of the term. Unlike other forms of borrowing the monthly interest is often rolled into the loan, meaning there are no repayments to make during the term of the loan' (www.finance-monthly.com).

capolavori europei rappresentasse un motivo di orgoglio nonché un segno di status e di affermazione per i collezionisti giapponesi, in un contesto in cui gli stessi prezzi fungevano da ‘trofei’ per dimostrare il proprio valore. In questo contesto, molte istituzioni bancarie si unirono al fermento del mercato offrendo prestiti con opere d’arte che fungevano da collaterale, confidando negli elevati prezzi che venivano registrati¹⁴⁶.

Analizziamo più nel dettaglio le ragioni che portarono alla creazione di una bolla nel mercato dell’arte e il conseguente collasso dei prezzi, focalizzandosi in particolare sul contesto giapponese che ebbe un ruolo cruciale. Tra il 1986 e il 1991 il Giappone sperimentò un’importante inflazione nel mercato azionario e nei prezzi delle proprietà immobiliari (ci si riferisce a tale periodo come ‘*Japanese asset price bubble*’) come conseguenza di azioni speculative aggressive in questi due settori, a seguito di una deregolamentazione finanziaria inserita in un contesto economico che mostrava parametri positivi (surplus nella bilancia commerciale, uno *yen* apprezzato e ampi risparmi da parte della banca centrale). L’accumulazione di ricchezza e una moneta apprezzata rispetto ad altre valute, dollaro e sterlina in primis, permisero appunto importanti acquisti nel mercato dell’arte il che comportò un aumento dei prezzi nel mercato stesso. Tale situazione fu esacerbata dal concomitante rallentamento nel mercato finanziario, che vide assottigliarsi i rendimenti e i dividendi, il che portò una serie di speculatori ad affacciarsi sul mercato dell’arte in considerazione del fermento e della crescita dei prezzi con l’acquisto di opere d’arte talvolta anche mediocri ma pagate a prezzi elevati.

Nel 1990, anno in cui si raggiunse l’apice nell’espansione di tale mercato, agli acquirenti giapponesi venivano associate circa un terzo di tutte le *bid* nelle aste mentre le rimanenti offerte generalmente provenivano da acquirenti europei o statunitensi. Tale equilibrio precario ebbe fine attorno al 1989 quando il governo giapponese, conscio che la bolla nel mercato immobiliare fosse insostenibile, adottò una politica monetaria restrittiva alzando il tasso d’interesse e facendo così ‘scoppiare’ la bolla interna il che portò al più grande collasso nella storia del mercato finanziario giapponese. Le conseguenze nel mercato dell’arte furono pressoché immediate: già nel 1990 i collezionisti giapponesi smisero di essere attivi in tale mercato e le vendite complessive calarono del 65% circa nel corso di un anno¹⁴⁷. A seguito di

¹⁴⁶McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

¹⁴⁷McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

tale collasso, molti prestiti con arte come collaterale risultarono insolventi e dovettero essere assorbiti in primis dalle banche giapponesi erogatrici del prestito, ma le successive vendite all'asta non riuscirono a coprire l'ammontare del prestito, e in ultima istanza dal governo giapponese. La lezione impartita alle istituzioni finanziarie dallo scoppio della bolla nel mercato dell'arte evidenziò l'importanza della valutazione di un'opera d'arte e la necessità di agire con cautela in questo campo.

Come anticipato all'inizio di questo capitolo, gli *art-based lending* si possono dividere in due categorie principali: prestiti a gallerie o a commercianti d'arte e prestiti a individui. Il secondo ambito rappresenta di gran lunga la quota più importante di tale mercato: secondo le stime di Deloitte e ArtTactic¹⁴⁸, nei soli Stati Uniti, la realtà più importante per questo tipo di iniziative, il mercato dei prestiti con arte come collaterale nel 2017 veniva stimato tra i 17 e i 20 miliardi di dollari (si ritiene rappresentino il 90% del valore globale), mentre ai prestiti a gallerie e a *art dealer* viene attribuita una quota stimata tra l'8 e il 10% di tale cifra (tra 1.4 e 2.1 miliardi di dollari).

L'istituzione considerata come pioneristica in questo campo, almeno per l'elargizione di prestiti a gallerie e commercianti d'arte, è la statunitense *Rosenthal & Rosenthal* che iniziò ad operare in tal senso negli anni '70. Mentre le istituzioni bancarie rappresentano la quota più importante di questa tipologia di prestiti, vi sono altre realtà che li elargiscono, in particolare *boutique* finanziarie¹⁴⁹ specializzate e case d'asta con possibili differenze nelle caratteristiche dei prestiti. Inoltre vi sono delle significative differenze in base alla regione considerata; gli Stati Uniti rappresentano la realtà più importante per queste iniziative mentre in Europa ed Asia si tratta ancora di un settore poco sviluppato. Emblematico di questa situazione è il fatto che nessuna delle principali banche private europee possiede programmi di *art lending* ad un livello paragonabile a quello delle controparti statunitensi come *Citibank*, *Bank of America/US Trust* o *JP Morgan*.

¹⁴⁸ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

¹⁴⁹ '[...] il termine acquista un significato anche in ambito finanziario: la boutique è un'istituzione di modeste dimensioni (in confronto ai giganti del settore) che garantisce un servizio su misura per un particolare segmento di mercato. La differenza dalle più note bulge bracket banks (JP Morgan, Morgan Stanley, etc.) è data da commissioni genericamente più basse e dall'assenza di molte funzioni garantite dagli altri players come i servizi di finanziamento, di market making e di ricerca. La strategia della differenziazione è però altamente funzionale e profittevole in un contesto di nicchia; la centralità del cliente diventa nuovamente un tema portante rispetto alla tendenza alla standardizzazione dei prodotti' (www.startingfinance.com).

Tra le ragioni principali alla base di tale differenza, al di fuori delle considerazioni di alcuni esperti riguardo alla predisposizione da parte degli statunitensi nello sfruttare il potenziale insito nelle opere d'arte per effettuare ulteriori investimenti, rientra sicuramente il contesto legislativo. Negli USA, infatti, è in vigore l'*Uniform Commercial Code* (UCC) che permette ai mutuatari di mantenere il possesso dell'opera d'arte anche quando il prestito, dove la stessa è impiegata come collaterale, è ancora in vigore. Ciò è possibile in particolare grazie all'articolo 9 secondo cui il prestatore può registrare il suo *security interest* nell'opera d'arte su un apposito registro pubblico dando così pubblicità al fatto che tale opera d'arte è soggetta a vincoli. In tal modo viene data priorità al prestatore nel confronto di eventuali altri creditori¹⁵⁰. Qualunque operazione sull'opera d'arte usata come collaterale da parte del mutuatario, ad esempio spostamento, vendita, consegna, ecc., deve essere preventivamente approvata dal prestatore e richiede un'ulteriore documentazione legale. In particolare, nel caso di spostamento ad esempio in un museo, in una galleria, in un magazzino specializzato, è necessario stipulare un *accordo di deposito (bailment agreement)* tra la terza parte e l'istituzione prestatrice dove viene dichiarato il consenso di quest'ultima. Con tale accordo si riconosce che il prestatore è il titolare del pegno (*lien holder*) nonché il destinatario di qualunque credito assicurativo. Allo stesso tempo, l'istituzione prestatrice richiede che ciascun'opera d'arte usata come collaterale venga assicurata da una polizza assicurativa completa che indica l'istituzione stessa come assicurato congiunto (*joint insured*) o come beneficiario della perdita (*loss payee*)¹⁵¹.

Lo scenario europeo invece presenta una situazione differente; in particolare vengono individuati due fattori principali che hanno influenzato (negativamente) il mercato dell'*art lending*, ossia il fatto che la nozione di arte come *asset class* sia meno assodata rispetto agli Stati Uniti e la mancanza di un sistema uniforme di registrazione in termini di diritti su beni mobili come nel caso dell'UCC in modo da darne pubblicità a terze parti. Il conteso legislativo europeo risulta frammentato e spesso inadeguato ad affrontare le attuali necessità del mercato dei prestiti con arte come collaterale, ma allo stesso tempo stanno venendo introdotti in molti paesi Europei registri per certificare il diritto su beni mobili nonché nuovi prodotti

¹⁵⁰ TEFAF, *Art Dealer Finance* 2018.

¹⁵¹ McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

assicurativi¹⁵² che fanno pensare come nel prossimo futuro il settore europeo di tale tipologia di prestiti inizi a colmare il divario con quello statunitense¹⁵³.

A riguardo citiamo la recente iniziativa introdotta da *Privatebank Berlin v. 1929* che, grazie allo sviluppo di una soluzione legale ed assicurativa, permette al mutuatario di mantenere il possesso dell'opera d'arte usata come collaterale. In questo caso non vi è la necessità d'iscrizione in un registro pubblico come avviene negli Stati Uniti e l'offerta di questo particolare servizio è rivolta alla propria clientela a livello globale. L'offerta di tale istituzione comprende prestiti a tasso fisso e variabile per un valore che può spaziare da 500.000 a 20 milioni di euro e sono garantiti da opere di elevata qualità da parte di artisti contemporanei rinomati. Mentre il valore del prestito rispetto a quello dell'opera si aggira attorno al 40% e la durata dello stesso solitamente è tra i sei mesi e i cinque anni. Il successo di iniziative come quella presentata potrebbe portare ad un cambiamento nella tipologia di tali prestiti, avvicinandoli al modello statunitense, nonché una crescita di questo mercato anche nel versante europeo.

La possibilità di mantenere il possesso dell'opera d'arte comporta degli immediati vantaggi per il mutuatario, ad esempio la possibilità per le gallerie e *art dealers* di selezionare opere usate come collaterale per fiere d'arte, la possibilità di esporre tali opere in esibizioni internazionali incrementandone il valore, oppure evitare trasporti rischiosi per opere d'arte fragili mantenendo la collocazione originale¹⁵⁴.

2.2 LE DIVERSE ISTITUZIONI EROGATRICI DEL PRESTITO E I SOGGETTI INTERESSATI

Risulta possibile riscontrare delle differenze sia in base al soggetto erogatore del finanziamento, in particolare tra istituzione finanziaria e casa d'asta, che in base al soggetto ricevente il finanziamento, cioè se privato o professionista del settore.

Generalmente per entrambe le categorie di soggetti riceventi il prestito, il valore dello stesso rispetto alla valutazione dell'opera (*loan-to-value ratio* o LTV) si aggira attorno al 50% dell'estremo inferiore dell'intervallo di stima. Le ragioni di questo approccio conservativo da

¹⁵² Tali prodotti sono noti come *collateralized art lenders' insurance* o *art-lending fidelity insurance*, tra le istituzioni che hanno annunciato di aver introdotto questa tipologia di prodotti rientrano *Hiscox*, *Willis* e *RT WP Longreach*. (fonte Deloitte & ArtTactic, *Art Finance Report 2017*).

¹⁵³ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

¹⁵⁴ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

parte delle istituzioni prestatrici rientrano sempre nelle problematiche del mercato dell'arte, cioè nella sua natura scarsamente liquida, la volatilità dei prezzi, gli alti costi di transazione e così via. Inoltre vi possono essere delle differenze in base al segmento di appartenenza dell'opera d'arte usata come collaterale, laddove risulta più agevole ottenere finanziamenti con l'opera d'arte come collaterale se essa appartiene a segmenti come quello Impressionista o dell'arte contemporanea, segmenti di mercato notoriamente più liquidi.

Per quanto concerne le gallerie e gli *art dealers*, essi rappresentano una quota minore del mercato degli *art based lending*¹⁵⁵ il quale risulta essere una fonte secondaria per il finanziamento delle proprie attività.

Secondo il recente report stilato da *Tefaf*¹⁵⁶ la principale fonte di finanziamento del proprio inventario (inteso come l'insieme di opere commerciabili) da parte dei professionisti e gallerie intervistati è rappresentata dall'autofinanziamento, attraverso gli utili trattenuti. Allo stesso tempo la maggioranza dichiara di preferire forme di co-investimento anziché il ricorso al debito. Mentre il 15% asserisce di aver utilizzato opere d'arte come collaterale per ottenere un prestito, solo il 4% utilizza regolarmente questa forma per finanziare differenti aspetti della propria attività. Comunque è doveroso prendere con cautela tali dati poiché la maggior parte dei soggetti intervistati proviene dallo scenario europeo dove, come si è anticipato in precedenza, il mercato dei prestiti con arte come collaterale è significativamente meno sviluppato rispetto agli Stati Uniti.

Nella maggior parte dei casi, i prestiti a gallerie e *art dealers* sono strutturati come prestiti per il finanziamento aziendale all'interno della divisione commerciale o per i consumatori nel caso delle maggiori istituzioni bancarie. Mentre in misura minore, nel caso di *high net worth art dealers*, i prestiti rientrano nell'area del *private banking* e la collezione privata o l'inventario viene usato come collaterale.

Quando il finanziamento è orientato al ramo professionale, si prendono in considerazione sia il valore dell'inventario delle opere d'arte, sia altre informazioni come il *cash flow*, l'ammontare dei crediti, ecc. Nonostante gli *advance rates*¹⁵⁷ siano flessibili, generalmente si

¹⁵⁵ Nell'elaborato i termini *art lending*, *art secured lending* e *art based lending* sono intesi come sinonimi e si riferiscono a prestiti con l'opera d'arte come collaterale.

¹⁵⁶ TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

¹⁵⁷ "An advance rate is the maximum percentage of the value of a collateral that a lender is willing to extend for a loan. The advance rate helps a borrower determine what kind of collateral to bring to the table in order to

trovano in un intervallo tra il 50% del valore dell'inventario artistico e il 75% dei crediti a breve termine della galleria o del *art dealer* (con scadenza in 90 giorni o meno). A seconda del paese di concessione del prestito e dell'istituzione erogatrice vi è la possibilità per il mutuatario di mantenere il possesso dell'opera d'arte usata come collaterale. Ad esempio, la statunitense *Art Capital Group*¹⁵⁸ richiede che l'opera d'arte usata come collaterale venga custodita in un loro deposito specializzato od esposta nella propria galleria¹⁵⁹, mentre la boutique *Athena Art Finance* generalmente consente ai propri clienti di mantenere il possesso dell'opera se situata negli Stati Uniti¹⁶⁰.

Le principali case d'asta svolgono storicamente un ruolo importante nel finanziamento delle attività dei professionisti di questo mercato. Il rapporto tra queste due polarità si è sviluppato nel corso del tempo e ha da sempre rappresentato delle opportunità per entrambe, in primis come fonte di liquidità per gallerie e mercanti d'arte e come fonte di materiale per le case d'asta.

La liquidità fornita a questi soggetti non deriva unicamente dalla vendita di opere d'arte ma anche da altre operazioni come crediti commerciali di breve termine (di solito della durata di 30 giorni), estensione dei termini di pagamento, anticipi sulla consegna, e così via. Inoltre in un contesto di crescente competizione nel mercato delle case d'asta, la capacità da parte delle stesse di offrire prodotti e servizi di finanziamento ai propri clienti è diventata un fattore importante.

In questo campo, *Sotheby's Financial Services* riveste una posizione di primaria importanza con più di 25 anni di esperienza nell'*art lending* e un valore di prestiti che complessivamente supera i quattro miliardi di dollari. Inoltre è interessante notare come, mentre nella maggior parte dei servizi di prestito offerti dalle case d'asta, vi è un collegamento tra il collaterale e una futura vendita all'asta, nel caso di *Sotheby's* circa due terzi dei prestiti erogati assume la

secure the desired loan amount – and helps minimize a lender's loss exposure when accepting collateral that can fluctuate in value" (www.investopedia.com).

¹⁵⁸ Fondata a New York nel 1999, si tratta di una delle prime società indipendenti ad offrire vari servizi relativi al finanziamento di questo settore. Ha sottoscritto prestiti con arte come collaterale per un valore superiore ai 5 miliardi di dollari (www.artcapitalgroup.com).

¹⁵⁹ McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

¹⁶⁰ www.athena-art.com.

forma di prestiti a termine, di solito di una durata compresa tra i sei mesi e i tre anni, senza l'impegno di vendere l'opera usata come collaterale¹⁶¹.

Nella maggioranza dei casi invece i prestiti elargiti dalle case d'asta sono assimilabili a prestiti ponte, si tratta di un anticipo che poi viene ripagato con i ricavi derivanti dalla vendita dell'oggetto stesso. L'ammontare del prestito si basa unicamente sul valore dell'oggetto usato come collaterale e non sulla valutazione del merito di credito del mutuatario, come nel caso di prestiti elargiti da istituzioni bancarie. Il valore del prestito solitamente si aggira attorno al 40-50% della stima inferiore effettuata prima di essere messo all'asta, mentre il rendimento cambia nel tempo e in base alla casa d'asta, ma in generale si attesta sul tasso di base più il 2 o 3%. Inoltre spesso vengono applicate delle soglie minime per l'erogazione di questa tipologia di prestiti e si tratta di servizi che nella maggioranza dei casi vengono offerti solo ai clienti di lunga data. Dal punto di vista della casa d'asta, se all'interno di un mercato attivo e in espansione, vi è il vantaggio di poter rivendere l'opera in questione in caso d'insolvenza, pagandola un prezzo intorno alla metà dell'estremo inferiore dell'intervallo di stima. Non sorprende constatare difatti che quando si attraversa una fase di stagnazione del mercato dell'arte, le case d'aste tendono a ridurre le loro attività di prestito.

Un approfondimento interessante in questo contesto riguarda il ruolo dei *family offices*, in particolare nel caso in cui la finalità di un investimento diretto nell'arte sia il rendimento finanziario nell'ottica di sostenere la ricchezza familiare. L'acquisto di opere d'arte può basarsi sull'apprezzamento nel lungo termine, oppure sul tentativo di ottenere occasioni di arbitraggio nel breve termine. In tal senso i *family offices* possono fornire le risorse necessarie ad *art dealers*, case d'asta, o altre entità del mercato in modo da eseguire investimenti tempestivi, laddove le banche tradizionali richiedono tempi decisamente più lunghi. Tendenzialmente vengono identificate due ampie categorie per quanto concerne le opportunità di investimento: comprare opere d'arte in base ad una partnership con un *art dealer* oppure attraverso un'azione di co-investimento con le case d'asta. Nel primo caso si divide la proprietà delle opere in questione con un art dealer e si ottiene una quota dei profitti delle successiva vendita. Nel secondo caso, grazie all'allocazione di capitale presso la casa

¹⁶¹TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

d'asta, si ottengono delle garanzie specifiche su termini e condizioni prestabiliti in modo da assicurarsi una maggiore sicurezza per ottenere rendimenti finanziari¹⁶².

Per quanto riguarda il versante dei clienti privati, che rappresentano appunto la maggioranza dei soggetti che richiedono prestiti con arte come collaterale, i principali soggetti erogatori del prestito sono appunto banche private, *boutique* specializzate e le maggiori case d'asta.

I soggetti interessati ad usare la propria collezione come collaterale per un prestito sono riconducibili generalmente a due categorie: individui che possiedono una collezione di valore ma con scarsa liquidità e necessitano di risorse per una certa finalità, oppure individui che oltre ad una collezione di valore sono anche dotati di una liquidità consistente ma vogliono monetizzare il proprio patrimonio artistico, senza volerlo vendere, e utilizzare la liquidità derivante per altri investimenti.

La tipologia di prestiti erogata può essere di tipo *recourse loan* o *non recourse loan*, nel primo caso il prestito oltre ad essere garantito dall'opera d'arte usata come collaterale, prevede la possibilità di rivalersi sul patrimonio del mutuatario, a differenza della seconda tipologia che riguarda unicamente l'opera usata come collaterale; in questo caso però, giacché presenta un maggior rischio, di solito l'operazione comporta un più alto tasso d'interesse. Nonostante ampie differenze in base al cliente e l'istituzione, solitamente nel primo caso il tasso d'interesse si aggira tra l'8 e il 12% mentre nel secondo caso si attesta ad una percentuale attorno al 15%.

Le *boutique* finanziarie specializzate rappresentano una possibilità per ottenere prestiti in tempo breve; in particolare per quegli individui che non sono eccessivamente abbienti ma che hanno a disposizione una collezione d'arte, ottenuta ad esempio in seguito ad una successione, e, pur pianificando di vendere la collezione, necessitano di liquidità in tempi brevi. In questo caso la possibilità di ottenere un prestito grazie alla propria collezione, guadagnando così del tempo per venderla in maniera appropriata, rappresenta un'opportunità. Il prestito poi verrebbe saldato in seguito alla vendita. Le *boutique* possono fornire linee di credito per finanziare necessità di liquidità di breve termine, di solito per un

¹⁶²Zorloni, Alessia e Willette, Randal, *Managing Art Wealth: creating a single family office that preserves and protects the family art collection*, The Journal of Wealth Management, 16, 2014.

periodo inferiore a cinque anni. Tipicamente tali entità prendono possesso dell'opera d'arte per la durata del prestito.

Molte delle principali banche private, in particolare nel contesto statunitense, offrono questa tipologia di prestito ai loro clienti. Tra le principali citiamo *Citi Private Bank*, *Emigrant Bank*, *Bank of America*, *JP Morgan*, *Deutsche Bank*, *Goldman Sachs*. Nel caso di banche statunitensi vi è la possibilità per il cliente di mantenere il possesso dell'opera usata come collaterale.

Per quanto concerne la tipologia dei prestiti, si possono riscontrare differenze in base all'istituzione erogatrice anche se è possibile individuare dei tratti ricorrenti. Tenzialmente si tratta di prestiti *recourse* con il possesso dell'opera che rimane nelle mani del cliente e spesso vi è la presenza di una somma minima per il prestito.

Ad esempio *Citi Bank*, tra le prime a muoversi in questo mercato, pone la soglia minima del prestito a cinque milioni di dollari con il valore minimo di ciascun'opera usata come collaterale che si attesta a 200.000 dollari. Queste cifre fanno comprendere come si tratti di un servizio di nicchia offerto e appetibile principalmente agli HNWI.

Riguardo al tasso d'interesse, tipicamente si utilizzano forme tradizionali come il *Libor* o il *prime rate* più una percentuale, mentre la durata delle linee di credito o dei prestiti a termine varia da uno a venti anni.

A differenza delle case d'asta, l'erogazione di un prestito da parte dell'istituzione bancaria si basa, oltre alla valutazione dell'opera d'arte usata come collaterale, sulla condizione finanziaria e patrimoniale del richiedente. Difatti il pagamento del debito si basa sul *cash flow* e sugli investimenti del cliente, anziché sulla vendita futura dell'opera d'arte usata come collaterale. La valutazione del *cash flow* riveste un ruolo importante dal momento che una collezione necessita spese di mantenimento in assenza delle quali si rischia di intaccare il valore della stessa.

A seconda poi dell'istituzione bancaria, la valutazione dell'opera d'arte avviene internamente oppure viene esternalizzata, affidandosi a consulenti esterni. Tale processo di valutazione, relativo all'opera d'arte, tiene in considerazione sia aspetti oggettivi sia soggettivi. Nei primi rientrano la provenienza (la storia della proprietà, delle esibizioni e pubblicazioni), le vendite recenti, le condizioni, la commerciabilità, il medium utilizzato, la rarità e altri fattori di questo tipo. Fra gli aspetti soggettivi si considerano le opinioni riguardo alla qualità, l'importanza, la bellezza e così via. Una volta che l'opera viene approvata per fungere da collaterale, il suo

stato viene continuamente monitorato, così come è necessario accertare le condizioni e l'appropriatezza del luogo in cui viene conservata. Inoltre su tali opere viene stipulata un'assicurazione che copre i potenziali rischi e tutela la banca¹⁶³.

La tabella 2.1 riporta esempi di istituzioni attive in questo settore e le caratteristiche principali dei prestiti elargiti, fornendo dati relativi anche ai prestiti alle gallerie ed *art dealer*.

TIPOLOGIA DI CREDITORE	ESEMPI	VALORE STIMATO DEI PRESTITI CON ARTE COME COLLATERALE NEL 2017	VALORE STIMATO DEI PRESTITI CON ARTE COME COLLATERALE VERSO ART DEALER E GALLERIE	% RISPETTO ALL'AMMONTARE COMPLESSIVO DEI PRESTITI A GALLERIE E ART DEALER
BANCHE PRIVATE	Citi Private Bank, Emigrant Bank, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, US Trust	15 – 17 miliardi \$	450 – 500 milioni \$	2% – 4 %
BANCHE COMMERCIALI	JP Morgan, Citibank		250 – 350 milioni \$	
BOUTIQUE FINANZIARIE	Athena Art Finance, Artemus, Borro, AOI-Advisors, TPC Art Finance, Falcon, Fine Art, Fine Art Group, Rosenthal & Rosenthal	800 milioni – 1.4 miliardi \$	400 – 700 milioni \$	40% - 60%
CASE D'ASTA	Sotheby's, Heritage Auction, Phillips	1.1 – 1.6 miliardi \$	300 – 500 milioni \$	25% - 35%
VALORE COMPLESSIVO		17 – 20 miliardi \$	1.4 – 2.1 miliardi \$	8% - 10%

Tabella 2.1: esempi di istituzioni erogatrici di prestiti con arte come collaterale. Fonte Tefaf, Art Dealer Finance 2018.

¹⁶³McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

2.3 VANTAGGI E RISCHI DEGLI ART SECURED LENDING

Le ragioni alla base dell'*art secured lending* possono essere varie, storicamente la principale ruota attorno alle necessità finanziarie del cliente e al fatto che tali operazioni offrono alcuni vantaggi rispetto alla vendita. In particolare, utilizzare l'opera d'arte come collaterale comporta dei vantaggi in termini fiscali, permette di evitare costi di transazione e offre benefici in termini di tempo associato alla vendita, contemporaneamente risponde alla natura dell'investimento in arte che è collegata ad aspetti emotivi e per tanto il proprietario può essere riluttante alla vendita¹⁶⁴.

Ad esempio, negli Stati Uniti l'imposta federale sulle plusvalenze derivanti dalla vendita di un'opera d'arte è del 28%, se si aggiungono poi anche le imposte statali e locali, le imposte complessive possono ammontare ad una percentuale del 40% rispetto alla plusvalenza, a seconda della residenza legale del venditore¹⁶⁵. Oltre a ciò bisogna tenere in considerazione le percentuali sulla vendita richieste da case d'asta, gallerie e *art dealer*.

Per quanto riguarda il lato dei prestatori, nel caso di un'istituzione finanziaria si tratta di un servizio in grado di aumentare la soddisfazione dei propri clienti, migliorando la relazione e il grado di fidelizzazione del cliente. Nell'attuale contesto competitivo si tratta di opportunità importanti che possono essere sfruttate dalle banche stesse. Allo stesso tempo, i principali rischi risiedono nella possibilità di effettuare una valutazione errata dell'opera d'arte, delle dinamiche del mercato dell'arte e delle reali condizioni economiche del mutuatario.

Si tratta di un servizio di nicchia, offerto soltanto ad una stretta clientela. A riguardo riportiamo le parole di Shirin Kranz responsabile del programma di *Art Lending* presso *Privatebank Berlin v.1929*: *'Art-secured lending will never be a mass market product. The individual financing needs of each borrower will always be different, and of course their collections will all be unique; art lending is therefore not a standardized process. Each transaction must be treated individually with a tailored solution considering customer requirements and the respective legal situation. Expert knowledge in all areas is essential, along with trustworthy and long-term client relationship and balanced risk management'*¹⁶⁶.

¹⁶⁴Shinnecock Partners L.P., *Creative Collateral: Lending Against Fine Art*, 2018.

¹⁶⁵ Katz, Alan E., *Borrowing with Art as Collateral*, ArtBusiness News, 2016 (www.artbusinessnews.com).

¹⁶⁶Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

Affrontando più nel dettaglio i rischi percepiti dal punto di vista dei prestatori, secondo il report di Deloitte e ArtTactic, le principali problematiche non sono mutate nel corso degli ultimi anni. In particolare, in base all'intervista condotta, circa il 70% degli intervistati individua le principali problematiche nella valutazione, nella difficoltà di valutare il rischio e il basso di livello di liquidità che caratterizza il mercato dell'arte.

Ben Williams, responsabile del dipartimento *Lending Solutions in the UK & Nordics* per *J.P. Morgan Private Bank*, riguardo alla tematica del rischio associato all'*art-secured lending* afferma che: *'The biggest risk in art-secured lending is valuation variability. Since valuation transparency and consistency are key factors when providing loans, we rely on the knowledge of experts to assess the value of client's art. However, even the best experts are frequently obliged to value individual artworks within a range. Additionally, while price certainty is a function of liquidity, we do not control the liquidity of the art market. On the other hand, transparency and provenance are less of a concern when pieces can be associated with clear history and central registers. [...] The fact that more instances of this are entering the public arena suggests we are moving toward a healthier, more transparent art market'*¹⁶⁷.

L'arte in generale viene considerata un asset poco liquido, anche se si possono riscontrare delle differenze in base al singolo caso e a fattori come l'artista e il movimento o genere di appartenenza. Ad esempio, un indicatore della commerciabilità di una certa opera, artista o segmento artistico è rappresentato dal tasso di *bought-in* dello stesso.

La valutazione rappresenta un problema per una serie di motivazioni. Assumendo che l'opera in questione sia autentica, il valore è influenzato da fattori soggettivi come i gusti e le tendenze culturali soggette a speculazione. Dal momento poi che ogni opera è unica, risulta impraticabile effettuare valutazioni standardizzate, almeno oltre certi limiti. Inoltre se l'opera in questione non è stata oggetto di compravendita in tempi recenti, bisogna fare affidamento a vendite recenti di opere simili contando che i dettagli di vendite private sono difficili da ottenere e quindi bisogna fare affidamento solo sulle informazioni delle vendite in asta.

Negli anni sono stati sviluppati degli indici appositi che possono fungere da supporto nel processo di valutazione ma le suddette problematiche rimangono comunque. Tutte queste motivazioni sono alla base di *loan to value ratio* contenuti che si attestano solitamente attorno al 50%, come anticipato in precedenza. In tal modo il valore dell'opera d'arte usata come

¹⁶⁷Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

collaterale può dimezzarsi senza compromettere la possibilità da parte del prestatore di recuperare il capitale prestato in caso d'insolvenza del mutuatario (però senza considerare i costi di vendita). Tale livello permette al prestatore di poter vendere l'opera al di sotto del valore di mercato diminuendo così i tempi di vendita e allo stesso tempo può compensare i costi di transazione associati alla vendita.

Un'altra problematica riguarda il determinare l'autenticità e lo stabilire la provenienza dell'opera. La valutazione sulla provenienza dovrebbe comprendere la catena dei passaggi di proprietà, informazioni sull'attribuzione e sui luoghi dove è stata conservata. Si tratta di una valutazione particolarmente sensibile dal momento che mancanze in tal senso possono compromettere la validità del collaterale.

Oltre a ciò vi sono ulteriori tematiche come la necessità di assicurare il collaterale. Negli Stati Uniti grazie all'UCC è possibile assicurare un diritto di garanzia (*security interest*) da parte della banca con l'inserimento in un registro apposito. Allo stesso tempo però il fatto che il mutuatario possa mantenerne il possesso genera dei rischi, in primis la possibilità che esso rubi o nasconda l'opera usata come collaterale in caso d'insolvenza, il che comporterebbe una causa per recuperare il collaterale con una conseguente perdita di tempo e risorse. Ugualmente, per il creditore il fatto di ottenere anche il possesso del collaterale nel momento che è stipulato il contratto può ovviare a questo problema e permettere inoltre di avere il controllo sulle condizioni di conservazione¹⁶⁸. D'altro canto il mantenimento del possesso dell'opera risulta spesso un beneficio importante per il cliente, fattore non secondario vista l'importanza di questo servizio in termini di fidelizzazione del cliente e miglioramento dei rapporti con lo stesso.

Per quanto riguarda la valutazione del rischio nel contesto dell'*art secured lending* esso può venire riassunto in due principali categorie: il rischio finanziario, che è presente in tutte le attività di prestito, e il rischio operativo associato alla tipologia del collaterale ed è invece una peculiarità del mercato dell'arte.

Nell'attuale contesto normativo internazionale vi è la propensione da parte dei prestatori a valutare il rischio di credito futuro, anziché focalizzarsi su ciò che è avvenuto in precedenza. A riguardo si segnalano due iniziative: l'*Accounting Standards Update (ASU) 2016 – 13, Financial*

¹⁶⁸Shinnecock Partners L.P., *Creative Collateral: Lending Against Fine Art*, 2018.

Instruments – Credit Losses (Topic 326) emanato nel 2016 dal *Financial Accounting Standard Board* e il *IFRS 9 Financial Instruments* del 2014 da parte dell'*International Accounting Standards Board (IASB)*. In entrambi si stabilisce come gli accantonamenti per la perdita di crediti anziché venire registrati seguendo un modello focalizzato sulla perdita sostenuta, debbano essere registrati utilizzando un modello basato sulla perdita attesa.

In futuro, quando tali disposizioni entreranno in vigore, dunque i prestatori dovranno mettere a bilancio una riserva per la perdita prevista di credito (*Expected credit loss, ECL*) nel momento della sottoscrizione del prestito, che si basi sulle previsioni di inadempienza di credito nei dodici mesi successivi, mentre tale periodo si può estendere all'intera durata del prestito se si verifica un significativo aumento nel rischio di credito.

Il calcolo dell'ECL deve tenere in considerazione informazioni previsionali riguardo al mutuatario e il collaterale, le quali non sono sempre disponibili sul mercato dell'arte. Inoltre il concetto di aumento significativo del rischio di credito comporta la fissazione di soglie per misurarne la significatività nonché la necessità di monitoraggio attento e frequente delle informazioni previsionali. Allo stesso tempo, il valore equo del collaterale deve riflettere il valore futuro dello stesso ma anche l'impatto dei costi di vendita del collaterale in un contesto dove ulteriori variazioni vengono determinate dalla tipologia stessa del prestito, *recourse o non recourse* (nel primo caso è richiesta una più complessa valutazione). Per la standardizzazione dei processi di valutazione del rischio, l'utilizzo di algoritmi e la gestione dei *big data* possono rappresentare uno strumento importante per questo settore.

Guardando alla situazione attuale, il valore degli *art-secured loans* nel 2017 veniva stimato tra i 17 e i 20 miliardi di dollari, il che rappresenta una crescita del 13.3% rispetto all'anno precedente. Il trend degli ultimi anni sembra indicare una crescita consistente in questo mercato.

Le banche private stanno sviluppando competenze specifiche e una maggiore comprensione del mercato dell'arte e mentre esse continuano a dominare il mercato, *boutique* specializzate stanno crescendo in maniera sempre maggiore. Inoltre la soglia del 50% in termini di *loan-to-value* sta incominciando ad essere superata con alcune banche private che offrono fino al 55% e una boutique specializzata, Levart, che arriva fino al 80% *LTV* in alcuni casi. Proprio questo fattore potrebbe diventare un motivo di competizione tra le varie istituzioni coinvolte dal

momento che i collezionisti cercano le condizioni migliori quando devono ottenere liquidità dalle proprie opere d'arte.

Allo stesso tempo i collezionisti sembrano cercare mezzi sempre più sofisticati per utilizzare la propria collezione e dunque questa tipologia di servizi assume una maggiore importanza. Nel 2017 il 67% dei wealth manager sosteneva di offrire servizi di *art-lending* e *art-financing*, con una differenza tra *private banks* e *family offices*: il 70% dei primi e il 55% dei secondi. Inoltre il 63% delle banche private offre tali servizi internamente, in crescita rispetto al 52% del 2016, a differenza dei *family offices* dove il 33% ha un'offerta interna. Questi dati fanno pensare ad una maggiore attenzione nel settore del private banking per questa particolare tipologia di servizi nonostante persistano alcune problematiche, come anticipato in precedenza¹⁶⁹.

2.4 I FATTORI PRINCIPALI PER LO SVILUPPO DEL SETTORE DEGLI ART SECURED LENDING

Nel recente report stilato da *Tefaf* riguardo alle modalità di finanziamento degli operatori del mercato dell'arte¹⁷⁰, viene dato spazio, attraverso interviste a professionisti del mestiere, alla possibile evoluzione dei prestiti con arte come collaterale e ai principali fattori trainanti per lo sviluppo di tale mercato.

I fattori a livello macroeconomico che potrebbero maggiormente influenzare il settore dell'*art lending* nel breve-medio periodo sono ricondotti a cinque tematiche principali.

In primo luogo sarà determinante la crescita economica a livello globale. Nonostante il mercato dei prestiti con arte come collaterale sia quasi totalmente concentrato negli Stati Uniti, risulta comunque cruciale espandere il mercato internazionale dell'arte. La performance nei mercati dei capitali a livello mondiale rappresenta un fattore importante per influenzare il comportamento dei collezionisti.

L'espansione della base dei collezionisti poi rappresenta un ulteriore fattore chiave. La crescita degli HNWI e UHNWI a livello mondiale di cui si era trattato nel primo capitolo ha come conseguenza la crescita dei collezionisti attivi nel mercato dell'arte. Alcuni studi hanno dimostrato come le opere d'arte siano 'beni di lusso', secondo una concezione microeconomica, ossia la domanda degli stessi cresce all'aumentare del reddito. In particolare

¹⁶⁹ Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

¹⁷⁰ TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

l'elasticità della domanda di opere d'arte rispetto al reddito si attesta circa su + 1,35%¹⁷¹. Di pari passo, il livello di istruzione è elemento importante per espandere la base dei collezionisti. La crescita della base dei collezionisti comporta un maggiore interesse riguardo la possibilità di usare la propria collezione o parte di essa come collaterale.

La politica monetaria influenza il mercato dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale. Gli ultimi anni sono stati caratterizzati da un livello di tassi di interesse contenuto di cui hanno beneficiato gli operatori del settore.

Ad esempio molti collezionisti che hanno utilizzato il proprio patrimonio artistico come collaterale lo hanno fatto per sfruttare una sorta di arbitraggio: ottenere capitale ad un costo basso per poi reinvestirlo in attività più lucrative che generano un rendimento più elevato. Una crescita del tasso d'interesse peggiora il costo opportunità di mantenere attività che non generano un rendimento come l'arte, mentre allo stesso tempo aumenta il costo di utilizzare il proprio patrimonio artistico come fonte di finanziamento. Per tali ragioni, politiche monetarie più restrittive che aumentano il tasso d'interesse possono frenare la crescita del mercato dei prestiti con arte come collaterale.

La stabilità geopolitica è un ulteriore fattore macroeconomico in grado di provocare *shock* esogeni nel mercato dell'arte e di conseguenza nel mercato dell'*art secured lending*. L'opinione generale riguardo alle condizioni economiche, alla stabilità politica e ad altre problematiche di questo tipo si riflette sul mercato dell'arte. Ad esempio le tensioni internazionali sui canali commerciali, in particolare tra Stati Uniti e Cina, se si espandono la loro portata potrebbero influenzare negativamente anche il mercato dell'arte e i mercati ad esso collegati.

Infine le stesse inclinazioni dei collezionisti sono tra gli elementi da tenere in considerazione per lo sviluppo dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale. Pur non trattandosi di un fattore macroeconomico, la portata di questo elemento a livello globale può avere importanti ripercussioni.

In particolare l'evoluzione dell'idea dell'arte come una possibile *asset class* alternativa, anziché come un bene puramente estetico, concezione più diffusa e consolidata negli Stati Uniti rispetto ad altre realtà geografiche come quella europea, rappresenta un fattore chiave.

¹⁷¹Heilbrun, James e Gray, Charles, *The Economics of Art and Culture, Second Edition*, Cambridge Press, 2006.

Si tratta di un *trend* che cresce di pari passo alla crescita dei collezionisti con un'impostazione orientata ad una mentalità finanziaria e più incline a sbloccare del capitale dal proprio patrimonio artistico, senza ricorrere alla vendita.

A livello più specifico, relativo al settore dell'*art & finance*, vi sono altre tematiche da tenere in considerazione. Creare una struttura legislativa simile all'*Uniform Commercial Code* degli Stati Uniti in altre aree geografiche come l'Eurozona, la Gran Bretagna e Hong Kong sarebbe un passo avanti importante. Ciò permetterebbe di riconoscere al mutuante il proprio interesse in uno specifico *asset* tangibile, consentendo allo stesso tempo al mutuatario di mantenere il possesso dell'opera.

Come sostenuto da Evan Beard e John Arena, tra i responsabili dei servizi relativi alla gestione del patrimonio artistico del cliente rispettivamente per *US Trust* e *Bank of America*: “ *The art lending sector is almost 100% US based and there exists extraordinary demand overseas for this service. Think of all those landed estates in England full of pictures. The international growth potential of our industry is largely in the hands of EU and Asia-Pac regulators and policy makers*”¹⁷².

Un altro fattore riguarda lo sviluppo dei prestiti *non-recourse* erogati principalmente da *boutique* specializzate e dalle principali case d'asta. Negli ultimi anni si è assistito ad una crescita di questo segmento con un conseguente impatto positivo sul settore dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale. Un ulteriore sviluppo e crescita secondo tale direzione gioverebbe particolarmente a tale settore.

La crescita poi di settori come quello del *private equity*, del *real estate* e dell'*hedge fund*, comporta anche un aumento dei collezionisti appartenenti a tali settori. Tale segmento di collezionisti è tendenzialmente più propenso ad utilizzare il proprio patrimonio artistico per ottenere un finanziamento. Di conseguenza finché i suddetti settori continueranno a crescere ed espandersi, aumenterà anche la base di collezionisti interessati a questa tipologia di prestiti.

Un ulteriore elemento in grado di rafforzare il settore degli *art secured lending* ruota attorno alla maggiore disponibilità di dati relativi al mercato dell'arte. La trasparenza e la disponibilità di dati migliora le possibilità per gli operatori del mercato di espansione delle tipologie di

¹⁷²TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

collaterale, di valutare la profondità del mercato, di misurare i profili di correlazione e di tracciare le *performance* del mercato dell'arte.

Infine, ulteriori possibilità dipendono dal contesto a cui si fa riferimento. Ad esempio, negli Stati Uniti l'eliminazione dell'*1031 Like-Kind exchange provision* a seguito dell'introduzione dell'*U.S. Tax Reform Act* ha reso più costosa la vendita di opere d'arte. Da ciò ci si può aspettare una maggiore inclinazione da parte dei collezionisti ad utilizzare la propria collezione come collaterale per ottenere liquidità anziché ricorrere alla vendita in modo da evitare la tassa del 28% sulle plusvalenze da vendita di *collectibles*¹⁷³.

2.5 LA GESTIONE DEL RISCHIO NEI PRESTITI CON L'OPERA D'ARTE COME COLLATERALE

Alcuni fattori caratteristici del mercato dell'arte sono l'inefficienza, la scarsa liquidità, gli alti costi di transazione e le alte barriere all'entrata. Inoltre, data l'importanza dei gusti e valori soggettivi in tale mercato, la capacità predittiva specialmente nel lungo periodo è limitata¹⁷⁴.

Tali caratteristiche si riflettono nel mercato dei prestiti con arte come collaterale. Solo una percentuale del valore dell'opera d'arte è usata per l'erogazione di prestiti e i tassi d'interesse richiesti, anche se variano a seconda dei casi, sono generalmente elevati.

La conseguenza è un livello sub ottimale di questa tipologia di prestiti. In particolare, secondo le richieste degli accordi di Basilea, vi è la necessità da parte delle istituzioni finanziarie di stimare quotidianamente il rischio associato al collaterale e ai cambiamenti di prezzo dello stesso. La difficoltà nello stimare e monitorare i rischi associati alle fluttuazioni nel mercato dell'arte fa sì che le istituzioni finanziarie siano poco propense ad assumersi tali rischi sui propri bilanci. Nonostante lo sviluppo nel corso degli anni di indici di prezzo per il mercato dell'arte, si è ancora lontani da una procedura uniforme e ritenuta universalmente efficace¹⁷⁵.

In generale, la definizione del rischio associato all'acquisto e al possesso dell'opera d'arte dipende in primo luogo dalle motivazioni sottostanti. Nel caso di un'istituzione finanziaria la logica preponderante riguarda il rischio finanziario, ossia le variazioni monetarie e l'incertezza del risultato nel caso di vendita. Tale motivazione è la principale anche nel caso di un acquisto

¹⁷³ TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

¹⁷⁴ Pownall, Rachel, *Art-Backed Lending: Implied Spreads and Art Risk Management*, Art Market Symposium Maastricht University, 2007.

¹⁷⁵ Campbell, Rachel e Wiehnekamp, Christian, *Credit Default Swaps and an Application to the Art Market: A Proposal*, in Wagner, Niklas, *Credit Risk, Models, Derivatives, and Management*, Chapman & Hall/CRC, Financial Mathematics Series, 2008.

inteso come investimento indiretto, ricercando unicamente un apprezzamento del valore monetario. In questi casi la scarsa liquidità del mercato rappresenta una concreta minaccia e tale rischio aumenta considerevolmente durante fasi economiche negative, laddove vi è una minore disponibilità di liquidità ed è più complicato realizzare le vendite.

Se l'arte è vista invece come oggetto di un investimento diretto dove gioca un ruolo importante anche il valore di consumo intrinseco, bisogna considerare altri fattori al di fuori delle fluttuazioni monetarie. A essi sono associati dei rischi peculiari all'opera d'arte che non sono condivisi da altri *financial asset* più tradizionali. Di essi si è già accennato in precedenza, comprendono fattori di natura soggettiva e oggettiva. Nei primi rientrano ad esempio la possibilità che il collezionista non sia più interessato all'opera d'arte acquistata, mentre nei secondi l'elenco è ampio e composito. Per citarne alcuni, pensiamo ad esempio ai rischi relativi allo spostamento dell'opera, particolarmente sensibili in caso di trasporto transfrontaliero, i rischi relativi all'autenticità e alla provenienza (in questo caso si tratta di rischi sempre associati all'opera d'arte, a prescindere dalle motivazioni dell'acquisto), o ancora il rischio di un conflitto di interesse per i consulenti o i rivenditori¹⁷⁶.

Per quanto concerne il rischio associato alle fluttuazioni del prezzo, è necessario fare ulteriori considerazioni.

I valori forniti nella forma d'intervalli di stima dalle case d'asta per le vendite in programma rappresentano un'importante fonte per la stima del rischio. In particolare osservando la relazione tra i prezzi di vendita realizzati e gli intervalli di stima degli stessi prima della vendita si creano delle opportunità per comprendere il rischio associato a tale investimento. In questo caso, il rischio viene misurato grazie ad una valutazione della deviazione dei prezzi effettivi realizzati dagli intervalli di stima pre vendita.

Il focus in termini di rischio per l'acquirente è sul rischio a ribasso, ossia se il prezzo realizzato nella vendita d'asta è inferiore rispetto alle aspettative. Generalmente si ritiene che tali stime siano una fonte affidabile nonostante alcune possibili distorsioni¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Campbell, Rachel, *Art Price Risk*, in McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

¹⁷⁷ Alcune delle principali distorsioni possibili sono state studiate dalla letteratura accademica. Si sostiene che nonostante vi sia un atteggiamento generalmente imparziale da parte delle case d'asta, sia possibile rintracciare delle distorsioni verso l'alto nelle stime pre asta per le opere con quotazioni più elevate (*masterpiece effect*). La motivazione alla base dovrebbe riguardare il tentativo di ottenere commissioni più elevate dalla vendita considerando l'influenza della stima sul comportamento degli acquirenti (Mei, Jianping e Moses, Michael, *Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces*, *American Economic Review*, 92, n.5, 2002). Un'altra

Utilizzando l'*hammer ratio* (HR)¹⁷⁸ si può cogliere l'errore di distribuzione dei prezzi rispetto alle loro stime. Negli studi del mercato finanziario si utilizza la *Value-at-Risk analysis* per stimare il rischio di un certo portafoglio, ossia quantificare una stima della possibile perdita in un determinato lasso di tempo secondo un certo grado di confidenza.

È possibile stimare il *downside risk*¹⁷⁹ collegato all'investimento in arte, anche se in questo caso non è sufficiente osservare il rapporto tra prezzi di aggiudicazione e stime pre asta. L'analisi risulta ampiamente distorta se non si tengono in considerazione anche i *buy-ins* nelle vendite d'asta, ossia i casi in cui le vendite all'asta non raggiungono i prezzi di riserva dei venditori e dunque rimangono invenduti. Dunque se l'analisi si focalizza unicamente sulle opere vendute, viene totalmente omissivo il rischio che un'opera, una volta aggiudicata, rimanga invenduta¹⁸⁰.

Riguardo quest'ultima tematica, si fa riferimento all'articolo scritto da McAndrew e Thompson¹⁸¹ che incorpora anche le opere *bought-in* nella valutazione del *downside risk* e confronta i risultati ottenuti con quelli più generali che non considerano tale fenomeno.

I risultati di tale studio sono particolarmente importanti per la definizione del *loan-to-value ratio*, componente fondamentale dei prestiti con arte come collaterale. Il fatto di includere o meno i *buy-ins* nell'analisi modifica sensibilmente i risultati, laddove omettere questo fattore comporta valori del *loan-to-value* (tra il 50 e il 100%) decisamente maggiori rispetto a quelli solitamente erogati, nonché la sottostima del potenziale *downside risk*.

Affinché un'istituzione bancaria possa utilizzare un'opera d'arte come collaterale deve essere in grado di quantificare due elementi essenziali, la probabilità di insolvenza da parte del mutuuario (*default probability*) e la perdita attesa in caso di insolvenza (*loss given default*).

corrente di studi invece sostiene come sia possibile individuare un incentivo nel mantenere le stime ad un livello basso in modo da incoraggiare la partecipazione di un numero maggiore di potenziali acquirenti (a riguardo si veda ad esempio l'articolo Bauwens, Luc e Ginsburgh, Victor, *Art Experts and Art Auctions: Are Presale Estimates Fully Informative?*, *Louvian Economic Review*, 66, n.1, 2000).

¹⁷⁸ HR è definito come il rapporto tra il prezzo di aggiudicazione P e la media geometrica M tra la stima superiore e quella inferiore, cioè $HR = P/M$, dove $M = (U \cdot L)^{0.5}$.

¹⁷⁹ 'Il *downside risk* esprime una misura sintetica della frequenza e dell'intensità con cui l'investimento ha realizzato performance inferiori rispetto a quelle di un rendimento soglia prescelto. La volatilità negativa di un investimento è tanto più elevata quanto maggiore è il valore del *downside risk* che, come la volatilità complessiva, può assumere valore minimo pari a zero' (www.borsaitaliana.it).

¹⁸⁰ McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

¹⁸¹ McAndrew, Clare e Thompson, Rex, *The collateral value of fine art*, *Journal of Banking and Finance*, 31, n.3, 2007.

Nello specifico, il verificarsi dell'insolvenza del mutuatario è condizionato a due fasi; nella prima il mutuatario decide o è costretto a vendere il collaterale per ripagare il prestito, mentre nella seconda fase la vendita non è in grado di raccogliere fondi sufficienti per ripagare il debito (*collateral shortfall*). Per tale motivo si stima la probabilità del verificarsi della seconda fase e la perdita attesa in questa circostanza. Dunque, seguendo l'esempio delle strategie sviluppate nella quantificazione del rischio per il mercato immobiliare, si tengono separati tali aspetti dalla valutazione del merito di credito del mutuatario.

La valutazione del *downside risk* nel caso della monetizzazione di un asset prende come riferimento le vendite pregresse di asset simili, in tal modo si stima la coda inferiore della distribuzione empirica dei prezzi osservati rispetto ai valori di stima (nel caso delle opere d'arte, la distribuzione delle osservazioni con i valori dell'*hammer ratio*). Il problema è che in questo modo vi è la possibilità di distorsioni a causa delle vendite volontarie, laddove i venditori si riservano la possibilità di non vendere nel caso non si raggiunga il prezzo di riserva. La conseguenza è una distorsione positiva della parte inferiore della distribuzione, rispetto a una che tenga conto di tale fenomeno.

Lo studio si basa sui dati relativi a vendite d'asta tra il 1985 e il 2001 di opere d'arte rientranti nel segmento degli impressionisti francesi. Del campione considerato circa il 30% è rappresentato da *buy-ins* ed essi dunque rientrerebbero nella porzione inferiore della distribuzione di frequenza relativa al rapporto tra prezzi e stime pre vendita. Osservando tale distribuzione è evidente come non sia simmetrica ma mostri un'asimmetria a destra, inoltre dal momento che i valori dell'*hammer ratio* non possono essere negativi la distribuzione appare simile alla distribuzione lognormale. Si osserva inoltre un elevato grado di eteroschedasticità (cioè la varianza condizionata alla errore di regressione, dati i regressori, non è costante) nelle deviazioni tra i prezzi osservati rispetto ai valori di stima. Per controllare l'eteroschedasticità si convertono i dati a disposizione in rapporti (si costruisce così l'*hammer ratio*).

Nello studio si sovrappone una teorica distribuzione lognormale alle frequenze empiriche osservate, considerando anche i *buy-ins* (si veda la figura 2.1).

È possibile constatare come le marcate divergenze nelle code di tali due distribuzioni rappresentino, nel caso della distribuzione lognormale, la frequenza attesa degli *hammer ratio* nel caso in cui i *buy-ins* fossero stati venduti senza prezzo di riserva. Difatti per valori

dell'*hammer ratio* superiori a 0.86 le due distribuzioni prese in considerazione mostrano una corrispondenza notevolmente maggiore.

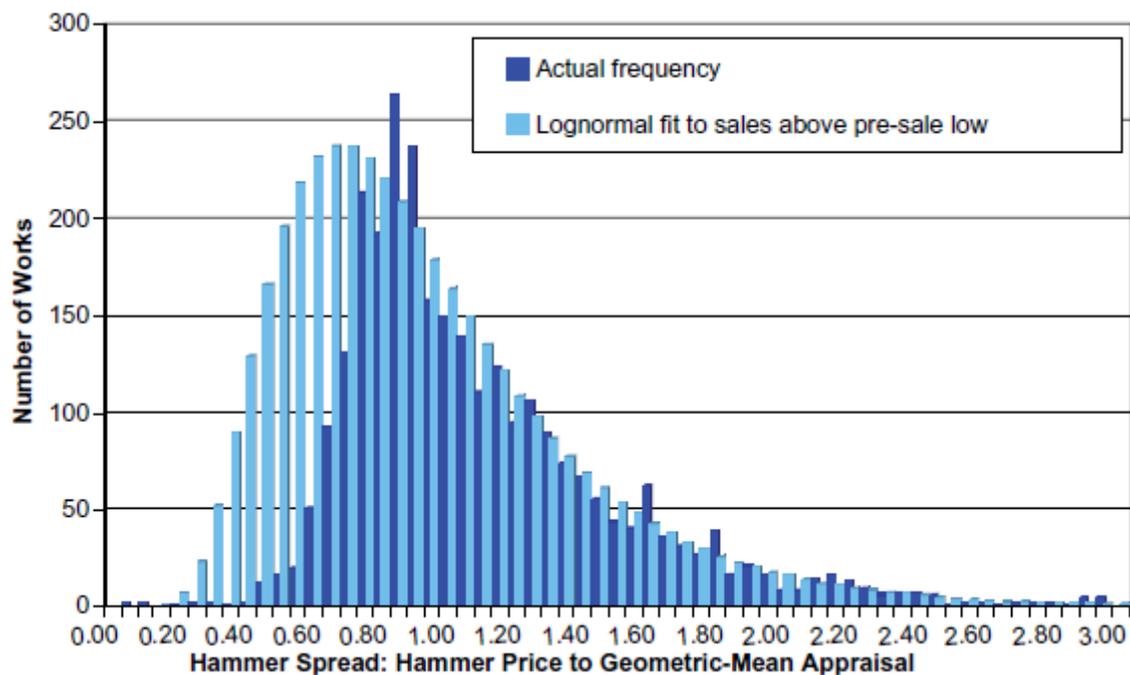


Figura 2.1: Hammer spread e distribuzione lognormale con buy-ins. Fonte: McAndrew, Clare e Thompson, Rex, The collateral value of fine art, *Journal of Banking and Finance*, 31, n.3, 2007.

Lo studio di McAndrew e Thompson (2007) procede quindi con la valutazione del *downside risk* del caso di un portafoglio composto da opere d'arte. Si testano le diverse ipotesi focalizzandosi in particolare su tre direzioni.

La prima riguarda la probabilità di un *collateral shortfall* dato un determinato livello di *loan to value ratio* (in questo caso del 60%) e come tale probabilità vari in base all'aumentare del numero di opere usate come collaterale. Così facendo, si misura la probabilità che un prestito del valore pari al 60% della stima originale dell'opera, in caso di liquidazione immediata del portafoglio di opere usate come collaterale, non riesca a generare ricavi sufficienti per coprire completamente il debito.

La seconda direzione invece osserva le diverse percentuali di LTV in base al numero di opere usate come collaterale per una probabilità di *shortfall* pari all'1%.

La terza direzione misura la percentuale del valore del prestito che si perde se il portafoglio viene liquidato (*loss given default*), calcolata in base ad una probabilità di *shortfall* dell'1%.

In base a tale strutturazione è immediato constatare delle sensibili differenze nei parametri considerati se s'incorporano o meno i *buy-ins*.

Inoltre un discorso analogo vale anche per il numero di opere usate come collaterale, laddove un numero maggiore fornisce una maggiore copertura. Per quanto concerne quest'ultima tematica, vi sono delle sensibili variazioni se si ipotizza che tali opere siano tra loro correlate o meno.

Ad esempio, senza correlazione tra le opere che compongono il collaterale, la probabilità di una perdita con un LTV pari al 60% e una sola opera usata come collaterale si attesta circa al 4% se non si considerano i *buy-ins*, mentre sale approssimativamente al 30% se si aggiungono i *buy-ins* all'analisi. Allo stesso tempo, se il portafoglio è composto da cinque opere, per un LTV sempre del 60%, la probabilità di una perdita è praticamente nulla (0.01%) se si omettono i *buy-ins*, ma anche incorporando i *buy-ins* risulta comunque fortemente ridotta rispetto al caso precedente (14.2%).

Invece l'analisi produce risultati differenti se si ipotizza una correlazione positiva negli errori dei prezzi delle opere usate come collaterale, il che riduce significativamente gli effetti della diversificazione.

Per fare un esempio, con una correlazione pari a 0.5, un portafoglio composto da cinque opere e con un LTV al 60% presenta una probabilità di subire una perdita pari all'1.3% ignorando i *buy-ins* e pari al 26.2% considerando anche i *buy-ins*.

Gli autori quindi per completare lo studio, aggiungono alla loro trattazione anche una serie temporale al fine di considerare le variazioni dei valori delle opere nel tempo. Si tratta di un passaggio necessario nel momento in cui si considerano prestiti con una durata non esigua. I risultati con questo passaggio rimangono comunque in linea con quelli esposti in precedenza e non si riscontrano grandi differenze anche incorporando una serie temporale.

I risultati complessivi dello studio sembrano evidenziare come l'arte, quando usata come collaterale, rappresenti un *asset* più rischioso rispetto ad alternative di investimento più tradizionali. Vi sono comunque delle considerazioni ulteriori, in primis il fatto che lo studio si restringa all'eventualità di una perdita per il creditore nel caso in cui il portafoglio dei collateralizzati venga liquidato sul mercato.

Invece, come si è anticipato all'inizio del paragrafo, la probabilità di una perdita nel prestito è la probabilità congiunta della decisione di liquidare il collaterale, associabile alla probabilità di default del mutuatario, e della probabilità che una volta liquidato non sia in grado di coprire il prestito (*shortfall*).

Si tratta di due aspetti generalmente scarsamente correlati nel caso dell'*art lending*; difatti gli *asset* che presentano una correlazione elevata tra questi due fattori, solitamente si caratterizzano per un elevato grado di accuratezza e precisione rispetto al valore del collaterale immediatamente prima di una vendita. Questo non è il caso del mercato dell'arte in cui è particolarmente complicato fare previsioni esatte su queste specificità.

Per tali motivi la probabilità di una perdita risulta essere più contenuta rispetto a quanto riportato dagli autori nel lavoro in questione. Allo stesso tempo però, bisogna considerare come il settore considerato, quello degli Impressionisti francesi, rientri tra i generi più popolari e dunque dotati di un grado maggiore di liquidità e trasparenza dell'intero mercato dell'arte, il che comporta un minor grado di rischio. Proprio in virtù dell'elevato grado di eterogeneità nel mercato dell'arte, è lecito attendersi risultati diversi in base agli artisti e ai generi considerati.

In conclusione si può asserire come i valori del *loan to value* generalmente in vigore nel mercato degli *art secured lending* trovino corrispondenza con quanto indicato in tale studio, il quale giustifica l'approccio conservativo tendenzialmente adottato¹⁸².

Per ottenere una panoramica più completa ed esaustiva dei rischi connessi ai prestiti con l'opera d'arte come collaterale facciamo riferimento ad un recente articolo¹⁸³ degli autori Ventura Charlin e Arturo Cifuentes. In esso si esplorano ulteriormente tali tematiche, strutturandole in maniera più organica rispetto ai lavori di altri autori.

Un contributo ulteriore rispetto all'analisi di McAndrew e Thompson presentata in precedenza sta nell'aver considerato esplicitamente nella propria analisi anche il rischio di insolvenza (*default probability*) del debitore. Inoltre gli autori cercano di dare un'impostazione formale dell'*art-secured lending* secondo la prospettiva della valutazione e della gestione del rischio. Charlin e Cifuentes (2019) adottano un approccio differente rispetto a quello usato da McAndrews e Thompson (2007) per quanto concerne la definizione del rischio negli *art-secured lending*, il che in parte spiega le differenze nei risultati dei due studi.

Il rischio affrontato dal creditore viene strutturato secondo tre principali fonti di rischio, ossia il rischio di valutazione (*valuation risk*), il rischio di mercato (*market risk*) e il rischio di

¹⁸²McAndrew, Clare e Thompson, Rex, *The collateral value of fine art*, Journal of Banking and Finance, 31, n.3, 2007.

¹⁸³Charlin, Ventura e Cifuentes, Arturo, *A Risk-Assessment Framework for Art-Secured Lending*, Working Paper, Columbia University, 2019.

insolvenza (*credit risk* o *default probability*). Tali entità devono essere prese in considerazione per poter effettuare un'analisi sul rischio del modello. Esse vanno affrontate separatamente per poterne cogliere le peculiarità.

Gli autori formulano il problema della definizione dei rischi negli *art secured lending* secondo la seguente impostazione.

In $t = 0$ il mutuante effettua il prestito al mutuatario con un'opera d'arte come collaterale (un dipinto in questo caso). L rappresenta il valore del prestito e δ rappresenta il tasso di interesse del prestito. Alla scadenza del periodo di prestito ($t = T$) il mutuante deve pagare $L + \delta$. In caso di insolvenza del debitore, il creditore vende il collaterale per ripagare il prestito. Se l'opera viene venduta ad una cifra inferiore rispetto a $L + \delta$, il creditore affronta una perdita, mentre se l'opera supera tale soglia il creditore deve versare al debitore originale la differenza tra il prezzo di vendita e $L + \delta$.

Il valore del dipinto in $t = 0$ è designato come x_0 , il valore in T come x_T . Tra le assunzioni del modello rientra la possibilità di descrivere il profilo del rischio di credito del debitore secondo una probabilità di default p . Si assume inoltre che δ incorpori i costi di transazione e che siano già stati accertati i problemi legali e relativi all'autenticazione.

Senza default il creditore riceve un saldo $PY_T = L + \delta$; se si considera uno scenario con il default, il creditore riceve $PY_T = \text{Min} \{L + \delta, x_T\}$. Dunque la perdita in caso di default in T (*loss given default*, LGD) è pari a $(L + \delta) - \text{Min} \{L + \delta, x_T\}$. Il profitto si configura come la somma PY_T ricevuta in T meno l'ammontare del prestito (L) mentre il rendimento è $(PY_T/L) - 1$.

Il rischio di valutazione si riferisce all'accuratezza della valutazione in $t = 0$. Partendo dal presupposto che l'evidenza empirica ha dimostrato come le stime degli esperti siano uno strumento affidabile¹⁸⁴, tipicamente le stime sono una media di due valori: una stima inferiore (α) e una stima superiore (β). Dal momento che in media i dipinti sono venduti per valori molto vicini al centro di tale intervallo, risulta sensato assumere che il valore del dipinto, rappresentato dalla variabile aleatoria x_0 , si distribuisca secondo una funzione di probabilità normale $x_0 \sim N(\mu_0, \sigma_0)$ dove μ_0 è la media di α e β . Il valore di σ_0 può essere scelto in modo da riflettere il grado di confidenza riguardo alla stima degli esperti.

¹⁸⁴ Ashenfelter, Orley e Graddy, Kathrin, *Auctions and the Price of Art*, Journal of Economic Literature, 41, 2003.

Il rischio di mercato riguarda la possibilità che, una volta verificatasi l'insolvenza del debitore, il prezzo di vendita del dipinto non riesca a coprire l'ammontare dovuto. Esso è associabile al *shortfall risk* utilizzato da McAndrew e Thompson (2007).

Il valore del dipinto in T non dipende unicamente da x_0 ma anche dall'evoluzione dei prezzi dell'opere dell'artista durante la durata del prestito. Quindi $x_T = x_0 (1 + R)$, dove R , variabile aleatoria, rappresenta il rendimento associato all'artista durante il periodo del prestito $(0, T)$. Gli autori spiegano come l'idea di stimare R seguendo qualche *art index* come suggerito da McAndrew e Thompson (2007)¹⁸⁵ nell'articolo sopracitato, per quanto interessante, potrebbe non essere la strategia più adeguata. Gli indici del mercato dell'arte sono ancora da sviluppare se confrontati con gli indici dei prezzi di altri mercati: spesso si basano su metodologie non totalmente trasparenti e non di rado sono promossi da aziende non prive di conflitto di interesse.

Oltre a queste considerazioni, la motivazione principale per non fare affidamento su tali indici sta nel fatto che essi in genere riflettono le dinamiche di un segmento specifico del mercato dell'arte, mentre nel caso in esame bisogna stimare il rendimento di un artista specifico e non il rendimento medio di un qualche segmento di mercato.

Difatti alcuni studi hanno dimostrato come sia possibile per singoli artisti deviare significativamente rispetto al segmento di appartenenza¹⁸⁶, dunque i rendimenti per il singolo artista dovrebbero essere stimati in base ai dati effettivi dello stesso. Non sorprende constatare come gli *art secured lending* si basino su artisti affermati e con un elevato grado di commerciabilità e dunque con una dotazione sufficiente di dati su cui fare riferimento (pensiamo ad esempio alle vendite in asta).

Seguendo tali considerazioni, secondo Charlin e Cifuentes (2019) un approccio più prudente sta nel considerare tutte le vendite dell'artista in questione per un periodo di tempo sufficiente e stimare il rendimento adottando l'approccio della regressione edonica oppure un approccio basato sull'*Adjusted Present Value*.

Si assume che i rendimenti stimati siano: r_1, \dots, r_N , dove N è il numero dei periodi supportati dai dati a disposizione.

¹⁸⁵ McAndrew, Clare e Thompson, Rex, *The collateral value of fine art*, Journal of Banking and Finance, 31, n.3, 2007.

¹⁸⁶ Renneboog, Luc e Spaenjers, Christophe, *Buying beauty: on prices and returns in the art market*, Management Science, 59, 2013.

In base a tali informazioni sono possibili due opzioni principali: assumere che R si distribuisca come una normale, $R \sim N(\mu_R, \sigma_R)$ con media e deviazione standard calcolate da r_1, \dots, r_N ; oppure i dati a disposizione $\{r_1, \dots, r_N\}$ come base per effettuare una simulazione non parametrica, dove appunto non si assume l'ipotesi che i dati siano distribuiti secondo una normale.

Si consideri ora il rischio di insolvenza, la probabilità di default del mutuatario è indicata con p . Si assume che il creditore abbia effettuato una valutazione della salute finanziaria del mutuante secondo i parametri tradizionali (*FICO score*, affidabilità delle fonti di liquidità, rapporto tra debito e reddito, ecc.) e dunque che sia in grado di associare il profilo di credito del debitore ad una delle categorie utilizzate dalle agenzie di rating (AAA, AA, A, BBB, BB o B). Si tratta di un'operazione simile a quelle condotte dalle banche quando devono emettere un prestito ad un cliente del ramo aziendale.

Così facendo si può descrivere il rischio di insolvenza del debitore attraverso la probabilità media di default μ_p , che corrisponde ad un determinato rating, e attraverso la deviazione standard σ_p , in base alle informazioni storiche fornite dalle agenzie di rating, dunque si assume che $p \sim N(\mu_p, \sigma_p)$.

Affrontati i tre principali rischi del modello in questione, gli autori utilizzano la simulazione di Montecarlo al fine di stimare i principali valori rilevanti, ossia i valori attesi della perdita e le sue deviazioni standard, il saldo, la probabilità della perdita, il rendimento, il LGD, così come il VaR e il C-VaR (*Conditional Value-at-Risk*)¹⁸⁷.

Nel modello originale proposto dagli autori vi è un'unica opera d'arte usata come collaterale; ma il modello può essere generalizzato anche al caso in cui il collaterale sia composto da un insieme di opere di artisti diversi.

¹⁸⁷La simulazione numerica prevede i seguenti passaggi, (Charlin, Cifuentes (2019)):

- Prendere x_0^* (un'osservazione del valore del dipinto in $t = 0$), con un campionamento da $N(\mu_0, \sigma_0)$;
- Prendere un'osservazione R^* , per il rendimento, o con (a) un campionamento da $N(\mu_R, \sigma_R)$ oppure con (b) se si sceglie un approccio non parametrico, un campionamento da $\{r_1, \dots, r_N\}$, attraverso il *bootstrap*;
- Calcolare $x_T^* = x_0^*(1 + R)$, un'osservazione del prezzo in T ;
- Prendere da $N(\mu_p, \sigma_p)$, p^* , un'osservazione della probabilità di default del debitore;
- Prendere da $U [0, 1]$, un'osservazione u^* ;
- Se $u^* \geq p^*$ allora il debitore non risulta insolvente e in T il creditore riceve: $PY_T = L + \delta$ (la perdita è nulla);
se invece $u^* < p^*$, allora: $PY_T = \text{Min} \{L + \delta, x_T^*\}$ e $\text{LGD} = L + \delta - PY_T$.

Dopo aver affrontato le principali problematiche in termini di valutazione e gestione del rischio nel caso dei prestiti con arte come collaterale, gli autori effettuano una serie di applicazioni empiriche per testare la solidità del modello.

In particolare vengono condotte delle simulazioni considerando sia il caso di un solo dipinto come collaterale (un'opera dell'artista Roberto Matta), sia il caso di un insieme di dipinti usati come collaterale; in quest'ultimo caso si ipotizzano quattro dipinti di quattro artisti diversi, Pierre-Auguste Renoir, Pablo Picasso, Gerhard Richter e Zao Wou-Ki.

Nella prima situazione considerata si ha un dipinto stimato tra 700.000 e 1.2 milioni di dollari, con prestito biennale pari a $L = 500.000 \$$ e tasso di interesse annuo del 12% (dunque $L + \delta = 627.200 \$$). Il LTV con riferimento al valore medio della stima si attesta al 52,63%. Si tratta di parametri che corrispondono ad un contratto tipico di prestito con un'opera d'arte come collaterale.

Il profilo creditorio del debitore si ipotizza rientrare nel rating B, che, seguendo i valori riportati da *Moody's*, si esplicita con $\mu_p = 0,1113$ e $\sigma_p = 0.037$ e dunque $p \sim N(0,1113, 0.037)$.

Le simulazioni condotte secondo il modello Monte Carlo mostrano alcuni importanti risultati. Le simulazioni rivelano una posizione molto solida per il creditore: la perdita attesa complessiva è di circa 3.000\$, decisamente contenuta se si considera l'ammontare del prestito; la probabilità di affrontare una perdita è bassa (circa del 2%); la somma attesa in caso di default (quasi 600.000\$) comporta un rendimento di circa il 20%.

L'intervallo di confidenza al 99% del VaR e del C-VaR, rispettivamente $-131.727\$$ e $-252.766\$$, conferma tale situazione.

Il LTV del 53,63% fornisce un'ampia protezione per il creditore, difatti modificando i parametri chiave come il LTV, la probabilità di default del debitore e il rendimento dell'artista, il primo elemento è quello di gran lunga più rilevante sia per il rendimento del creditore che per la probabilità di una perdita dello stesso. Contemporaneamente le variazioni riguardo al profilo di default del debitore sono le meno influenti per l'impatto sul modello.

Interessante poi notare come la variazione del grado di confidenza riguardo alla stima degli esperti influenzi i risultati del modello. Si era ipotizzato una probabilità del 60% riguardo al fatto che l'effettivo valore del dipinto cadesse nell'intervallo di stima (da cui $\sigma_0 = 297.000$); anche considerando la possibilità di un elevato errore di stima, il creditore può aspettarsi un rendimento comunque superiore al 20%. Dunque, dal punto di vista del creditore, i prestiti

con l'opera d'arte come collaterale, secondo i parametri considerati, sembrano essere un'attività attrattiva capace di combinare un basso rischio e rendimenti elevati.

Nel secondo caso che prevede un portafoglio composto da quattro opere come collaterale, pur mantenendo lo stesso debitore, si investigano gli effetti della correlazione tra le opere usate come collaterale sull'esposizione al rischio per il creditore.

Anche in questo caso si possono osservare delle tendenze generali analoghe a quelle del caso precedente, con il creditore che occupa una posizione solida: la perdita attesa complessiva risulta decisamente modesta rispetto all'ammontare del prestito, così come la probabilità di incorrere in una perdita, e allo stesso tempo la perdita attesa dato il default risulta a sua volta molto contenuta.

Una differenza tra i due casi considerati riguarda i benefici della diversificazione nel secondo esempio. Nonostante un valore di correlazione medio non particolarmente basso (48%), i valori attesi di tutti i risultati considerati sono migliori rispetto al primo esempio. Il VaR con un livello di confidenza del 99% è pari a zero. In tal modo si riduce fortemente il rischio di esposizione del creditore.

Si può quindi asserire come il modello considerato può fornire strumenti utili per la gestione del rischio per il creditore, per l'entità regolatrice o per il responsabile della supervisione del rischio finanziario nell'organizzazione del creditore. Tali considerazioni sono ulteriormente rafforzate nel momento in cui si considera che le nuove regole relative alla gestione del rischio per i bilanci delle società finanziarie si stiano orientando verso l'approccio della 'perdita attesa', che prevede la necessità di stimare, nel momento in cui si eroga un prestito, la propria esposizione potenziale¹⁸⁸.

2.6 LE TIPOLOGIE DEGLI ART SECURED LENDING

Riguardo ai prestiti con l'opera d'arte come collaterale, vi sono varie tipologie di prestiti afferenti a questa sfera. I servizi esposti di seguito vengono trattati secondo la prospettiva degli operatori del mercato dell'arte come *art dealer* e gallerie ma i risultati sono generalmente estendibili anche ad altri soggetti come clienti privati che vogliono sfruttare la propria collezione con finalità diverse.

¹⁸⁸Charlin, Ventura e Cifuentes, Arturo, *A Risk-Assessment Framework for Art-Secured Lending*, Working Paper, Columbia University, 2019.

Una differenza importante tra finanziamenti a clienti privati e a operatori del mercato dell'arte nel momento in cui si utilizzano delle opere d'arte come collaterale, al di fuori delle considerazioni sulla soddisfazione di clienti HNWI o UHNWI, sta proprio nella tipologia del collaterale. Solitamente nel caso di prestiti a clienti privati, il collaterale è composto da un numero limitato di opere d'arte il che permette alle entità erogatrici del prestito, in particolare nel caso di istituzioni bancarie, di adottare una serie di pratiche per mitigare il rischio collegato al collaterale. Nel caso invece di *art dealer* o gallerie, si utilizzano spesso gli inventari degli stessi, molto più ampi e mutevoli rispetto al caso precedente, il che rende decisamente più complicato effettuare le consuete valutazioni e procedure nel momento in cui si deve stimare il livello di rischio del finanziamento¹⁸⁹.

Il caso più semplice di prestito con arte come collaterale sono i *term loans*. Si tratta di un prestito solitamente di una durata tra i sei mesi e i tre anni con una specifica struttura di pagamento del prestito e tassi che possono essere fissi o variabili. I vantaggi associati a questa tipologia di prestito riguardano in primis la creazione di liquidità da un inventario e/o da un capitale inutilizzato; ciò incrementa il potere d'acquisto per le acquisizioni di altre opere d'arte. Tendenzialmente non vi è la necessità di vendere l'opera usata come collaterale a differenza di altri prodotti di finanziamento. Per un professionista del mestiere poi tale tipologia di prestiti rappresenta un'opportunità per gestire le tempistiche delle vendite, della dotazione di liquidità e così via.

Il *prestito ponte (bridging loan)* rappresenta una modalità per sbloccare liquidità nel breve termine mentre si attende di concludere la transazione di vendita di una singola opera o di una collezione. La durata è breve, solitamente da uno a sei mesi e riguarda sia vendite private che in asta. Tendenzialmente si tratta di prestiti più costosi rispetto ad alternative di più lunga durata ma che hanno comunque la possibilità di incrementare la liquidità e il potere d'acquisto del mutuante nel breve periodo. Tali prestiti vengono ripagati nel momento in cui il collaterale viene venduto.

Un altro strumento di finanziamento in grado di generare liquidità sono i *sale advance loans*. Anche in questo caso si fa riferimento ad un'opera d'arte che deve essere venduta. Alcuni mutuanti sono disposti ad offrire un anticipo fino al 70% del prezzo di riserva dell'opera in

¹⁸⁹ TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

questione. Ciò significa che il mutuatario può ricevere una significativa porzione dei ricavi attesi dalla vendita anche se la vendita sarà effettuata dopo settimane o mesi.

L'apertura di un *credito rotativo* rappresenta un'ulteriore opzione. Essa consente al cliente di utilizzare opere d'arte come collaterale per stabilire una struttura di prelievo che può essere usata a sua discrezione e per qualsiasi scopo. Di solito si stipula un accordo per stabilire le modalità e le somme che possono essere prelevate in qualsiasi momento, come ad esempio il valore minimo del portafoglio di collaterali. Gli interessi vengono calcolati in base al valore del prelievo ogni volta che lo si effettua. In tal modo il patrimonio artistico del cliente può essere usato integralmente, con una disponibilità di credito che aumenta nel momento in cui si aggiungono altre opere come collaterale.

Infine, il *sale and leaseback* (vendita con patto di locazione) è un'altra possibilità di finanziamento e una modalità per ottenere liquidità. Secondo tale modello, il cliente vende l'opera al finanziatore il quale a sua volta lo assegna in locazione al cedente. In tal modo quest'ultimo da proprietario del bene diventa il suo utilizzatore. La locazione al cedente avviene per un periodo determinato di tempo e in cambio di un pagamento mensile. L'utilizzatore, come avviene nei contratti di *leasing*, ha l'opzione di riacquistare il bene in questione in qualsiasi momento durante la durata del *leasing*¹⁹⁰.

2.7 ESEMPI DI ISTITUZIONI SPECIALIZZATE NEGLI ART SECURED LENDING

In questo paragrafo si riportano alcune delle principali *boutique* finanziarie specializzate negli *art secured lending* in base alle informazioni dichiarate dalle stesse aziende riguardo le caratteristiche di tali servizi.

- Artemus¹⁹¹
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *Art Loan (term loan)* e *Sale-Leaseback*
 - TASSI DI INTERESSE: inferiori al 10%
 - DURATA: *Sale-Leaseback* > 5 anni; *Art Loan* tra i 6 mesi e i 2 anni
 - NON-RECOURSE LOAN
 - POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: solo per i *Sale-Leaseback*, non per gli *Art loan*

¹⁹⁰ TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

¹⁹¹ www.artemus.com.

- VALORE: LTV tipicamente tra 40-50%
- TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: tutti i segmenti, dagli *Old Masters* all'arte contemporanea ma con un'attenzione alla liquidità del segmento in questione
- Athena Art Finance¹⁹²
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *Secured Term Loan*, Prestiti ponte, Finanziamento per le acquisizioni
 - TASSI DI INTERESSE: variabili in base all'opera d'arte usata come collaterale
 - DURATA: fino a 5 anni
 - NON-RECOURSE LOAN
 - POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: eventualmente solo se la collezione è negli Stati Uniti
 - VALORE: valore minimo del prestito fissato a un milione, LTV fino al 50%
 - TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: focus su artisti *blue-chips*
- Borro¹⁹³
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *Secured Term Loan* e Prestiti ponte
 - TASSI DI INTERESSE: per i *term loan* a partire dallo 0.99%, per i prestiti ponte a partire dal 2.99%
 - DURATA: *term loan* tra i 3 e i 24 mesi; prestiti ponte tra i 6 e i 12 mesi
 - NON-RECOURSE LOAN
 - POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: Borro offre tale possibilità ai suoi clienti ma con delle differenze per quanto concerne i parametri del prestito, ad esempio il valore minimo deve essere di 250.000 dollari.
 - VALORE: valore minimo del prestito fissato a 100.000 dollari, LTV tra il 40-50%
 - TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: Post-War & Contemporary Art, Impressionist & Modern Art, Prints & Multiples, Modern & Post War British Art, American Art, 19th Century European Paintings, Victorian, Pre-Raphaelite & British Impressionist Art.

¹⁹² www.athena-art.com.

¹⁹³ www.borro.com.

- Fine Art Group¹⁹⁴
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *term loan* e *advance loan*
 - TASSI DI INTERESSE: variabili in base al caso specifico, tipicamente inferiori al 10%
 - DURATA: da tre mesi a tre anni
 - NON-RECOURSE LOAN
 - POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: no, il collaterale deve essere depositato in una delle strutture apposite presenti in varie città (Londra, Ginevra, New York, Hong Kong o Singapore). In alcuni casi è possibile esibire l'opera in un museo durante la durata del prestito
 - VALORE: valore minimo dell'opera usata come collaterale fissato a un milione di dollari, LTV fino al 50%
 - TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: opere dal 1400 ai giorni nostri purché con un elevato grado di commerciabilità
- Levart¹⁹⁵
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *term loan*
 - TASSI DI INTERESSE: da 2.93% (tendenzialmente tasso d'interesse semplice mensile del 4%)
 - DURATA: 4 mesi estendibili
 - NON-RECOURSE LOAN
 - POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: no, l'opera viene presa in consegna dalla società erogatrice del prestito e rimane in deposito presso magazzini specializzati per la durata del prestito
 - VALORE: il valore minimo dei prestiti è di 5.000 dollari, mentre il valore massimo (per singola opera) è di un milione; il LTV varia tra il 25% e l'80%.
 - TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: di tutti i segmenti dell'arte, purché siano stati oggetto di almeno tre vendite in passato nelle principali case d'asta
- MyBridgeNow¹⁹⁶
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *term loan*

¹⁹⁴ www.fineartgroup.com.

¹⁹⁵ www.levart.com.

¹⁹⁶ www.mybridgenow.com.

- TASSI DI INTERESSE: dal 3%
- DURATA: 30 giorni ma con possibilità di estensioni
- NON-RECOURSE LOAN
- POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: no, l'opera viene presa in consegna dalla società erogatrice del prestito e rimane in deposito presso magazzini specializzati per la durata del prestito
- VALORE: ammontare del prestito compreso tra 5.000 e 500.000 dollari
- TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: non vengono segnalate particolari restrizioni
- Tpc Art Finance¹⁹⁷
 - TIPOLOGIA DI PRESTITI: *term loan, auction advances, acquisition financing*
 - TASSI DI INTERESSE: variabili in base al singolo caso, tendenzialmente inferiori al 15%
 - DURATA: da 1 a 3 anni
 - NON-RECOURSE LOAN
 - POSSIBILITA' PER IL MUTUATARIO DI MANTENERE IL POSSESSO DELL'OPERA: no, l'opera viene presa in consegna dalla società erogatrice del prestito e rimane in deposito presso magazzini specializzati per la durata del prestito
 - VALORE: valore del prestito tra 250.000 dollari e 5 milioni di dollari, LTV del 50%
 - TIPOLOGIA DI OPERE TRATTATE: tutti i segmenti purché con un sufficiente grado di commerciabilità

¹⁹⁷ www.tpcartfinance.com.

CAPITOLO III

LO STRUMENTO DERIVATO DEGLI *ART CREDIT DEFAULT SWAPS*

3.1 GLI STRUMENTI DERIVATI NEL MERCATO DELL'ARTE

Gli strumenti derivati svolgono un ruolo primario nei mercati finanziari. Si tratta di contratti il cui valore è determinato in base al valore di un altro asset, detto *sottostante* (o *underlying*). Vi sono due tipologie di derivati: finanziari o *commodity*. Nel primo caso l'asset sottostante è rappresentato da un asset finanziario, come azioni, valute, indici, tassi d'interesse, ecc.; nel secondo caso l'asset sottostante è un bene come l'oro, il petrolio e così via.

La finalità principale dei derivati, così come la *ratio* alla base della loro esistenza, sta nella copertura del rischio finanziario, attraverso la diversificazione ed allocazione del rischio verso soggetti più propensi ad assumerlo. Oltre a ciò essi offrono delle opportunità in termini di arbitraggio e speculazione.

Per quanto concerne le diverse tipologie di prodotti derivati, vi sono quattro strumenti derivati principali: *futures*, *forwards*, *options* e *swaps*. I *futures* sono contratti standardizzati che impegnano il compratore ad acquistare o vendere l'asset sottostante ad un prezzo predeterminato e ad una data specifica. I *forwards* sono simili ai *futures* con la differenza di essere meno standardizzati, essi vengono strutturati in base alle esigenze degli utilizzatori. Le *options* sono contratti che danno all'compratore il diritto di acquistare o vendere l'asset sottostante ad un certo prezzo nel futuro. Gli *swap* invece sono contratti che tendenzialmente prevedono lo scambio di flussi monetari futuri di solito in base a tassi d'interesse (*interest rate swaps*) o valute diverse (*currency swaps*)¹⁹⁸.

Gli strumenti derivati nel mercato dell'arte, gli *art derivatives*, sono dei contratti che utilizzano il mercato dell'arte, oppure opere specifiche, come asset sottostante. Al giorno d'oggi comunque l'utilizzo di *art derivatives* non può considerarsi una pratica diffusa.

Un esempio di potenziali derivati nel mercato dell'arte sta nell'utilizzare come asset sottostante i prestiti con l'opera d'arte come collaterale in modo tale da coprire l'esposizione

¹⁹⁸ Hetamsaria, Nupur e Kaul, Vivek, *All you wanted to know about derivatives*, www.rediff.com, 2005.

del prestatore¹⁹⁹. Tale pratica è rinvenibile nel modello teorico degli *Art Credit Default Swaps* su cui ci si focalizzerà in questo capitolo. Prima di procedere con l'analisi di tale strumento finanziario, si propone una breve trattazione riguardo agli altri esempi che rientrano nel campo degli *art derivatives*.

L'idea di strutturare degli strumenti derivati in questo settore specifico si collega alle potenzialità dell'investimento in arte con una finalità orientata sul rendimento finanziario anziché (o non solamente) sul valore estetico. Le caratteristiche dell'investimento in arte presentano diversi benefici e limitazioni, come si è già accennato nei capitoli precedenti.

In particolare tra gli aspetti positivi di tale investimento rientra il potenziale in termini di diversificazione del portafoglio, specialmente per limitare la volatilità nel lungo termine, grazie alla capacità di mantenimento del prezzo e ad una bassa correlazione con altre classi di asset più tradizionali.

Inoltre il mercato dell'arte sembra mostrare una flessione nelle performance nel momento in cui si affrontano cicli economici con bassa inflazione e crescita debole, cioè nelle esatte circostanze in cui i rendimenti azionari tradizionalmente sono particolarmente elevati. Ciò significa una maggiore diversificazione rispetto a diversi scenari economici²⁰⁰.

Se si considera poi che il lato della domanda nel mercato dell'arte si concentra nelle mani di HNWI in primis e quindi di *dealers*, aziende e musei, gli investimenti in arte sono relativamente impermeabili rispetto alle fluttuazioni che riguardano fasce di reddito meno elevate. A tali considerazioni se ne aggiungono altre, come ad esempio i vantaggi fiscali che si hanno in alcuni paesi riguardo all'operare in tale settore²⁰¹.

Per tali ragioni si stima come, secondo la teoria moderna della gestione del portafoglio, gli investitori dovrebbero dedicare tra il 5 e il 7% dei propri portafogli all'investimento in arte²⁰². Allo stesso tempo, vi sono alcune problematiche intrinseche in questa tipologia di investimenti. Ad esempio la liquidità risulta una questione di primaria importanza da tenere in considerazione.

Molto spesso gli investimenti in arte sono mediati da un fondo d'investimento apposito che, come si è visto, gestisce un portafoglio di opere d'arte. Nel momento in cui il periodo di

¹⁹⁹ Neil, Jonathan, *Derivative Work*, ArtReview Asia, 2015.

²⁰⁰Robertson, Iain e Chong, Derrick, *The Art Business*, Routledge, 2008.

²⁰¹Quattrocchi, Laura e Strati, Francesco, *Art & Finance: Fine Art Derivatives*, Atti della Accademia Peloritana dei Pericolanti, 92, 2014.

²⁰²Sun, Xiaojie et alii, *The models of fine art derivative*, working paper, 2017.

investimento termina, inizia il processo di vendita che rappresenta una fase particolarmente delicata e complessa: se si affrontano difficoltà inaspettate nel processo di vendita si può essere costretti a cedere parte delle opere a prezzi inferiori rispetto alla soglia pensata, il che può portare a perdite significative nell'investimento.

I costi di transazione poi possono essere molto elevati tanto da arrivare ad una percentuale tra il 10 e il 20% del prezzo di aggiudicazione nel caso sia venduto tramite l'asta, discorsi analoghi valgono anche per le vendite private. A questi fattori se ne aggiungono altri come un elevato grado di opacità, la scarsa regolamentazione e il problema del conflitto di interesse²⁰³.

Non è possibile tratteggiare un quadro organico gli *art derivatives* dal momento che lo sviluppo attuale di tali iniziative non lo consente; semmai è possibile riportare alcuni casi specifici e le principali proposte teoriche su questo argomento.

Riguardo al contributo da parte della letteratura accademica, un spunto interessante è fornito dal lavoro dei professori Laura Quattrocchi e Francesco Strati²⁰⁴.

Essi focalizzano il proprio studio sulle fluttuazioni dei prezzi di un'opera d'arte in termini di volatilità di un singolo artista e propongono un modello volto a fornire una copertura contro la volatilità del grado di fiducia nel mercato dell'arte. L'idea è quella di cogliere l'opinione degli esperti del settore riguardo l'andamento futuro di determinati segmenti del mercato dell'arte. Il mercato dell'arte più che essere influenzato dalla volatilità di fattori come il tasso d'interesse, è vulnerabile ad altre specificità come ad esempio il grado di fiducia degli investitori rispetto ad un certo artista o verso il mercato dell'arte di per sé: un elevato livello di fiducia rispetto al futuro comporta anche un maggiore grado di rendimento per l'investimento.

Per tale motivo fornire una copertura (*hedging*) contro il mercato dell'arte vuol dire principalmente fornire una copertura rispetto alla volatilità del grado di fiducia del mercato stesso, il che si definisce *alpha hedging*.

Per stimare il grado di fiducia si utilizza l'*ArtTactic Art Market Confidence Index (AAMCI)*: si tratta di un indice che misura la fiducia del mercato rispetto a rami specifici del mercato stesso. Ad esempio, si è costruito un indice relativo alla fiducia rispetto a particolari segmenti dell'arte

²⁰³Quattrocchi, Laura e Strati, Francesco, *Art & Finance: Fine Art Derivatives*, Atti della Accademia Peloritana dei Pericolanti, 92, 2014.

²⁰⁴Quattrocchi, Laura e Strati, Francesco, *Art & Finance: Fine Art Derivatives*, Atti della Accademia Peloritana dei Pericolanti, 92, 2014.

contemporanea raccogliendo le opinioni di più di cento esperti del settore con diverse mansioni (dai collezionisti alle gallerie, dai musei ad acquirenti orientati all'investimento) per un periodo di tre anni. Cogliendo l'opinione di tali esperti è possibile avere un'idea più chiara dei sentimenti del mercato rispetto ad un particolare artista e al suo mercato.

Il campione veniva poi pesato in base alla posizione degli esperti nella gerarchia del mercato dell'arte, in modo tale da rispecchiare più approfonditamente il ruolo delle diverse opinioni. Combinando diverse ricerche rispetto ad una moltitudine di artisti e segmenti è possibile creare l'AAMCI.

L'*alpha hedging* (o sinteticamente $^h\alpha$) spiega come la volatilità del rendimento è influenzata dall'AAMCI che rappresenta il livello di fiducia rispetto ad uno specifico settore dell'arte o a un singolo artista e non rispetto ad una singola opera d'arte. Per determinare la volatilità futura si usa la 'volatilità storica', cioè calcolata sulla base dei prezzi di vendita precedenti.

In breve la procedura è la seguente (si veda Quattrocchi, Strati, 2014): indicato con u_i il tasso di rendimento e S_i il prezzo dell'opera al tempo i , dal momento che il possedere un'opera d'arte non genera dividendi, il tasso di rendimento di un investimento in arte può essere definito come: $u_i = \ln(S_i / S_{i-1})$, per $i = 1, 2, \dots, n$.

La volatilità storica del campione è calcolata come $\hat{\sigma} = \frac{s}{\sqrt{\tau}}$ dove s è la deviazione standard campionaria del tasso di rendimento e τ è l'intervallo di tempo preso in considerazione (anno).

Date tali informazioni l'*alpha hedging* può essere calcolato come: $\hat{\alpha}_y^h = \frac{\hat{\sigma}}{\lambda_{Ay}}$, dove y indica l'anno specifico e λ_{Ay} è l'AAMCI annuale di τ_y , l'intervallo di tempo per lo specifico anno y .

Sviluppando ulteriormente il modello è possibile costruire intervalli per determinati livelli di confidenza in modo da calcolare il possibile intervallo di prezzo dell'opera in questione in uno specifico intervallo di tempo²⁰⁵.

Considerando le peculiarità del mercato dell'arte, diventa necessario stimare le variabili in base alle specificità proprie di questo mercato. Si tratta di un passaggio funzionale allo sviluppo e consolidazione del settore dell'*Art & Finance*.

Oltre alle pubblicazioni scientifiche in ambito accademico, è possibile considerare alcuni esempi pratici.

²⁰⁵Quattrocchi, Laura e Strati, Francesco, *Art & Finance: Fine Art Derivatives*, Atti della Accademia Peloritana dei Pericolanti, 92, 2014.

L'Art Trading Fund (ATF), lanciato nel 2007 e andato in liquidazione due anni dopo, rappresenta il primo esempio di un *hedge fund* sull'arte.

A differenza dei tradizionali fondi di investimento in arte, l'ATF oltre ad acquistare e vendere opere d'arte secondo un programma prestabilito, si poneva l'obiettivo di fornire copertura rispetto alle vicissitudini del mercato dell'arte attraverso l'uso di strumenti derivati nella forma di *options*.

Per fornire copertura, acquistava quote azionarie di aziende legate al mercato dell'arte come *Sotheby's* o comunque rientranti nei mercati del lusso, ad esempio *LMVH* e *Richemont*, con il diritto a rivenderle ad un prezzo fisso. Secondo i gestori del fondo, tali titoli quando combinati mostravano una correlazione maggiore del 90% con il mercato dell'arte nei trenta anni precedenti. L'idea era che in caso di caduta dei prezzi del mercato dell'arte, tali azioni sarebbero cadute a loro volta e grazie al diritto di vendita ad un prezzo fisso il fondo avrebbe potuto ottenere dei guadagni per controbilanciare l'andamento negativo del mercato.

Il *modus operandi* del fondo prevedeva un investimento minimo di 200.000 dollari, con un tasso annuale del 2% per le spese di gestione e una percentuale del 20% sulla performance in base al rendimento sopra il Libor. Gli acquisti si focalizzavano su opere d'arte contemporanea comprate ogni sei mesi direttamente dall'artista e rivendute nel breve termine (cinque mesi). Solitamente i prezzi d'acquisto per la singola opera oscillavano tra 200.000 e un milione di dollari, fascia di prezzo con un elevato numero di transazioni²⁰⁶.

Tale tentativo si è concluso con un insuccesso, segnato anche dall'impatto della crisi finanziaria globale sul mercato dell'arte in quegli anni, in particolare sul segmento dell'arte contemporanea. Inoltre vi erano alcune riserve sul effettivo grado di copertura offerto dal fondo, ad esempio il fatto che le azioni di una società come *Sotheby's* potevano non essere perfettamente correlate con il mercato dell'arte ma venire influenzate anche da altri fattori, come un periodo negativo nel mercato azionario²⁰⁷.

Un esempio più recente di tentativo di copertura contro i rischi del mercato dell'arte è offerto dalla società di ricerca e consulenza britannica focalizzata sul mercato dell'arte *Pi-eX*.

In particolare essa si focalizza sul rischio di volatilità che caratterizza il mercato dell'arte.

²⁰⁶ 'Hedge fund sees art as exotic asset class', The Financial Times, 2007.

²⁰⁷ 'Seeking a hedge for art', The New York Sun, 2007.

Una soluzione tradizionale per mitigare tale rischio è quella offerta dalle case d'asta. In cambio della consegna dell'opera e della vendita tramite la propria società, una casa d'asta può fornire una garanzia al venditore rispetto al prezzo di vendita.

Se essa però stima che il livello di rischio generato da tale garanzia sia troppo elevato per essere affrontato da solo, la casa d'asta può chiedere ad una terza parte di acquistare l'opera ad un certo prezzo minimo prima della vendita in asta. Tale strategia viene chiamata *Third Party Guarantee* o *Irrevocable Bid*.

Anche se offre un livello di copertura contro il rischio di volatilità dei prezzi, essa incorpora una serie di problematiche: in primo luogo il sistema manca di trasparenza; i prezzi fissati dalla garanzia non riflettono i prezzi di mercato quanto piuttosto un accordo tra un piccolo gruppo di parti private; il rischio non viene distribuito tra più parti ma viene semplicemente spostato verso altre entità rispetto al venditore originale.

Tenendo a mente tale situazione, la società *Pi-eX* ha sviluppato un particolare prodotto finanziario chiamato *Contract on Future Sales (CFS)*. Esso permette ai venditori interessati di ottenere una copertura rispetto al rischio affrontato nel momento in cui si decide di cedere un'opera attraverso un'asta, allo stesso tempo consente agli investitori idonei di assumere un'esposizione rispetto al mercato dell'arte, con una posizione speculativa nel breve termine, senza dover investire direttamente in tale mercato.

Tale strumento consente ulteriori benefici rispetto alle problematiche del caso precedente, cioè la garanzia offerta dalle case d'asta, in primis in termini di trasparenza. Difatti l'emissione, lo scambio e la compensazione dei CFS sono completamente trasparenti: tutte le transazioni finanziarie sono monitorate e riportate secondo le stesse procedure relative ad altri strumenti derivati regolamentati. Inoltre il sistema di prezzi dei CFS è determinato da un processo di offerta pubblica e di *bookbuilding*²⁰⁸ il che contribuisce ad aumentare la trasparenza del modello stesso.

Un ulteriore vantaggio rispetto all'alternativa delle case d'asta sta nella creazione di un'effettiva copertura rispetto al rischio di volatilità del mercato dell'arte dal momento che il rischio viene suddiviso su svariati piccoli contratti finanziari standard e un nuovo insieme di

²⁰⁸Processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli' (www.borsaitaliana.it).

investitori (istituzionali e idonei) si assume parte del rischio in cambio di una quota sul potenziale guadagno futuro.

In qualità di *broker dealer*, *Pi-eX* crea e commercializza CFS basati su specifiche opere che il proprietario vuole vendere. Per istituire un CFS l'opera deve possedere una stima inferiore di almeno 500.000 sterline, il proprietario deve acconsentire di vendere l'opera in una vendita imminente di una casa d'aste e deve fornire tutta la documentazione necessaria relativa all'autenticità e provenienza. Allo stesso tempo viene offerta agli investitori idonei (*Pi-eX* non è autorizzata a vendere CFS a clienti del ramo *retail*) la possibilità di esporsi nel mercato dell'arte nel breve termine senza effettuare un investimento diretto, in tal modo si offrono dei benefici in termini di diversificazione del rischio senza assumere gli oneri di possedere fisicamente un'opera d'arte²⁰⁹.

Il fatto di concepire strumenti derivati che si basano su un'opera d'arte o su una collezione di opere d'arte può voler dire separare la proprietà dal possesso dell'opera.

Un'iniziativa interessante in tal senso è rappresentata da *Real Flow*: si tratta di un progetto di ricerca e sviluppo focalizzato sul tema della *financialization* dell'arte e culminato nell'esibizione *P!* tenuta a New York nel 2015. La *ratio* alla base dell'iniziativa era quella di creare una sorta di *portfolio manager* basato su opere d'arte strutturate come strumenti finanziari.

L'offerta iniziale di *Real Flow*, denominata RF1501, includeva due serie di elementi: quattro opere astratte monocrome, denominate *X001*, *X002*, *X003* e *X004*, e quattro certificati di proprietà di *X001-X004*, rispettivamente *Y001*, *Y002*, *Y003* e *Y004*.

Per la parte interessata (un museo, un collezionista, ecc.) vi era la possibilità di esibire l'opera pagando unicamente i costi associati a tale operazione (spedizione, assicurazione, installazione, conservazione, ecc.) e una percentuale del 20% dei costi di esibizione come *management fee*. Un'altra parte allo stesso tempo poteva acquistare uno o più certificati di proprietà (da *Y001* a *Y004*) che erano legati alle serie *X001-X004* ma il cui scambio non richiedeva il trasferimento fisico di tali opere. In tal modo si separavano proprietà e possesso dell'opera d'arte.

Tra i vantaggi di tale strategia rientravano, con riguardo alla serie *X001-X004*, la diminuzione dei costi di acquisto, una maggiore trasparenza data dal processo stesso e dall'eliminazione di

²⁰⁹ www.pi-ex.co/products.html.

eventuali intermediari, il separare gli aspetti estetici - espositivi da quelli commerciali. Per quanto concerne invece la serie *Y001-Y004*, gli autori dell'iniziativa sostenevano come tra i vantaggi principali ci fossero la riduzione delle spese di gestione tipiche dell'opera d'arte (assicurazione, esposizione, spedizione, ecc.), la riduzione dell'illiquidità e dei costi di transazione e in virtù di tali motivi, incrementare il potere d'acquisto di tali investitori rispetto a chi non possiede i medesimi benefici.

Inoltre la forma della serie *X* di opere è arbitraria: nel caso in questione si trattava di quattro dipinti ma il modello potrebbe applicarsi ad una pluralità di possibilità.

La seconda offerta di *Real Flow, 1502_Zn*, andava ad esplorare ulteriormente le possibilità di creazione di strumenti derivati nel mercato dell'arte.

Si trattava di una serie il cui funzionamento richiamava quello dei contratti *forward* applicato sulle vendite della serie *Y*. La serie *Z* permetteva alle parti interessate di acquistare e vendere diritti sui profitti (o perdite) degli scambi della serie *Y*. Ad esempio il proprietario di un certificato della serie *Y* può coprire tale acquisto entrando in un contratto della serie *Z* simile ad un *options, Z001*, che gli fornisce il diritto, ma non l'obbligo, di vendere il contratto *Y* sottostante ad un determinato prezzo. La controparte a sua volta può coprirsi dall'esposizione stipulando un secondo contratto *Z, Z002*, con una terza parte che utilizza *Z001* come sottostante.

Si tratta di un processo teoricamente infinito in cui ciascuna parte può speculare sulla speculazione di un'altra parte. L'obiettivo alla base dell'iniziativa *Real Flow* era quello di installare la struttura finanziaria dei derivati come la nuova frontiera operativa del mercato dell'arte²¹⁰.

3.2 GLI ART CREDIT DEFAULT SWAPS

Questo paragrafo è dedicato allo strumento derivato degli *Art Credit Default Swaps (ACDS)*. Con esso ci si ricollega al tema dei prestiti con arte come collaterale, di cui si erano affrontate le peculiarità e problematiche principali nel capitolo precedente, in particolare gli ACDS sono associati alla gestione del rischio in questa tipologia di operazioni. Una premessa doverosa è che gli ACDS al giorno d'oggi sembrano rappresentare unicamente una proposta teorica senza un'effettiva applicazione pratica.

²¹⁰ Bauer, Diann et alii, *Real Flow: art is the sublime asset*, 2015.

Si procede con una revisione della principale letteratura scientifica a riguardo, tentando poi di tracciare un paragone con i più generici *Credit Default Swaps* (CDS) in modo da coglierne eventuali similitudini e differenze. Inoltre si cercherà di cogliere, sotto determinate ipotesi, la suscettibilità di questo particolare strumento finanziario a generare squilibri, tenendo in considerazione il ruolo svolto dai CDS nell'ultima crisi finanziaria globale. Alla fine del capitolo vengono proposte delle nuove riflessioni per gli ACDS con l'obiettivo di superare le problematiche affrontate.

3.2.1 Il funzionamento degli ACDS

Nel capitolo 2 si è delineato il contesto dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale spiegandone le caratteristiche e le principali problematiche. Si è visto come per la controparte finanziaria erogatrice del prestito il problema principale risieda nella gestione del rischio date le peculiarità del mercato dell'arte e del contesto normativo che sottende il suo operare. L'elevato rischio per l'istituzione bancaria derivante da alcune caratteristiche del mercato dell'arte come la grande volatilità, la scarsa liquidità e la mancanza di trasparenza, comporta un settore dei prestiti con l'opera d'arte usata come collaterale inefficiente, caratterizzato da contenuti livelli di *loan to value ratio* e dall'elevato tasso d'interesse.

Una possibile soluzione a tale problema, che incoraggi il mercato dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale, è rappresentata dall'istituzione di prodotti derivati in grado di trasferire il rischio relativo delle oscillazioni del prezzo dall'istituzione finanziaria ad una terza parte che si mostri disponibile ad assumere tale rischio.

La cartolarizzazione dei prestiti che utilizzano l'opera d'arte come collaterale garantirebbe una maggiore liquidità al mercato dell'arte, migliorando la capacità delle istituzioni bancarie di stimare l'*art price risk*. La cartolarizzazione dell'arte si può definire come il processo con cui le opere d'arte, che rappresentano un asset con un basso grado di liquidità, vengono 'impacchettate' in un titolo finanziario con caratteristiche proprie di un investimento con una conseguente maggiore facilità di scambio sul mercato²¹¹.

D'altra parte la storia recente ha mostrato quali siano i rischi di una cartolarizzazione 'selvaggia' come è testimoniato dall'ultima crisi finanziaria globale. In un tale contesto diventa

²¹¹ Campbell, Rachel, *Art Price Risk*, in McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

imperativo procedere con buonsenso onde evitare la creazione di squilibri che possono influenzare significativamente lo scenario economico.

Il trasferimento del rischio relativo alle fluttuazioni del prezzo sul mercato dell'arte, presuppone la stipulazione di un accordo con una terza parte che sia meritevole di credito. In tal modo, secondo gli accordi di Basilea II e III, non viene richiesto ulteriore capitale da mettere a riserva per le banche e l'unico rischio che l'istituzione bancaria dovrebbe mettere a bilancio sarebbe il rischio di default della terza parte.

Tale struttura garantirebbe una maggiore efficienza in questo particolare mercato, migliorandone i parametri ed estendendone il volume. Ricordiamo come secondo gli accordi di Basilea II e III, le banche devono essere in grado di stimare adeguatamente tutti i rischi associati al cambiamento dei prezzi degli asset usati come collaterale; con quest'opzione non vi sarebbe più tale necessità con ovvi vantaggi per le istituzioni bancarie nei processi di gestione del rischio.

Una delle possibilità per trasferire il rischio di prezzo ad una terza parte, e dunque per non doverlo registrare a bilancio, è l'introduzione di un'opzione di credito sul prestito. Il prodotto finanziario in questione viene denominato *art credit default swap (ACDS)*²¹².

I *credit default swap (CDS)*, strumenti derivati che offrono un'assicurazione in caso di default del debitore, rientrano tra gli strumenti principali per il trasferimento del rischio di credito, anche se il loro mercato ha subito profonde trasformazioni nell'ultima decade, in seguito alla crisi finanziaria globale in cui svolsero un ruolo di primaria importanza. Il valore dei CDS in circolazione è caduto significativamente a seguito della crisi finanziaria, passando dai 61.2 bilioni di dollari del 2007 ai 9.4 bilioni di dollari dieci anni dopo²¹³.

I CDS sono contratti che forniscono protezione sul valore nominale di un asset specifico di riferimento, dove un *acquirente di protezione (protection buyer)* paga periodicamente una somma prestabilita (oppure in una soluzione unica) a un *venditore di protezione (protection*

²¹² Campbell, Rachel e Wiehnkamp, Christian, *Credit Default Swaps and an Application to the Art Market: A Proposal*, in Wagner, Niklas, *Credit Risk, Models, Derivatives, and Management*, Champman & Hall/CRC, Financial Mathematics Series, 2008.

²¹³ Aldasoro, Inaki e Ehlers, Torsten, *The credit default swap market: what a difference a decade makes*, BIS Quarterly Review, 2018.

seller), in cambio della quale il *protection seller* elargisce un pagamento nel caso si verifichi un determinato evento di credito²¹⁴.

L'*International Swap and Derivates Association* (ISDA) fornisce sei definizioni formali di evento di credito. Le categorie sono: bancarotta, accelerazione degli obblighi, default dell'obbligazione, fallimento nel pagamento, moratoria e ristrutturazione. Nel caso di default dunque, il *protection seller* paga al *protection buyer* un ammontare che è dato dalla differenza tra il valore nominale e il valore di recupero (*recovery value* che corrisponde al valore di mercato dell'asset di riferimento) a cui vanno aggiunti gli interessi maturati. La struttura di questo strumento consente di trasferire i rischi associati al collaterale a partecipanti del mercato con una maggiore predisposizione per l'assunzione del rischio. Il rischio assunto in questo caso dal *protection buyer* è quello relativo all'insolvenza della controparte (*counterparty risk*) nel caso si verifichi l'evento di credito²¹⁵.

Nel caso degli ACDS l'istituzione bancaria è il *protection buyer*, mentre una terza parte che ha interesse nell'acquistare l'asset di riferimento è il *protection seller*. Qualora si verifichi l'evento di credito, il contratto termina con il pagamento da parte del *protection seller* che in cambio ottiene la proprietà dell'opera d'arte usata come collaterale.

Oltre al default da parte del mutuatario, affinché si verifichi l'evento di credito è necessario che il valore dell'opera d'arte cada al di sotto dell'ammontare rimanente del prestito.

All'inizio dell'accordo per il prestito, il valore per la banca dell'opera d'arte usata come collaterale è rappresentato dal valore corrente del prestito, il quale, come si è visto in precedenza, è rappresentato da una percentuale della valutazione attuale dell'opera d'arte. Dunque l'evento di credito si verifica solo se la valutazione dell'opera d'arte cade al di sotto di tale prezzo garantito e il mutuatario risulta insolvente, nel qual caso il *protection seller* è obbligato ad acquistare l'opera d'arte al prezzo stabilito. Difatti, affinché il rischio sia realmente trasferito dall'istituzione bancaria alla terza parte, risulta necessario che il prezzo dell'opera d'arte sia almeno pari al valore corrente del prestito.

Un ACDS può essere usato per permettere alle banche di trasferire l'esposizione ad un rischio di credito indesiderato ad una terza parte. Così si ha il beneficio di poter erogare un prestito

²¹⁴ Campbell, Rachel e Wiehnkamp, Christian, *Credit Default Swaps and an Application to the Art Market: A Proposal*, in Wagner, Niklas, *Credit Risk, Models, Derivatives, and Management*, Champman & Hall/CRC, Financial Mathematics Series, 2008.

²¹⁵ Pownall, Rachel, *Art-Backed Lending: Implied Spreads and Art Risk Management*, Art Market Symposium Maastricht University, 2007.

con un'opera d'arte (o una collezione di opere) usata come collaterale senza assumere il rischio relativo al prezzo dell'opera d'arte.

Inoltre, dal momento che l'istituzione bancaria non è più legata a obblighi relativi alla composizione del bilancio, non si richiede che essa monitori costantemente il valore dell'opera d'arte e non deve rispondere alle regolamentazioni relative alla gestione del rischio.

Ovviamente una premessa che sottende tale strumento finanziario riguarda il trovare una controparte per l'ACDS. Teoricamente, secondo la letteratura accademica, le parti che potrebbero essere interessate a tali contratti sono i fondi d'investimento incentrati sull'arte, i musei, gli investitori istituzionali, o anche individui abbienti disponibili ad assumersi tale rischio in cambio dei relativi benefici.

Allo stesso tempo, un'ulteriore premessa per una corretta strutturazione degli ACDS sta nel valutarlo correttamente. Dunque un rischio per la banca sta proprio nella corretta valutazione dell'ACDS, il quale però è sostanzialmente inferiore rispetto al rischio derivante dal mantenere il collaterale nel bilancio della banca²¹⁶. Un discorso analogo, nel caso in cui la controparte sia selezionata con le precauzioni necessarie, vale per il *counterparty risk*.

Al fine di dare un prezzo corretto all'ACDS, le somme versate dal *protection buyer* devono essere strutturate in modo che il valore attuale della somma complessiva da pagare al *protection seller* eguagli il valore attualizzato della perdita di credito attesa. Assumendo che le probabilità di default e i tassi di interesse siano indipendenti, la perdita attesa è una funzione della probabilità di default in un determinato momento e del valore attualizzato della differenza tra il valore nominale del prestito e il valore del collaterale²¹⁷.

Riassumiamo quindi i passaggi principali nella strutturazione e nel funzionamento degli ACDS:

Come primo passo l'istituzione bancaria fornisce un prestito al collezionista d'arte, l'opera d'arte viene usata come collaterale. Il valore della stessa viene stimato in base alla valutazione attuale tratta dal mercato e la somma erogata corrisponde ad una percentuale del valore dell'opera. In precedenza si è visto come tale percentuale si assesti normalmente attorno al 50%. Inoltre l'incertezza riguardo al valore dell'opera e le peculiarità del mercato dell'arte si

²¹⁶Campbell, Rachel, *Art Price Risk*, in McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

²¹⁷Campbell, Rachel e Wiehinkamp, Christian, *Credit Default Swaps and an Application to the Art Market: A Proposal*, in Wagner, Niklas, *Credit Risk, Models, Derivatives, and Management*, Chapman & Hall/CRC, Financial Mathematics Series, 2008.

riflettono in un elevato tasso d'interesse sul prestito, il che è sintomatico di una condizione d'inefficienza. In questo momento, la banca si assume l'*art risk* inserendolo nel proprio bilancio in cambio dell'erogazione del prestito.

Poiché l'istituzione bancaria non è propensa ad assumersi direttamente il rischio relativo alle fluttuazioni di prezzo dell'opera d'arte in questione, istituisce un ACDS coinvolgendo una terza parte (un fondo d'investimento, un museo, ...). Se il mutuatario risulta insolvente, la banca ha diritto di consegnare l'opera al *protection seller* in cambio del valore nominale dell'opera. Esso è fissato in base al valore nominale del prestito.

In tal modo la banca compra una sorta di assicurazione, trasferendo il rischio di mantenere l'opera d'arte come collaterale in cambio del rischio di credito all'interno dell'ACDS (*counterparty risk*). In base all'affidabilità della terza parte, la banca può tutelarsi ulteriormente istituendo un *funded credit agreement*²¹⁸. Tendenzialmente se la controparte è considerata particolarmente meritevole di credito, l'istituzione bancaria risulta propensa ad assumersi direttamente il rischio di default del credito all'interno dell'ACDS.

Nel momento in cui si verifica l'evento di credito, l'ACDS termina e il *protection seller* paga la somma prestabilita al *protection buyer* e acquisisce la proprietà dell'opera d'arte. Affinché si verifichi l'evento di credito, è necessario che il valore di mercato dell'opera d'arte cada al di sotto del valore del prestito rimanente. Se non accade ciò, la banca usa l'opera d'arte nel suo ruolo primario di collaterale, con il prezzo di mercato in grado di coprire il valore del prestito rimanente²¹⁹.

²¹⁸*Funded credit protection means a technique of credit risk mitigation where the reduction of the credit risk on an exposure of a bank is derived from the right of the bank, in the event of the default of a counterparty or on the occurrence of other specified credit events relating to the counterparty, to liquidate, or to obtain transfer or appropriation of, or to retain certain assets or amounts'* (www.lawinsider.com).

²¹⁹Campbell, Rachel, *Art Price Risk*, in McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

Il grafico sottostante (fig. 3.1) esemplifica le principali relazioni all'interno di un ACDS.

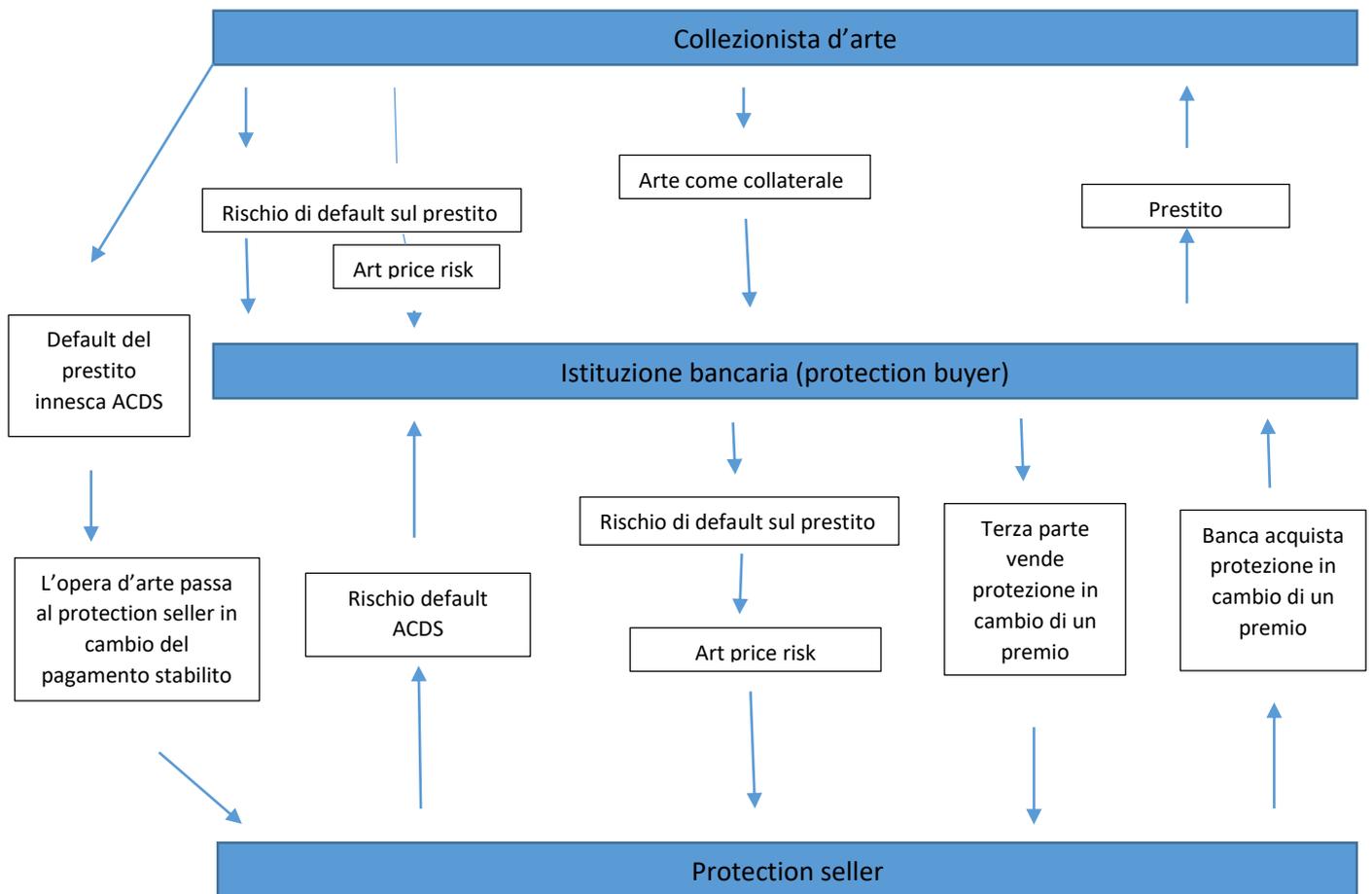


Figura 3.1: Relazioni tra le parti coinvolte in un ACDS e trasferimento del rischio; elaborazione personale.

3.2.2 Le possibilità in termini di relazioni con la terza parte

Il seguente paragrafo s'incentra sull'analisi delle relazioni tra il *protection buyer* e il *protection seller* nel caso di un ACDS. In particolare l'istituzione bancaria occupa la posizione di un contraente, mentre l'istituzione museale quella dell'altro contraente. La scelta del museo anziché di altre possibilità, come ad esempio un fondo di investimento in arte, si deve alla volontà di approfondire le relazioni tra queste due entità, istituzione finanziaria e istituzione museale, secondo quanto esposto nella parte conclusiva del primo capitolo.

L'ultima parte del primo capitolo, dedicata appunto all'approfondimento delle relazioni tra tali entità, cerca di cogliere se vi possano essere dei benefici in una maggiore integrazione tra questi due settori, identificando allo stesso tempo i principali rischi per tutte le parti in gioco.

Riassumendo brevemente alcuni punti principali dell'ultima parte del primo capitolo, ricordiamo come per l'istituzione finanziaria una maggiore integrazione con il settore artistico

- culturale potrebbe portare dei benefici in termini di competenze e conoscenza specifica che rappresentano un fattore di crescente importanza nell'attuale contesto competitivo. Altri vantaggi sono associabili al tema della sponsorizzazione e della filantropia indirizzate verso questo particolare settore, considerando le peculiarità dello stesso.

Sinteticamente, si può asserire come un maggior sviluppo di tali relazioni sarebbe funzionale all'ottica del soddisfacimento delle esigenze del cliente, il quale si sta dimostrando progressivamente sempre più interessato a servizi specifici che coinvolgano anche l'arte, secondo declinazioni diverse.

Dal punto di vista dell'istituzione museale, i vantaggi variano a seconda di vari fattori come la relazione che stringe con la controparte finanziaria, le sue dimensioni, il suo prestigio, ecc. Generalmente tra i benefici più importanti si colloca la creazione di un'ulteriore fonte di ricavi attraverso la stipulazione di contratti di consulenza e formazione con l'istituzione finanziaria, nonché grazie alla creazione di un canale privilegiato per la sponsorizzazione e la donazione. Oltre a ciò, altri vantaggi riguardano ad esempio una possibile maggiore disponibilità di opere private da esporre, la possibilità di tracciare rapporti fruttuosi con clienti privati in virtù dell'intermediazione dell'istituzione finanziaria, e così via. Per una comprensione più approfondita si rinvia alla lettura della parte del capitolo evidenziata.

Considerando le peculiarità degli ACDS, si tratta di un servizio che rientrerebbe nel campo del wealth management dato il valore minimo dell'opera d'arte usata come collaterale.

Come si è visto, i prestiti con arte come collaterale, se indirizzati a clienti privati, rappresentano un servizio di nicchia quando viene offerto da un'istituzione bancaria, concesso a clienti importanti o con cui si intrattiene una relazione di lunga durata. Un discorso analogo vale per le case d'asta se ricoprono il ruolo di prestatori.

Di conseguenza sembra logico supporre come un ACDS si collochi nella fascia di servizi offerti dal wealth management con riferimento al ruolo del mutuatario originale, appunto un cliente con parametri associabili a tale fascia.

Alla luce delle considerazioni tratte nella parte conclusiva del primo capitolo, brevemente richiamate nelle righe precedenti, un ACDS sembra presentare delle caratteristiche che si possono associare alla tematica della relazione tra istituzione bancaria e istituzione museale.

Cerchiamo ora di cogliere i principali vantaggi e problematiche per le parti coinvolte.

Per quanto concerne l'istituzione bancaria, una volta sviluppati rapporti più stretti con una o più istituzioni museali, può sfruttare tali relazioni per ottenere una serie di vantaggi.

Si è visto nella parte conclusiva del primo capitolo come vi siano alcune limitazioni ai margini di manovra delle istituzioni museali se appartenenti alla sfera pubblica o se adottano standard come quelli dell'ICOM. In particolare il tema della valutazione economica, a causa del conflitto d'interesse, fa sì che i musei non possano eseguire valutazioni di questo tipo per privati. Dunque nel caso di un coinvolgimento per servizi di consulenza, salvo qualche potenziale eccezione rappresentata da musei privati, la valutazione dell'opera utilizzata come collaterale potrebbe essere qualitativa (ad esempio riguardo lo 'stato di salute' dell'opera, l'importanza artistica, e così via) ma non quantitativa (cioè in termini monetari).

Dunque la valutazione economica dovrebbe essere effettuata dall'istituzione bancaria o internamente dal dipartimento di *art advisory* oppure esternamente da un perito specializzato in questo tipo di valutazioni, o da case d'asta e altri enti specializzati.

Comunque va detto che i musei sono un *player* del mercato dell'arte, sia dal momento in cui operano acquisti e/o cessioni di opere sia per la considerazione che la storia espositiva di un'opera sia tra le componenti principali nella determinazione del prezzo della stessa.

E dunque, per quanto concerne la valutazione, si può affermare come il conflitto d'interesse in molti casi sia trascurabile nel momento in cui il museo non è il destinatario dell'opera, né come donazione né come acquisizione (sebbene nel momento in cui un museo vuole comprare un'opera deve fare anche delle valutazioni strettamente economiche) proprio per la natura non commerciale dell'istituzione in questione.

Ad esempio, le case d'asta che sono tra i principali esperti in materia di valutazione possono essere oggetto di un maggiore conflitto di interesse nel momento in cui sono loro stesse ad occuparsi della cessione dell'opera dato che maggiore è il valore della vendita, maggiori sono i ricavi per l'azienda.

Invece un museo che effettua unicamente una perizia e fornisce grazie alle sue competenze una valutazione economica, non avrebbe la stessa tipologia di interessi in gioco e anzi avrebbe tutto l'interesse a fare una valutazione il più possibile adeguata.

Ad esempio per ovviare al problema di comportamenti illeciti, al museo potrebbe essere data la possibilità di accettare o meno un servizio che prevede la valutazione dell'opera e nel caso esso accetti di svolgere tale servizio, l'opera in questione non potrebbe essere acquistata o

donata al museo neanche in futuro. La teorica maggiore imparzialità del museo dovrebbe essere un elemento di differenziazione rispetto ad altre realtà più orientate al mercato.

A prescindere da tali considerazioni, il vantaggio più significativo riguarda la possibilità per la banca di trovare nel museo (o nella rete di musei) con cui ha relazioni il *protection seller*.

L'idea intrigante di fare affidamento sullo stesso per reperire una terza parte potenzialmente interessata grazie alla sua rete di relazioni (ad esempio un'altra istituzione museale, un privato interessato a questa tipologia di acquisti, professionisti che lavorano in questo campo, e così via) invece risulta poco praticabile dal momento che violerebbe gli standard etici come quello dell'ICOM. D'altro canto bisogna tenere in considerazione come una relazione stretta presupponga una maggiore conoscenza della controparte, il che potrebbe rappresentare un elemento strategico nel momento in cui si debba determinare il *counterparty risk* per la strutturazione dell'ACDS.

A ciò si aggiungono le considerazioni di Rachel Pownall riguardo al ruolo del museo come *protection seller*: *“the latter [ossia i musei] are offered a chance to acquire art in case of default that would otherwise remain in the hands of private owners or that would be auctioned at possibly much higher prices than those agreed in the contract. Especially in case of museums which are often publicly owned, counterparty risk of the CDS is likely to be negligible”*²²⁰.

Dunque oltre alla maggiore facilità di reperimento di una terza parte, un ulteriore vantaggio sta proprio nel *counterparty risk* che in molti casi potrebbe essere trascurabile.

La strutturazione di tali relazioni e gli effettivi vantaggi dipendono dal caso specifico. Vi sono vari fattori da tenere in considerazione come la natura e la solidità della relazione, la tipologia di istituzione in questione (vi sono sensibili differenze nel caso di appartenenza alla sfera pubblica o a quella privata), il prestigio e la libertà di azione per il museo, il paese d'origine, e così via.

Dato l'ampio raggio di possibilità, vi è margine per soluzioni peculiari. Ad esempio un'istituzione bancaria potrebbe stipulare direttamente prestiti con l'opera d'arte usata come collaterale soltanto per opere che rientrino nei segmenti artistici di competenza dei musei con cui ha relazioni in modo da aver maggiore facilità per l'istituzione di un ACDS. Allo stesso tempo potrebbe indirizzare i propri clienti che possiedono opere che non rientrano nei

²²⁰Pownall, Rachel, *Art-Backed Lending: Implied Spreads and Art Risk Management*, Art Market Symposium Maastricht University, 2007.

segmenti di competenza a soluzioni esterne, ad esempio verso una boutique finanziaria specializzata in questo tipo di operazioni, in modo da soddisfarne comunque le richieste.

Alla luce delle ultime considerazioni, l'utilizzo di ACDS potrebbe consolidare il mercato degli *art secured lendings*, ampliandolo e rendendolo allo stesso tempo più solido.

Ricordiamo come secondo Deloitte²²¹ il 67% dei wealth manager intervistati affermano che la loro azienda offre prestiti con l'opera d'arte come collaterale, una percentuale in crescita negli ultimi anni.

Dunque attraverso gli ACDS sarebbe possibile per le istituzioni bancarie sviluppare ulteriormente tale settore, offrire un livello più elevato di servizi al cliente e incidere positivamente sulla soddisfazione dello stesso. In un'ottica che valorizza l'importanza strategica della fidelizzazione del cliente per far fronte all'attuale contesto competitivo, questo tipo di soluzione potrebbe portare a dei chiari benefici per l'istituzione bancaria.

Passiamo all'istituzione museale, cercando sempre di cogliere i principali benefici e problematiche.

A seconda del ruolo che assume il museo in questo contesto, cambiano anche i vantaggi e gli svantaggi. Ovviamente il coinvolgimento e l'esposizione al rischio in caso il museo stesso diventi il *protection seller* è decisamente superiore rispetto all'occupare unicamente il ruolo di consulente per una serie di necessità dell'istituzione finanziaria (delle quali si era parlato nel primo capitolo).

Nel primo caso diventa vitale la capacità di assumere un approccio equilibrato, ponderato, mantenendo sempre una posizione d'imparzialità nonostante i possibili vantaggi. In tal senso, la prudenza e il buonsenso risultano essenziali per non compromettere la sostenibilità di questa azione. Lasciarsi attrarre dai guadagni derivanti dal pagamento dei *premium* ed entrare in più contratti rispetto a quanti se ne possano sostenere, porrebbe il museo in una situazione decisamente precaria.

Tra i vantaggi principali per l'istituzione museale va sicuramente annoverato la creazione di un flusso di ricavi che deriverebbe dall'azione di consulenza (ricordiamo non per la valutazione economica dell'opera) oppure dal premio ricevuto nel caso sia il *protection seller* nell'ACDS.

²²¹Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

Se tali operazioni vengono condotte con la dovuta prudenza e diligenza, il museo potrebbe ricevere una fonte di guadagno in cambio dell'assunzione di un rischio modesto.

Un ulteriore vantaggio risiede poi nella possibilità di acquistare un'opera d'arte pagandola un prezzo decisamente contenuto. Ovviamente il successo di tale operazione è condizionato dalla capacità del museo di selezionare pezzi di suo interesse, a prescindere dalle vicissitudini del mercato che possono modificare il prezzo dell'opera.

Inoltre, nel caso in cui il museo debba acquistare il collaterale, potrebbe sfruttare il suo ruolo per valorizzare l'opera stessa. Per i musei che hanno la possibilità di attuare politiche di alienazione di parte della collezione, attraverso un'accurata gestione volta alla valorizzazione e all'esposizione dell'opera, sarebbe possibile aumentarne il valore nel caso si voglia vendere l'opera in un momento successivo con la scusa che non rientra più nelle priorità della collezione. Quest'ultimo è un esempio di potenziali pratiche scorrette dei musei, contrarie alla loro *mission*. Idealmente però un discorso analogo potrebbe valere per tutti gli acquisti effettuati dai musei, nel caso possano disporre liberamente della collezione.

Un'eventuale evoluzione di questo ruolo nel settore museale avrebbe poi delle ripercussioni sulle modalità di composizione del bilancio e sulle competenze specifiche necessarie per la sfera gestionale del museo.

L'assunzione del ruolo di *protection seller* comporta un aumento del rischio gestionale per il museo ed andrebbe ad incidere sulla struttura del suo bilancio, con la necessità di accantonare delle riserve per la gestione del rischio. Diventerebbe necessario affinare delle tecniche per il calcolo del rischio che sono estranee alle competenze tradizionali degli operatori di questo settore.

Tale questione potrebbe essere una delle problematiche principali, dal momento che per strutturare un mercato degli ACDS efficiente secondo i termini descritti, diventa necessario per la controparte museale lo sviluppo di competenze nuove rispetto alla propria sfera di afferenza. L'alternativa è l'esternalizzazione di tali mansioni a società che operano in questo campo, oppure un maggiore supporto da altri enti pubblici che possiedono conoscenze più affini a questo tipo di compiti se il museo in questione è di proprietà pubblica.

In realtà, all'interno del settore museale si possono individuare alcune pratiche che richiamano i rudimenti della gestione del rischio anche se ad un livello assolutamente non sufficiente per poter effettuare valutazioni più complesse, come quelle che deriverebbero

dall'entrare nel mercato degli ACDS. In particolare il tema della gestione del rischio è incorporato nelle attività museali nel momento in cui bisogna effettuare decisioni in termini di assicurazione di opere della collezione.

Ad esempio la decisione di non assicurare un'opera in modo da risparmiare i soldi della polizza comporta l'assunzione di un certo rischio. O ancora, la decisione riguardo alla valutazione economica di opera che deve essere assicurata in quanto prestata ad un altro museo ha un impatto su una serie di decisioni collaterali. Ad esempio spesso vi è un limite economico dei beni che possono essere trasportati in un determinato carico, ergo opere con un elevato valore devono essere trasportate separatamente, tutti fattori che incidono sul costo dell'operazione.

Ovviamente, in base alle tecniche e gli strumenti utilizzati per la valutazione di tali rischi, un museo può essere più o meno preparato (e/o propenso) a sviluppare determinate conoscenze necessarie per la gestione di rischi più complessi²²².

Guardando poi al caso specifico, vi possono essere soluzioni diverse in base alla relazione con l'istituzione bancaria ma anche in virtù della natura stessa del museo, in particolar modo se esso appartenga alla sfera pubblica o a quella privata.

Nel secondo caso il margine di manovra è più ampio e la stessa natura privata garantisce una maggiore autonomia operativa e un grado più elevato d'impermeabilizzazione rispetto ai potenziali problemi di natura etica che si potrebbero palesare. L'idea di una maggiore integrazione tra un'istituzione bancaria privata e un'istituzione museale pubblica pone delle questioni dovute all'indipendenza tra le due diverse realtà. Un'ingerenza della sfera privata in quella pubblica porterebbe a considerare fino a che livello sia possibile un'integrazione tra le due sfere.

Per trarre delle considerazioni conclusive, si può asserire come la validità di questo particolare sistema presupponga la buona fede nonché un approccio equilibrato e prudente da entrambe le parti.

L'istituzione bancaria per garantire la stabilità di medio - lungo termine di tali operazioni, deve mantenere un *modus operandi* equilibrato nella valutazione e nell'elargizione dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale. Ossia non deve sfruttare una posizione di vantaggio data dalle

²²²Dumcke, Cornelia e Matassa, Freda, *Valuation of Works of Art for Lending and Borrowing Purpose*, european agenda for culture work plan for culture 2011-2014, EENC Report, 2012.

maggiori possibilità in termini di reperimento di una terza parte che sia disponibile ad assumersi il rischio. Un approccio eccessivamente accondiscendente nella concessione di tale tipologia di prestiti, forte di maggiori garanzie, comprometterebbe la stabilità di tale sistema risultando in una significativa fragilità. Concedere prestiti a mutuatari poco affidabili oppure per opere di scarsa qualità (non in termini estetici ma piuttosto in termini di 'affidabilità') sarebbe una strategia fallimentare nel medio - lungo termine.

Allo stesso tempo e in maniera speculare, l'istituzione museale deve mantenere un approccio conservativo e prudente, assumendosi il rischio solo se è in grado di sostenerlo. Un approccio poco equilibrato, sbilanciato in quando eccessivamente orientato ai 'facili' guadagni derivanti dall'ottenimento del premio, andrebbe ugualmente a minare l'equilibrio di questo particolare sistema.

Infine un'ulteriore considerazione, basata esclusivamente su delle elaborazioni personali, riguarda la possibile predisposizione nelle relazioni tra queste due entità all'adozione di pratiche scorrette in particolare nel caso in cui l'istituzione museale rientri nella sfera privata. Una possibilità potrebbe riguardare un eventuale accordo tra le parti, non dichiarato pubblicamente, di esporre le opere usate come collaterale se devono essere assorbite dalla banca. In questo caso non sarebbe necessaria l'istituzione di ACDS mentre la banca così facendo potrebbe far aumentare il valore dell'opera in questione grazie all'esposizione nel museo stesso o in luoghi affini. Inoltre potrebbe sussistere la possibilità di mascherare il compenso con la forma delle donazioni.

Tali concetti saranno ripresi ed ulteriormente sviluppati verso la fine del capitolo, nel momento in cui vengono definite alcune ulteriori considerazioni per il mercato degli ACDS.

3.2.3 Le implicazioni potenziali dello sviluppo degli ACDS

Per comprendere le implicazioni sul mercato dell'arte e sulla stabilità del sistema derivanti dallo sviluppo degli ACDS, ci si rapporta al ruolo giocato dai CDS nella crisi finanziaria del 2007, cercando di coglierne affinità e differenze. Ripercorrendo la narrativa della crisi si tenterà inoltre di evidenziare i passaggi fondamentali nell'ottica di proporre una serie di correttivi per gli ACDS rispetto a come sono strutturati nella letteratura sull'argomento.

I titoli derivati di credito come i *credit default swaps* (CDS), gli *asset backed securities* (ABS) e i *collateralized debt obligations* (CDOs) hanno giocato un ruolo primario nell'ultima crisi finanziaria globale influenzando l'economia reale come quella finanziaria.

Come primo passo si ripercorrono in breve le dinamiche alla base della crisi focalizzandoci su alcuni punti salienti. Per non appesantire eccessivamente la trattazione, pur tentando un'esposizione la più possibile esaustiva, non verrà dato spazio ad ogni aspetto della crisi in termini di cause ed effetti dal momento che ciò esula dalla tematica dell'elaborato in questione.

Cercando di adottare un approccio sintetico, si può asserire come alla base della crisi vi siano tre principali 'categorie' di problemi la cui interazione ha compromesso la stabilità dell'economia finanziaria internazionale.

Il primo punto riguarda i problemi d'incentivazione relativi alla gestione di varie istituzioni finanziarie e fondi d'investimento, alla struttura dei compensi delle agenzie di rating e agli effetti degli ABS e dei CDOs sugli standard per la concessione di prestiti da parte di entità erogatrici di mutui.

La seconda 'categoria' riguarda gli errori commessi dalle agenzie di rating nel valutare il debito aziendale e il debito 'strutturato', quest'ultimo è definito come debito emesso come un ABS o un CDO o un CDO² (cioè obbligazioni che hanno come collaterale delle CDO).

La terza 'categoria' è invece rappresentata dalla regolamentazione governativa, in particolare negli USA, in riferimento alla valutazione del credito così come le politiche governative relative alla concessione di mutui a individui a basso reddito²²³.

Per comprendere le cause della crisi finanziaria è necessario cogliere le peculiarità del mercato immobiliare all'inizio degli anni 2000 che vide avvicinarsi in poco tempo un *boom* e un collasso nei prezzi di tale mercato. Nonostante ci si focalizzi sullo scenario statunitense per l'importanza dello stesso nella generazione delle crisi, molte considerazioni sono trasferibili ad altre economie nel medesimo periodo.

Due fattori principali sono alla base di tale fenomeno nel mercato immobiliare: tassi d'interesse molto contenuti e un orientamento verso standard significativamente meno stringenti per l'erogazione dei mutui.

²²³ Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

Tradizionalmente il mercato per l'elargizione dei mutui si caratterizza per asimmetrie informative tra mutuatario e mutuante, il che comporta elevati costi fissi per l'istituzione erogatrice del credito per la costruzione di un'infrastruttura necessaria ad affrontare tutte le principali problematiche del caso (valutazione dei potenziali mutuatari, l'emissione dei debiti, i servizi di pagamento, le procedure legali in caso d'insolvenza, ecc.).

Per finanziare il prestito, l'istituzione erogatrice può ricorrere al *direct lending* o all'*indirect lending* (quest'ultimo noto anche come cartolarizzazione). Nel primo caso il prestito è finanziato attingendo al capitale netto dell'azienda oppure attraverso il debito. Nel secondo caso invece il prestito stesso viene ceduto a terze parti che possono essere entità che emettono derivati creditizi (ABS, CDOs, CDO²) oppure, nel caso degli Stati Uniti pre crisi, ad agenzie sponsorizzate dal governo come *Fannie Mae* e *Freddie Mac*.

In questo contesto i problemi di incentivazione per le istituzioni erogatrici riguardano il secondo caso, quello della cartolarizzazione, laddove esse non devono più mantenere a bilancio il prestito originario, il quale viene appunto ceduto a una terza parte. La terza parte si assume difatti il rischio di default del mutuatario e così facendo vi è un incentivo per l'istituzione erogatrice ad assumere un atteggiamento negligente nell'erogazione di mutui, garantendoli anche a individui con dubbi meriti di credito.

Difatti già alla fine degli anni novanta si assiste alla crescita di prestiti erogati a debitori più rischiosi, i cosiddetti mutui *subprime*, che non presentavano né le garanzie necessarie né la documentazione adeguata per l'ottenimento dei prestiti. La maggior parte di questi mutui *subprime* venivano inoltre strutturati secondo un tasso d'interesse variabile (*adjustable rate mortgages*, ARMs).

Questa virata verso l'adozione di standard meno stringenti per l'elargizione di prestiti fu incoraggiata dalla situazione contingente, in particolare dalle politiche del governo statunitense volte a stimolare l'acquisizione di proprietà immobiliari da parte di famiglie a basso reddito (si pensi ad esempio all'*American Dream Downpayment Act* del 2003) e dalla crescente domanda sul mercato finanziario di strumenti derivati che si basavano anche sui mutui *subprime*.

Tale eccesso di domanda per questa tipologia di derivati affonda le proprie radici su due principali fenomeni: gli incentivi di breve termine relativi alla struttura dei compensi per i

manager di istituzioni finanziarie e fondi di investimento e gli incentivi inerenti alla maniera con cui le agenzie di rating sono pagate per i loro servizi.

Il primo fenomeno rientra nel cosiddetto *agency problem*, laddove vi è una discrepanza tra gli interessi degli *shareholder* e quelli della classe manageriale dovuta alla struttura di compensi del management fortemente orientata al breve termine, con significativi bonus annuali legati appunto alla performance di breve periodo. Dunque il rendimento di breve termine risultava essere un fattore prioritario nelle politiche finanziarie di un numero consistente di partecipanti del mercato.

In tal modo si spiega la significativa crescita della domanda di *investment grade bonds*²²⁴ come gli ABS, CDO e CDO² con valutazioni elevate da parte delle agenzie di rating, i quali venivano preferiti per l'elevato rendimento ad investimenti più sicuri come titoli del tesoro con una medesima valutazione. In questo contesto le agenzie di rating rivestivano un ruolo primario dal momento che venivano prese come punto di riferimento per le valutazioni relative alla qualità dello *structured debt*.

Queste strategie di investimento finirono per generare portafogli di investimento decisamente più rischiosi rispetto a portafogli che contenevano titoli del tesoro con un'analoga valutazione. Nel momento in cui il mercato immobiliare subì una pesante contrazione e i *mortgage pools*²²⁵ sottostanti incominciarono ad andare in default, tali portafogli persero gran parte del loro valore²²⁶.

Per quanto concerne il secondo fenomeno, ossia i problemi relativi agli incentivi per le agenzie di rating, esso nasce dal fatto che esse vengono pagate dall'entità che emette il debito.

Dal momento che tale pagamento si configura come un flusso di pagamenti per un'attività di valutazione del credito continuativa piuttosto che come un pagamento unico, è comune che le società interessate scelgano le agenzie di rating in base alla valutazione che ricevono.

Tale struttura genera dunque un conflitto d'interesse per l'agenzia di rating che deve coniugare due istanze divergenti: stabilire valutazioni accurate e mantenere le relazioni con i

²²⁴ Ad esempio, per i rating di S&P, gli *investment grade bonds* corrispondono a valutazioni AAA, AA, A e BBB. Gli *speculative grade* o 'titoli spazzatura' sono quelli valutati con BB, B, CCC, CC, C. Al default è associato il rating D. (da Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011).

²²⁵ 'A *mortgage pool* is a group of mortgages held in trust as collateral for the issuance of a mortgage-backed security' (www.investopedia.com).

²²⁶ Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

propri clienti. L'evidenza empirica ha dimostrato come prima della crisi vi fosse una concreta tendenza verso la seconda istanza a discapito della prima con una serie di valutazioni fortemente errate che hanno condizionato pesantemente il mercato.

Inoltre oltre al conflitto d'interesse, un altro fattore determinante è stato l'adozione di modelli per la stima del rischio di default inadeguati e deficitari a cui si aggiungeva la valutazione di parametri che volutamente ignoravano, nonostante fosse un fenomeno riconoscibile, gli standard per l'elargizione di mutui decisamente meno rigorosi.

Come conseguenza vi furono valutazioni che a posteriori si rivelarono totalmente errate sia nella valutazione del debito aziendale d'importanti banche d'investimento e commerciali, pensiamo a Lehman Brothers, Merrill Lynch, Citigroup, Fannie Mae, Freddie Mac, ecc., sia nella valutazione del debito strutturato con un crollo in pochissimo tempo di moltissimi CDO valutati con una tripla A che si rivelarono essere titoli spazzatura. Dunque in tale situazione si riscontravano fondi di investimento con portafogli de facto più rischiosi rispetto a quanto indicato nelle valutazioni e istituzioni finanziarie dotate di un capitale insufficiente per coprire le perdite verificatesi nei loro portafogli²²⁷.

I *credit derivatives* trovano la loro ragion d'essere nelle inefficienze del mercato, anche se le differenti tipologie di strumenti finanziari presentano finalità diverse. Con gli ABS si cerca di rendere i mercati del debito più completi, i CDS sono funzionali a facilitare la vendita allo scoperto²²⁸ di debito aziendale, strutturato e sovrano, mentre i CDOs e i CDO² furono introdotti per sfruttare il *rating arbitrage* derivante dalle valutazioni errate delle agenzie di rating riguardo al debito strutturato. Vediamo nel brevemente più nel dettaglio le specificità di questi strumenti finanziari.

Un *asset-backed securities* rappresenta del debito emesso da una particolare azienda, anche se l'effettiva struttura che emette un ABS si discosta da un'azienda tradizionale dal momento che tipicamente si tratta di un *special purpose vehicle* (SPV)²²⁹.

²²⁷Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

²²⁸La vendita allo scoperto (o short selling) è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto. Questa operazione si effettua se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita'. (www.borsaitaliana.it).

²²⁹ Nota anche come 'società di progetto' o 'società veicolo'. In Italia è disciplinata dalla legge 30.4.1999 n.130 sulla cartolarizzazione dei crediti. 'È la società specializzata che in un'operazione di securitization si rende cessionaria di gruppi di crediti omogenei che deve destinare in via esclusiva al servizio di titoli che essa stessa (o

Si tratta di un'operazione di cartolarizzazione, ossia un'operazione mediante cui un insieme di diritti su attività illiquide sono incorporati in uno strumento negoziabile²³⁰.

Il *collateral pool*, cioè le attività acquistate da una società veicolo, è formato tipicamente da un insieme di prestiti di un certo tipo (di particolare importanza per la crisi erano i mutui elargiti a privati nel mercato immobiliare).

Il finanziamento per tali acquisti è anche mediato dall'emissione di debito da parte del SPV, strutturato su diverse *tranches* (nell'ordine *senior bond tranches*, *mezzanine bond tranches*, *junior bond tranches*). Ognuna di esse può vantare un diverso grado di rivendicazione sia per il cash flows dal *collateral pool* che per le perdite realizzate sul *collateral pool*.

Il cash flow e l'allocazione delle perdite tra le varie *bond tranches* assume una strutturazione 'a cascata': la priorità per il cash flow segue l'ordine dal senior bond al capitale netto, mentre l'ordine si inverte per la copertura delle perdite (si veda la tabella 3.2). Dunque per quanto concerne il rischio di default nell'investimento, le *senior bond tranches* rappresentano la componente più sicura e difatti nel momento in cui le tranches vengono valutate da un'agenzia di rating esse hanno una valutazione più alta rispetto alle tranches successive. La struttura delle passività di un SPV è composta in modo tale che i *senior bond* siano valutati con una tripla A.

ATTIVITA'	PASSIVITA'	CASCATA
COLLATERAL POOL	SENIOR BOND TRANCHES	CASH FLOW ↓
	MEZZANINE BOND TRANCHES	
	JUNIOR BOND TRANCHES	PERDITE ↑
	CAPITALE NETTO	

Tabella 3.2 Cash flow e assorbimento delle perdite in un ABS, Fonte: Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

un altro soggetto) emette per finanziare l'operazione negoziandoli sul mercato. Si dice che i titoli sono backed (coperti) dalle attività finanziarie cedute. [...] Ciò che importa è che la società SPV sia giuridicamente indipendente, nel senso che sia in grado di valutare e di decidere autonomamente l'operazione e che sia veramente special purpose, cioè anche professionalmente specializzata in questo tipo di operazioni' (www.bankpeida.it).

²³⁰ 'La cartolarizzazione è un'operazione finalizzata alla creazione di titoli negoziabili. Da tali titoli derivano i flussi di cassa che stanno a fronte della remunerazione che essi forniscono ai sottoscrittori da un pool di attività tipicamente illiquide (prestiti, crediti commerciali, immobili). A garanzia degli investitori, tale pool di attività assume soggettività autonoma rispetto all'originario proprietario degli asset e a tale scopo le attività sono conferite a un'entità speciale appositamente creata per tale scopo (Special Purpose Vehicle, SPV)' www.borsaitaliana.it.

Nel contesto della crisi finanziaria bisogna far riferimento all'applicazione di tali strumenti finanziari al mercato immobiliare. In tal senso le istituzioni erogatrici del prestito, denominate in questo contesto *originator*, spesso cedevano gli stessi prestiti a terze parti, ossia a società veicolo.

Con l'acquisizione dei prestiti le SPV ricevevano anche i pagamenti per gli interessi e per la restituzione del capitale effettuati dai mutuatari degli stessi. Le SPV acquistavano tali prestiti grazie all'emissione di ABS, versando appunto al cedente il corrispettivo ottenuto dal collocamento di tali titoli obbligazionari.

Con la suddivisione in tranches delle obbligazioni vi è la possibilità di distribuire il rischio e offrire una maggiore scelta in base alle inclinazioni dell'investitore, dal momento che come si è visto esse hanno caratteristiche diverse. Il pagamento degli interessi passivi delle obbligazioni veniva coperto dai pagamenti effettuati dai contraenti dei prestiti sottostanti. Con questa procedura l'istituzione finanziaria che ha emesso il prestito può sostanzialmente liberarsi del rischio di credito che viene trasferito ai sottoscrittori dell'obbligazione e allo stesso tempo ottiene una maggiore liquidità.

Ovviamente tale situazione presenta un'evidente problema d'incentivo, nel momento in cui l'istituzione erogatrice non si assume più direttamente il rischio del prestito con il conseguente deterioramento degli standard utilizzati per questa tipologia di attività.

Dal momento che l'istituzione di un SPV è un'operazione dispendiosa e con elevati costi fissi, la sua esistenza dimostra come via sia del valore nella creazione e vendita di ABS in particolare in termini di completamento del mercato.

Essi, infatti, forniscono alle istituzioni finanziarie e a fondi d'investimento la possibilità di investire indirettamente in una *asset class* alternativa, quella dei prestiti. In tal modo esse non devono sostenere gli elevati costi fissi che derivano dal volere investire direttamente nel mercato dei prestiti.

Se si guarda all'economia reale, il principale vantaggio di questi strumenti sta nel supportare le attività collegate allo scopo del prestito attraverso una diminuzione del costo del finanziamento grazie ad una maggiore disponibilità di capitale per l'emissione di prestiti. Dunque con riguardo al boom dei prezzi nel mercato immobiliare pre crisi, il processo di creazione degli ABS fornì ulteriori fondi che incrementarono l'emissione dei mutui subprime. Tale situazione fu esacerbata dagli incentivi nell'elargizione dei mutui che incrementarono la

domanda degli stessi da parte dei privati. Inoltre, come vedremo in seguito, la domanda crescente di ABS fu ulteriormente spinta dalla domanda da parte di istituzioni finanziarie e fondi di investimento per CDO e CDO², per la cui creazione era necessari proprio gli ABS²³¹.

Un ruolo primario fu svolto anche dai *credit default swaps* del cui funzionamento si è parlato in precedenza. Nel caso però di un CDS riferito al debito strutturato, quindi ad ABS, vi sono delle specificità. Viene chiamato *Pay As You Go (PAUG) CDS* o *ABS CDS* e presenta delle differenze per quanto concerne gli eventi di credito rispetto al modello tradizionale.

Vi sono due tipi di eventi: un evento di credito oppure un *floating payment*. Nel primo caso il funzionamento è lo stesso del modello tradizionale: il contratto termina e il *protection seller*, se il contratto prevede un oggetto 'fisico', paga il valore del debito equivalente e riceve l'oggetto del debito (come nel caso di un *art credit default swaps*), nel caso sia un accordo unicamente in termini di liquidità, paga la differenza tra il valore rimanente del principale e il prezzo di mercato del debito.

Il *floating payment* invece serve per coprire il rischio relativo al cash flow dovuto alla struttura a cascata di tali strumenti nel momento in cui si sottoscrive un ABS. Esso si verifica se l'ABS incorre in una riduzione del principale oppure vi è un ammanco del principale o dell'interesse. In questo caso inoltre il contratto rimane in piedi e non è terminato.

Un vantaggio dei CDS è che permettono di superare un'imperfezione del mercato permettendo ai suoi partecipanti di vendere più facilmente allo scoperto obbligazioni aziendali, sovrane o ABS dal momento che l'illiquidità del mercato del debito rende difficile operazioni di *short-selling* del debito. Il motivo è che la vendita allo scoperto richiede che lo *short - seller* prenda a prestito del debito da una terza parte e lo venda sul mercato.

Prendere a prestito del debito con questa finalità risulta complicato, mentre nel caso di un CDS il *protection buyer* de facto è come se vendesse allo scoperto il rischio di credito dello strumento di debito sottoscritto. Ovviamente, come già rilevato in precedenza, il nuovo rischio in questo caso è quello di insolvenza da parte del *protection seller* nel caso si verifichi l'evento di credito.

Per comprendere il ruolo dei CDS nell'ultima crisi finanziaria globale bisogna specificare come il loro mercato fosse stato oggetto di un'elevata deregolamentazione finanziaria che

²³¹Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

permetteva alle istituzioni finanziarie di agire come *protection seller* senza accantonare un livello sufficiente di capitale. Tale processo fu fortemente esacerbato dagli errori di valutazione da parte delle agenzie di rating del rischio di credito di tali istituzioni. A ciò si aggiungeva l'utilizzo di modelli inadeguati per la valutazione del rischio dei portafogli contenenti CDS, il che portò molte istituzioni finanziarie a sottostimare il rischio di default del loro portafogli.

Tutto ciò fece sì che, nel momento in cui i prezzi nel mercato immobiliare crollarono e molti mutui risultarono insolventi, numerose istituzioni finanziarie che agivano da *protection seller* in contratti con ABS come collaterale, non avevano il capitale per coprire le perdite nel momento in cui si verificava l'evento di credito con il conseguente contagio all'intero sistema finanziario.

Ricostruendo la narrativa della crisi, un ruolo importante è stato svolto dai *collateralized debt obligations*. Un *cash flow* CDO rappresenta un ABS con delle specificità proprie. In particolare, la differenza tra un ABS SPV e un CDO SPV sta nella composizione del *collateral pool*: un ABS *subprime* è caratterizzato da una maggioranza di mutui subprime che compongono il collaterale; invece un CDO *subprime* presenta nel suo *collateral pool* una maggioranza di obbligazioni mezzanine di ABS, valutate al di sotto di un tripla A. Inoltre nel caso dei CDOs, la struttura a cascata è più articolata il che, sommato alla complessità del collaterale sottostante, fa sì che si tratti di titoli particolarmente complessi. Proprio a causa di tale complessità molte istituzioni finanziarie facevano spesso unicamente affidamento sulle valutazioni effettuate dalle agenzie di rating.

I CDO²s sono CDOs il cui *collateral pool* è composto da altre obbligazioni di questa tipologia, cioè da altri CDOs. Solitamente sono composti da tranche mezzanine, junior o addirittura *equity* di CDOs *subprime*.

Dal momento che la creazione di questi titoli è un'operazione particolarmente dispendiosa, per comprendere le ragioni per cui si è verificata una massiccia crescita degli stessi negli anni precedenti alla crisi bisogna di nuovo far riferimento al problema della valutazione.

In pratica i CDO furono in molti casi sopravvalutati rispetto al loro effettivo valore, facendo sì che quelli che a posteriori si rivelarono essere titoli spazzatura, prima della crisi godessero di valutazioni estremamente elevate.

Dunque l'esistenza dei CDOs si motiva come un'opportunità di sfruttare un *rating arbitrage* dovuto alla sopravvalutazione da parte delle agenzie di rating di tali titoli che offrivano inoltre un elevato rendimento. Inoltre la stessa struttura istituzionale del mercato favoriva questa possibilità di arbitraggio a causa della modalità di pagamento delle agenzie di rating, incentivate a esprimere giudizi più positivi rispetto alla situazione effettiva, e agli incentivi di breve termine per i manager delle istituzioni finanziarie, il che li spingeva ad adottare politiche orientate alla massimizzazione dei ricavi nel breve termine a scapito della stabilità delle scelte strategiche.

La domanda di CDOs valutati con una tripla A era tale che la disponibilità di obbligazioni ABS da utilizzare come collaterale non era sufficiente e per affrontare tale problema si usarono gli ABS CDS.

Ciò aumentò ulteriormente il rischio di default correlato tra le obbligazioni ABS e CDO che venivano scambiate sul mercato rendendo la struttura di tale sistema sempre più fragile. Difatti l'effetto teoricamente positivo sul mercato dei mutui derivante dall'utilizzo di tali strumenti, ossia una maggiore disponibilità di capitali nel mercato immobiliare dovuto alla creazione di ulteriori ABS che venivano a loro volta utilizzati per emettere nuovi CDOs, non poteva che sparire nel momento in cui venivano meno le premesse per la loro esistenza ossia le valutazioni errate.

Il ruolo giocato nel boom dei prezzi del mercato immobiliare prima e nella crisi poi dei *cash flow* CDOs e CDO² fu fondamentale: in primo luogo gli investitori pagarono tali obbligazioni più del dovuto, nonostante gli elevati rendimenti pre crisi, in secondo luogo, una volta scoppiata la bolla nel mercato immobiliare e con l'insolvenza dei mutui, le stesse obbligazioni persero molto del loro valore compromettendo i bilanci di molte istituzioni finanziarie.

Si trattò di perdite senza precedenti se confrontate con perdite realizzate da altri strumenti di debito con una valutazione analoga in anni precedenti²³².

Concludendo il paragrafo sulla crisi, si può asserire come il crollo dei prezzi del mercato immobiliare fu causato tra motivazioni principali: in primo luogo l'esaurimento dell'offerta di mutuatari classificati come *subprime*, in secondo luogo l'aumento dei tassi d'interesse per le

²³²Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

preoccupazioni sull'inflazione dato l'aumento del deficit derivante dalle spese per le guerre in Iraq e Afghanistan, in terzo luogo l'aumento del prezzo del petrolio e gas.

In questa situazione molti mutuatari *subprime*, la maggioranza dei quali utilizzava tassi d'interesse variabili, risultarono incapaci di adempiere ai loro obblighi nel momento in cui si verificò l'aumento del tasso d'interesse. Con l'insolvenza crescente sui mutui il prezzo del mercato immobiliare incominciò a diminuire progressivamente, esacerbando il problema dal momento che anche mutuatari più 'solidi' incominciarono ad essere insolventi.

Con l'insolvenza dei mutui, gli ABS strutturati sugli stessi, così come le obbligazioni CDOs, persero valore erodendo il capitale di molte istituzioni finanziarie, la cui capacità fu ulteriormente compromessa dal verificarsi dell'evento di credito per molti CDS. Il fallimento di varie istituzioni finanziarie e il congelamento dei mercati finanziari ebbero conseguenze nefaste sull'economia reale.

Infine, la deregolamentazione del sistema finanziario ha giocato un ruolo significativo per la creazione di questi squilibri strutturali. La normativa americana del sistema bancario, introdotta durante il New Deal, prevedeva la separazione dell'attività bancaria normale dall'attività bancaria d'investimento. La *legge Glass-Steagall* impediva alle banche di svolgere attività d'investimento e speculativa (titoli, assicurazioni, ecc.). Ogni banca doveva scegliere se essere banca commerciale o veicolo d'investimento finanziario. In generale il sistema regolatore prevedeva una netta separazione tra i diversi comparti dell'attività finanziaria e limiti ai tassi d'interesse. Nel 1996 la legge viene significativamente modificata permettendo alle banche commerciali di svolgere attività d'investimento per non più di un quarto del loro giro d'affari, il che comportò fenomeni di fusioni tra banche che creano grandi complessi aumentando il rischio sistemico.

3.2.4 Un approfondimento sul ruolo dei CDS e la loro evoluzione post crisi

Si è visto come i CDS abbiano giocato un ruolo di primaria importanza nell'ultima crisi finanziaria globale. Nonostante alcune debolezze strutturali che ne hanno minato il funzionamento, i CDS sono in grado di offrire anche delle importanti opportunità per il mercato. Un discorso analogo può valere anche per gli altri strumenti finanziari trattati nel paragrafo precedente.

Secondo Jarrow (2011)²³³, gli strumenti derivati di credito possono apportare dei contributi positivi nei mercati finanziari. Gli ABS forniscono nuove opportunità di investimento per i partecipanti al mercato, facilitando l'accesso ai *Debt Capital Markets* e stimolando la crescita dell'economia reale attraverso il finanziamento delle attività che compongono il collaterale. I CDS facilitano la vendita allo scoperto del debito per i partecipanti del mercato e in tal modo incrementano l'efficienza informativa in questi mercati. Mentre i CDO e i CDO² sono stati creati al fine di sfruttare gli errori nell'assegnazione delle valutazioni sul debito strutturato da parte delle agenzie di rating.

Nel seguente paragrafo ci si focalizza sui CDS cercando di coglierne le peculiarità in termini di opportunità e minacce per i mercati finanziari attraverso una revisione della letteratura su questo argomento. Infine si darà spazio a un approfondimento sull'evoluzione effettiva di tale strumento finanziario nei dieci anni successivi allo scoppio della crisi.

Per quanto concerne il potenziale positivo dei CDS, tra i principali benefici rientra la funzione di completamento dei mercati, dal momento che essi forniscono degli strumenti sia per la copertura che per la commercializzazione del rischio di credito. In tal modo si migliora la possibilità per le istituzioni finanziarie di gestire la propria esposizione e allo stesso tempo gli investitori possono beneficiare di maggiori opportunità d'investimento.

Inoltre un'ulteriore funzione positiva è data dal ruolo dei CDS in termini di miglioramento delle informazioni presenti sul mercato. Gli *spread* dei CDS²³⁴ rappresentano una misura del rischio di credito e dunque forniscono una valutazione basata sul mercato delle condizioni di credito²³⁵.

Strumenti di credito più tradizionali, come obbligazioni o prestiti, non offrono lo stesso grado di flessibilità strutturale né la gamma di applicazioni proprie dei CDS.

Una caratteristica strutturale fondamentale di tale prodotto sta nel dissociare il rischio di credito dal finanziamento, il che consente agli attori in gioco di modificare la propria esposizione al rischio senza dover comprare o vendere obbligazioni o prestiti nel mercato

²³³Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

²³⁴Con il termine *CDS spread* si fa riferimento al prezzo del CDS ed è denominato in punti base. Rappresenta il *premium* che il *protection buyer* deve pagare periodicamente al *protection seller*.

²³⁵ Angelini, Eliana, *Credit Default Swaps (CDS) and their Role in the Credit Risk Market*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2, 2012.

primario o secondario. Più nel dettaglio, l'utilizzo dei CDS offre una copertura e/o una diversificazione rispetto al rischio di credito ma anche rispetto al rischio di concentrazione. Quest'ultimo prevede di utilizzare un approccio volto alla diversificazione anche per la costruzione del portafoglio di prestiti, anche se *de facto* risulta un'operazione complicata per una serie di motivi: in primo luogo per le proprietà statistiche del rischio di credito (distribuzione non normale delle perdite) che fanno sì che per avere un portafoglio di prestiti realmente diversificato sia richiesto un numero di crediti significativamente più elevato rispetto al caso di un portafoglio composto da obbligazioni o azioni. Ulteriori problemi possono sorgere nelle relazioni con i propri clienti se per esigenze di diversificazione si contraggono i prestiti a clienti importanti²³⁶.

In tal senso, acquisire protezione attraverso l'utilizzo di CDS può ovviare a questi problemi, dal momento che, a differenza della vendita di un prestito, non è necessario il consenso dell'entità di riferimento, il che dunque non influisce sul portafoglio dei prestiti né sulle relazioni con i clienti. Allo stesso tempo un'istituzione bancaria che venda un CDS può diversificare il proprio portafoglio esponendosi in settori in cui non possiede una base di clienti²³⁷.

Un altro elemento offerto dai CDS è la possibilità di speculare sull'esposizione del credito, ossia essi consentono di speculare sulle variazioni dei CDS associati ad entità singole o a indici di mercato.

Tale attività speculativa ha l'effetto positivo di aggiungere liquidità al mercato nonché di migliorare la qualità delle informazioni a disposizione²³⁸. Ad esempio un investitore potrebbe speculare sulla qualità del credito dell'entità di riferimento, dal momento che, in generale, gli *spread* dei CDS aumentano con il peggioramento del merito di credito e diminuiscono con il miglioramento del merito di credito.

Dunque l'utilizzo di questi strumenti apre a nuove possibilità di investimento per gli operatori del mercato, come il poter adottare una posizione '*long*' senza dover pagare in anticipo per l'acquisizione di un'obbligazione. Pensiamo ad esempio al caso di un investitore che assume il ruolo di *protection seller* in un CDS dal momento che suppone che il merito di credito dell'entità in questione sia destinato a migliorare. In tal senso esso è visto assumere appunto

²³⁶Smithson, Charles, *Credit portfolio management*, Hoboken, N.J., Wiley, 2003.

²³⁷Angelini, Eliana, *Credit Default Swaps (CDS) and their Role in the Credit Risk Market*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2, 2012.

²³⁸International Monetary Fund (IMF), *Global financial stability report*, 2006.

una posizione *'long'* sul CDS e sul credito, come se l'investitore stesso possedesse l'obbligazione. Viceversa il *protection buyer* in questo esempio assume una posizione *'short'* sul CDS e sul credito. Dal momento che l'investitore in nessuno dei due casi possiede l'obbligazione, la sua posizione si definisce come *synthetic long o short*²³⁹.

L'assunzione di pratiche speculative, in particolare in questa tipologia di strumenti, può aumentare il rischio sistemico nonché il rischio di contagio.

Un problema principale riguarda il *counterparty risk* nel caso di default di un importante *protection seller*, pensiamo al caso della società assicurativa *AIG* nell'ultima crisi finanziaria.

In un mercato concentrato come quello dei CDS, il fallimento di un *player* principale può innescare un effetto domino, estendendo il contagio agli altri partecipanti al mercato. In tale contesto diventa essenziale una corretta capitalizzazione per poter affrontare eventuali perdite, soprattutto nel caso in cui si adotti una posizione di *protection seller*. Una mancanza di liquidità preposta ad affrontare tale rischio può sensibilmente aumentare il rischio sistemico²⁴⁰.

Un fattore interessante, ricollegandosi alla questione della speculazione, è proprio il fatto che risulta irrilevante in questo contesto che il CDS sia speculativo o meno; difatti una questione chiave non è tanto la distinzione di per sé tra CDS speculativi o meno, quanto piuttosto la corretta gestione del *counterparty risk* nel mercato dei CDS²⁴¹.

Un'ulteriore possibilità offerta dai CDS è in termini assicurativi. Difatti, nonostante il CDS si configuri sotto certi aspetti come un contratto assicurativo, vi sono delle significative differenze tra un CDS e un'assicurazione tradizionale. In primo luogo coloro che acquistano un CDS possiedono una maggiore flessibilità rispetto a quanto offerto dal mercato assicurativo. Ad esempio, le polizze assicurative possono essere vendute solo da entità regolamentate e gli acquirenti dell'assicurazione devono possedere l'entità di riferimento. Dunque l'utilizzo di CDS offre margini di manovra sensibilmente maggiori per gli investitori.

Infine, un altro dei vantaggi principali dei CDS consisterebbe nel miglioramento delle informazioni disponibili sul mercato. Il mercato dei CDS è tra le misure più limpide per cogliere il prezzo di mercato del rischio di default aziendale ed è tra gli indicatori più adatti per la salute

²³⁹Angelini, Eliana, *Credit Default Swaps (CDS) and their Role in the Credit Risk Market*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2, 2012.

²⁴⁰Cont, Rama e Minca, Andreea, *Credit Default Swaps and Systemic Risk*, Isaac Newton Institute, 2014.

²⁴¹Cont, Rama, *Credit Default Swaps and Financial Stability*, Financial Stability Review, 14, 2010.

finanziaria di un'azienda. Tali strumenti offrono dunque informazioni che possono essere sfruttate vantaggiosamente dagli operatori finanziari per i loro investimenti, così come dalle autorità regolatrici per individuare problematicità in entità del mercato specifiche.

Per questi motivi i CDS vengono utilizzati come indicatori di prezzo di altri mercati, come quello dei prestiti, delle obbligazioni ma anche delle partecipazioni azionarie²⁴².

L'affidabilità degli *spread* come indicatori per un'analisi di stabilità dipende in larga misura da quanto siano legati alle probabilità di default e dal grado con cui riescono ad identificare e rispondere alle variazioni del merito di credito dei debitori.

Confrontare il prezzo di un CDS con lo *spread* dell'obbligazione²⁴³ permette ad un investitore di considerare il rischio dell'emittente dal momento che il primo elemento, che ricordiamo rappresentare la quota pagata periodicamente dal *protection buyer*, riflette in linea di massima l'aspettativa del mercato di un default dell'emittente.

In realtà, da un punto di vista teorico, dovrebbero essere sufficienti i rendimenti di un'obbligazione per fare valutazioni sul rischio dell'investimento, e dunque il contributo in termini di informazioni apportato dai CDS dovrebbe essere trascurabile.

Nella pratica però questi due indicatori presentano differenze significative. In primis, i rendimenti delle obbligazioni sono influenzati da vari fattori oltre al rischio di credito, come ad esempio il rischio di liquidità e il rischio del tasso d'interesse, il che comporta assunzioni differenti per calcolare le probabilità di default. Allo stesso tempo, gli *spread* dei CDS non sono immediatamente convertibili in probabilità di default a causa delle incertezze relative ai valori di recupero, al *counterparty risk* e a possibili specificità contrattuali. Inoltre i CDS permettono di separare il rischio di credito dal rischio di interesse, escludendo così una fonte di incertezza nel meccanismo di prezzo sottostante.

Gli *spread* dei CDS e delle obbligazioni forniscono due fonti di informazioni complementari e una serie di studi sostiene come i primi contengano caratteristiche più favorevoli in termini di indicatori di instabilità nel sistema.

Il mercato dei CDS attraverso lo scambio diventa più liquido, migliorando le possibilità per i *protection buyer* e *seller* di trovare una controparte per i propri contratti e allo stesso tempo

²⁴²Terzi, Nuray e Ulucay, Korkmaz, *The Role of Credit Default Swaps on Financial Market Stability*, Procedia Social and Behavioral Sciences, 24, 2011.

²⁴³Misurato come il rendimento in eccesso rispetto al tasso interbancario.

migliorando l'efficienza del sistema dei prezzi di tale mercato. D'altra parte, è stato sottolineato come un'eccessiva attività di scambio potrebbe invece distorcere il meccanismo dei prezzi incrementando il tasso d'interesse pagato dai debitori dell'entità di riferimento²⁴⁴.

L'ultima crisi finanziaria globale ha focalizzato l'attenzione su questi strumenti finanziari, facendo sorgere preoccupazioni riguardo alla natura opaca e scarsamente regolamentata del mercato dei CDS.

Nelle pagine precedenti si è visto il ruolo dei CDS nella crisi e le problematiche che ne influenzavano il mercato, tra le quali spiccano dotazioni di capitale insufficienti da parte di molti *protection seller*, il che aggravò il *counterparty risk*, e gli errori nella valutazione da parte delle agenzie di rating.

Se il *protection seller* non ha una dotazione di capitale adeguata, i mercati *over-the-counter* dei CDS agiscono come un canale per la diffusione del contagio e del rischio sistemico. Difatti la riduzione del rischio a livello di un'entità individuale può comportare un rischio maggiore per il sistema: quando i partecipanti al mercato possono coprirsi da certi rischi, per gli stessi diventa possibile aumentare l'ammontare dei rischi che complessivamente assumono. Il principio in questo caso dovrebbe essere che finché le società non assumono un livello di rischio eccessivo, l'utilizzo di tali strumenti rende il sistema *de facto* più sicuro dal momento che le istituzioni individuali che si tutelano con strategie di *hedging* sono meno vulnerabili agli shock del mercato.

Ciò che ha evidenziato la crisi è che la sola esistenza di un mercato dei CDS non era una condizione sufficiente per garantire una maggiore stabilità finanziaria per il sistema.

Secondo Angelini (2012), in primo luogo i CDS hanno contribuito ad allineare i profili di rischio tra le istituzioni finanziarie, aumentando così la loro vulnerabilità a *shock* sistemici. In secondo luogo, il rischio di credito si è accumulato in alcune parti del sistema finanziario che non erano dotate di risorse finanziarie ed organizzative per affrontare tali rischi. Infine, con l'incremento del *counterparty risk* e la mancanza di consapevolezza da parte del mercato di tale incremento, i CDS hanno agito come canali di diffusione del rischio contribuendo ad effetti di *spill-over* ed aumentando così la fragilità del sistema. Dunque, la crisi ha dimostrato come non

²⁴⁴Angelini, Eliana, *Credit Default Swaps (CDS) and their Role in the Credit Risk Market*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2, 2012.

si possa godere dei benefici di una maggiore diversificazione del rischio finché non si correggono le problematiche evidenziate²⁴⁵.

Un punto di vista interessante sull'argomento è quello proposto dai professori Shanuka Senarath e Richard Coop della Griffith University²⁴⁶. Essi sottolineano come la numerosa letteratura prodotta nell'ultimo decennio su questo tema si sia principalmente focalizzata su temi come la regolamentazione, i requisiti di divulgazione, la trasparenza, ecc., mentre minore attenzione è stata posta sul tema chiave dell'azzardo morale. Tale tema è visto dagli autori come centrale in quanto è tra le cause all'origine delle operazioni di prestito negligenti, le quali, come si è visto, hanno un ruolo primario nella crisi.

Attraverso una revisione della letteratura su quest'argomento, gli autori sintetizzano tre punti ricorrenti che riguardano il ruolo assicurativo dei CDS, la loro propensione a generare rischio sistemico e le soluzioni più ricorrenti per tali problemi.

Il quadro che si prospetta vede i CDS come una forma atipica di assicurazione che manca però di alcuni elementi fondamentali rispetto all'assicurazione tradizionale, in primis la mancanza dell'interesse assicurabile (si ha un interesse assicurabile nei confronti di un oggetto se il danno o la perdita dell'oggetto cagiona un danno finanziario o un'altra forma di disagio) e il tema dell'indennizzo (le polizze assicurative hanno unicamente il ruolo di compensare una perdita mentre con un CDS il *protection buyer* può ottenere una compensazione senza subire una perdita e potenzialmente può realizzare un guadagno).

Per quanto concerne il rischio sistemico, i CDS aumentano il rischio sistemico, in linea con quanto affermato nelle pagine precedenti, e uno dei fattori è proprio la mancanza dell'interesse assicurabile che porta ad utilizzi eccessivamente speculativi.

Riguardo alle soluzioni proposte, spiccano e sono ricorrenti la necessità di dotazioni adeguate di capitale e l'incorporazione dell'interesse assicurabile, il che vorrebbe dire eliminare i cosiddetti *naked CDS*. I "*CDS nudi*" si differenziano dai *covered CDS* nel quale il *protection buyer* è il proprietario dell'entità di riferimento su cui sorge il contratto. Nei *naked CDS* è possibile agire da *protection buyer* senza detenere il titolo sottostante; per tale ragione sono stati oggetto di critiche dal momento che aumentano il rischio globale di insolvenza nei

²⁴⁵Angelini, Eliana, *Credit Default Swaps (CDS) and their Role in the Credit Risk Market*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2, 2012.

²⁴⁶ Senarath, Shanuka e Coop, Richard, *Credit Default Swaps and the Global Financial Crisis: Reframing Credit Default Swaps as Quasi-Insurance*, Global Economy and Finance Journal, 8, 2015.

mercati finanziari. Il motivo è che possono aumentare considerevolmente il volume rimborsabile da coloro che agiscono da assicuratori dei CDS, i *protection seller*, per un valore che supera di gran lunga l'entità della perdita effettiva sul sottostante.

Gli autori poi si focalizzano sulla questione dell'azzardo morale il quale ebbe un ruolo fondamentale per la creazione dei 'limoni', utilizzando l'accezione di Akerlof²⁴⁷. L'ampio utilizzo di mutui *subprime* difatti avrebbe di per sé aumentato il rischio sistemico anche senza attività speculative eccessivamente avventate. Semmai il secondo fattore ha esacerbato il problema, ma un gran numero di default sui mutui avrebbe minato la stabilità del sistema attraverso il fallimento delle istituzioni che si erano assunte il rischio dei 'limoni'.

Senarath e Coop (2015) aggiungono inoltre che la letteratura esistente non ha prestato l'attenzione dovuta al problema della concentrazione del rischio nella figura del *protection seller*, nonché al tema della necessità di una regolamentazione sulla dotazione di liquidità per quest'ultimo.

Per affrontare i suddetti problemi, viene proposta un'analisi dal punto di vista contrattuale dove si confrontano i contratti CDS con quelli che dovrebbero essere le soluzioni teoricamente ottimali.

Il caso di partenza riguarda il quasi fallimento del colosso dell'assicurazione *American International Group* (AIG), si parla di quasi fallimento perché la società fu salvata dalla bancarotta grazie all'intervento governativo in quanto ritenuta *too big to fail*. Il caso dell'AIG è un esempio paradigmatico per comprendere il rischio derivante dalla deregolamentazione, o da una regolamentazione insufficiente, del mercato dei CDS.

Negli anni precedenti la crisi, l'AIG assunse un ruolo di *protection seller* nei CDS nei confronti di molte tra le più importanti istituzioni finanziarie istituendo un gran numero di *naked CDS*. Con lo scoppio della crisi nei mutui *subprime*, l'AIG si trovò impossibilitata a ripagare tutti i contratti che aveva sottoscritto considerando altamente improbabile il verificarsi degli eventi di credito.

Da questa situazione si evincono alcune conclusioni importanti. In primis, vi era un'eccessiva concentrazione del rischio verso un'unica entità dal momento che non esistevano meccanismi

²⁴⁷ Akerlof, George, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 3, 1970. In questo articolo con il termine limoni si fa riferimento ad automobili di cattiva qualità scambiate sul mercato delle auto di seconda mano. In questo caso invece fa riferimento ai *mutui subprime*.

per la *riassicurazione*. Si tratta di una pratica secondo cui l'assicuratore trasferisce parte del rischio sostenuto ad una controparte in cambio del pagamento di un premio al fine di ridurre la probabilità di dover pagare esosi indennizzi per specifici eventi.

In secondo luogo, la dotazione di liquidità preposta ad affrontare i rischi sottostanti al ruolo di *protection seller* in un CDS era assolutamente insufficiente. Porre l'attenzione sulla liquidità è un punto di vista innovativo rispetto a quanto trattato dalla letteratura sull'argomento che si focalizza principalmente sulla dotazione di capitale invece che sulla liquidità. Nel caso dell'AIG, infatti, il problema stava nel fatto che non era stata accantonata sufficiente liquidità per far fronte a possibili default futuri, in una situazione in cui la dotazione di asset (non liquidi) era sufficiente per far fronte alle passività²⁴⁸.

Il modello proposto dagli autori, tenendo conto di tutte le considerazioni precedenti, si pone l'obiettivo di ovviare o quanto meno attenuare i suddetti problemi.

La questione alla base è quella dell'azzardo morale, laddove il mutuante, in un contesto di *originate-to-distribute* in riferimento alla pratica della cartolarizzazione dei prestiti, può permettersi di non considerare la qualità dei prestiti erogati come un fattore primario. L'asimmetria informativa che ne deriva fa sorgere una questione di azzardo morale da parte del mutuatario originale. Il *protection seller* in un CDS difatti non ha sufficienti informazioni sulla qualità del prestito che assicura, mentre dall'altra parte, il *protection buyer* può sfruttare l'asimmetria informativa ed elargire prestiti a individui con dubbi meriti di credito oppure semplicemente può permettersi di tralasciare quelle dispendiose operazioni relative alla valutazione e monitoraggio della condizione del mutuatario.

Il primo passo per ovviare al problema del comportamento poco prudente delle parti in gioco prende riferimento alla pratica adottata dalle assicurazioni attive nel campo degli autoveicoli che prevede il concetto di 'eccesso' per affrontare l'azzardo morale dei guidatori.

Dal punto di vista teorico, un guidatore completamente assicurato ha pochi incentivi per adottare un comportamento prudente alla guida. L'introduzione del concetto di 'eccesso' vuol dire che l'assicuratore pone un limite inferiore per elargire il compenso in caso di sinistri pagando unicamente la differenza tra il costo del danno e il limite utilizzato.

²⁴⁸Senarath, Shanuka e Coop, Richard, *Credit Default Swaps and the Global Financial Crisis: Reframing Credit Default Swaps as Quasi-Insurance*, Global Economy and Finance Journal, 8, 2015.

Se il costo del danno è inferiore a quel limite, allora l'assicuratore non eroga alcun pagamento. In tal modo aumentano gli incentivi per il guidatore ad adottare un comportamento prudente. Analogamente per incentivare l'istituzione bancaria a valutare prudentemente e monitorare il richiedente del prestito, il *protection seller* potrebbe imporre una soglia minima per rimborsare l'assicurato in modo che il *protection buyer* abbia degli interessi diretti in gioco. Per stemperare poi la concentrazione del rischio in mano ad un unico *player* e dunque per diminuire il rischio sistemico, viene suggerita l'introduzione della possibilità di aggiungere una riassicurazione (o meglio di *re-protection* nel caso dei CDS) in modo da diminuire la concentrazione del rischio, che verrebbe invece 'spalmato' su diverse entità, ma allo stesso tempo arginandone la portata.

Per quanto concerne i benefici della riassicurazione, essa conferisce all'assicuratore una maggiore capacità di sostenere i propri obblighi finanziari nel momento in cui si verificano eventi inusuali e di ampia portata. Inoltre, attraverso tale pratica, l'assicuratore può sottoscrivere polizze che comportano un maggiore volume di rischio senza però incidere eccessivamente sui costi amministrativi per la copertura dei margini di solvibilità.

Oltre a ciò, al fine di regolamentare il mercato dei CDS, bisognerebbe introdurre dei margini di liquidità per il *protection seller* e non focalizzarsi dunque unicamente sul problema delle dotazioni di capitale.

Nel formulare il modello definitivo, a cui poi si farà riferimento per gli ACDS, gli autori partono da un'importante assunzione, ossia l'assenza di cartolarizzazione. La ratio alla base di tale scelta è che l'azzardo morale e le asimmetrie informative rimangono anche se si esclude questo fattore, mentre includendolo bisognerebbe sviluppare ulteriormente il modello.

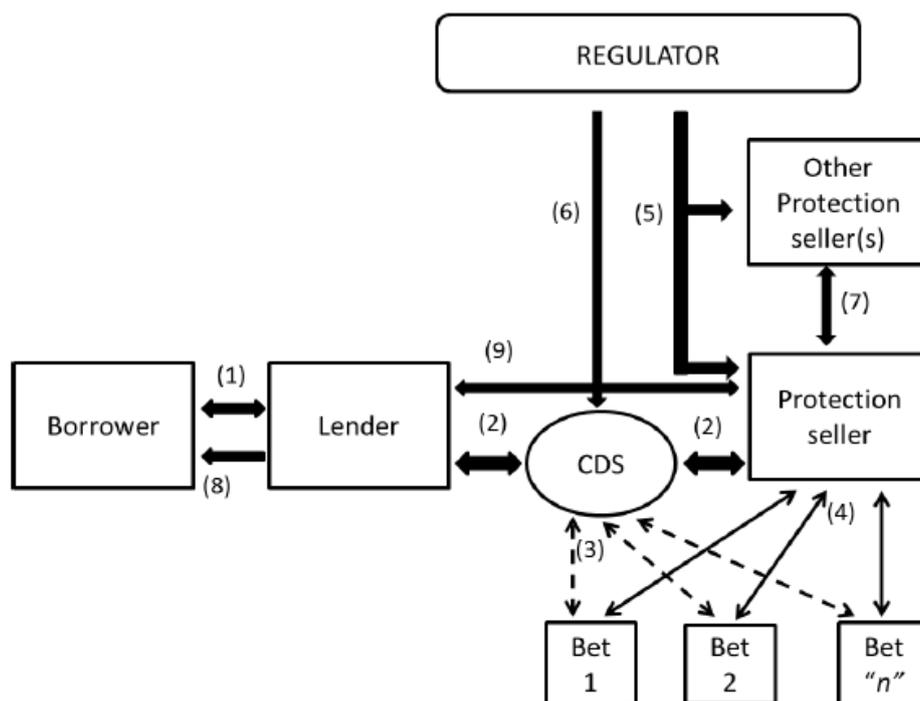


Figura 3.3: Un modello per i CDS. Senarath, Shanuka e Coop, Richard, Credit Default Swaps and the Global Financial Crisis: reframing Credit Default Swaps as Quasi-Insurance, Global Economy and Finance Journal, 8, 2015.

La figura 3.3 illustra sinteticamente l'insieme delle relazioni presenti in un CDS e le modifiche apportate nel nuovo modello. In essa vengono numerate le varie relazioni in gioco.

Nel caso di un semplice prestito senza l'istituzione di un CDS esistono unicamente le relazioni 1 e 8. Se si aggiunge un CDS, le relazioni si ampliano (2) con l'introduzione del *protection seller*. Per la mancanza di regolamentazione, è possibile per altre parti entrare nella relazione attraverso dei *naked CDS* con il *protection seller*, pagando a quest'ultimo gli *spread* del CDS (relazioni 3 e 4). In questa situazione solo il *lender* detiene un *covered CDS* e in caso di default del *borrower*, il *protection seller* deve 'rimborsare' il *lender* e tutti gli altri 'scommettitori'.

Passando alle raccomandazioni da implementare, si ribadisce l'importanza di introdurre la necessità dell'interesse assicurabile in modo da eliminare tutti i *naked CDS* dal modello (dunque vengono eliminate le relazioni 3 e 4). In tal modo il *protection seller* si trova in una situazione meno rischiosa rispetto quella precedente.

Poi, concordando con la letteratura esistente, viene aggiunta al modello un'entità regolatrice funzionale ad attuare quando indicato (ad esempio le dotazioni di capitale e liquidità, l'introduzione di un meccanismo di *central clearing*, ecc.) e controllare il mercato.

A questo punto gli autori aggiungono ulteriori passaggi in base alle loro considerazioni in modo da rendere ulteriormente più stabile il sistema. In particolare, l'introduzione di meccanismi di

riassicurazione (*re-protection*) evidenziati dalle relazioni 5 e 7 e il concetto di eccesso che fa sì che il *lender* debba condividere parte del rischio (9) ed è dunque incentivato a valutare e monitorare con più attenzione il *borrower*. In tal modo in caso di *default* del *borrower* il sistema è meno esposto, con una parte della perdita che viene assorbita dal *lender* e la perdita rimanente che viene spartita tra i vari *protection seller*.

Per le precauzioni messe in atto lo stesso *default* del prestatore diviene meno probabile e grazie alla regolamentazione la posizione dei soggetti coinvolti è meno fragile, in particolare ciò vale per il *protection seller*.

Gli autori infine accennano soltanto, lasciando ad altri il compito di approfondire il problema, al ruolo delle agenzie di *rating*. Viene enfatizzata la necessità di modificare il sistema di compensi, facendolo slittare verso l'investitore, e di introdurre ulteriori correttivi come una maggiore responsabilità per le valutazioni effettuate.

Concludendo, per Senarath e Coop (2015) l'introduzione di questi correttivi porterebbe ad una serie di conseguenze. In primo luogo, dovrebbe aumentare la qualità dei mutui erogati in relazione al merito di credito dei mutuatari, mentre, allo stesso tempo, ci si potrebbe aspettare una diminuzione nella quantità dei mutui. Contemporaneamente, dovrebbe aumentare il costo dell'erogazione del mutuo così come il tempo di approvazione dello stesso. Invece, con l'introduzione dell'interesse assicurabile, si andrebbero a contrarre i profitti di breve termine dei *protection seller* a causa appunto dell'eliminazione dei *naked CDS*. Mentre, attraverso i meccanismi di riassicurazione e con l'introduzione dei margini di liquidità, si inciderebbe positivamente sulla stabilità nel lungo periodo dal momento che si andrebbe a rafforzare la posizione del *protection seller* e la sua capacità di affrontare default improvvisi e inattesi²⁴⁹.

Ci concentriamo ora sull'evoluzione del mercato dei CDS nei dieci anni successivi alla crisi. In tale periodo si è assistito a profondi cambiamenti in tale mercato, in primis in termini di valore del mercato stesso.

Alla vigilia della crisi, nel 2007, il valore nozionale²⁵⁰ di tale mercato raggiunse il picco attorno a 61.2 bilioni di dollari. Negli anni successivi si è assistito a un netto calo del volume di tali

²⁴⁹Senarath, Shanuka e Coop, Richard, *Credit Default Swaps and the Global Financial Crisis: Reframing Credit Default Swaps as Quasi-Insurance*, *Global Economy and Finance Journal*, 8, 2015.

²⁵⁰ Con tale termine si intende l'importo assunto come base di calcolo per l'adempimento degli obblighi associati a uno strumento derivato o titolo assunto a riferimento come sottostante per il pricing di un contratto derivato.

strumenti, con un mercato che nel 2017 si attestava su un valore nozionale di 9.4 bilioni di dollari. Analogamente, il *gross market value*, un indicatore dell'esposizione del rischio di credito, ha seguito la medesima strada. La contrazione del mercato ha coinvolto sia i *single-name CDS* che i *multi-name CDS*, cioè sia i titoli derivati la cui entità di riferimento è un debitore specifico, come un'istituzione non finanziaria, una banca, uno Stato, ecc.; sia i titoli la cui entità di riferimento è composta da una pluralità di elementi, di solito un paniere di CDS o un indice di CDS²⁵¹.

Un altro fenomeno riguarda la progressiva standardizzazione del mercato, con una concentrazione su CDS a scadenza quinquennale. Un ruolo fondamentale per l'evoluzione del mercato dell'ultimo decennio è stato giocato dalle *central clearing counterparties (CCPs)*²⁵² che hanno progressivamente espanso la loro presenza su questo mercato; mentre, negli stessi anni, le *inter-dealer positions* che dominavano il mercato hanno drasticamente ridotto la loro portata.

Per quanto riguarda le modalità con cui la Controparte Centrale ha influenzato le dinamiche del mercato, vi sono due possibilità principali in grado di spiegare la contrazione del mercato dei CDS.

La prima è la novazione che in questo caso rappresenta una modalità di estinzione di un'obbligazione contrattuale tra un singolo *inter-dealer* che viene rimpiazzata da due accordi compensativi tra i rispettivi *dealers* e la CCP. In realtà tale tipologia è in grado di spiegare solo una modesta percentuale della diminuzione delle posizioni tra *inter-dealer*.

Invece la modalità che spiega il declino dei valori nozionali è l'attività di *netting*²⁵³ da parte delle CCP con cui compensa le posizioni tra le controparti, riducendo l'ammontare nozionale lordo.

Il nozionale è così denominato perché si tratta di un capitale fittizio, che non viene scambiato. (www.borsaitaliana.it).

²⁵¹ Aldasoro, Inaki e Ehlers, Torsten, *The credit default swap market: what a difference a decade makes*, BIS Quarterly Review, 2018.

²⁵² La controparte centrale si tratta di un'istituzione volta a controllare e contenere il rischio di sostituzione (o di mercato), sostituendo il rischio di credito di ogni soggetto che esegue un'operazione con il rischio di credito della controparte centrale. La controparte centrale gestisce l'assunzione di rischi in maniera tale che la sua probabilità di default risulti assai inferiore alla probabilità di default di tutto il mercato e dei soggetti che vi partecipano. Inoltre aumenta l'efficienza del mercato grazie alla diminuzione del numero di operazioni mediante la compensazione delle stesse nonché grazie alla riduzione dei contratti di ogni aderente ad una singola posizione su ogni strumento. (www.borsaitaliana.it).

²⁵³ Si tratta di una procedura che consiste nella compensazione bilaterale (o multilaterale), se coinvolge due (o più) operatori riguardo a tutti i pagamenti da ricevere ed effettuare a una determinata data e in una certa valuta

La penetrazione delle CCPs è stata particolarmente marcata nel mercato dei *multi-name CDS* che consiste di indici di CDS in maniera prevalente. La motivazione è che tale tipologia di contratti è più standardizzata e quindi risulta più facile intervenire. Inoltre in alcune giurisdizioni come gli Stati Uniti e l'Unione Europea, l'attività di *clearing* per indici di CDS è diventata obbligatoria, mentre negli USA i *single-name CDS* sono rimasti generalmente al di fuori della portata delle riforme post crisi volte ad incrementare meccanismi di *central clearing*.

Le operazioni di *clearing* sono concentrate in un ristretto numero di principali CCPs. Ad esempio per i contratti denominati in euro, le due istituzioni principali sono l'*ICE Clear Europe* e l'*ICE Clear Credit*.

Un'ulteriore evoluzione del mercato negli anni successivi alla crisi vede una generale riduzione dei due principali rischi affrontati dai partecipanti al contratto: il rischio di credito dell'entità di riferimento e il *counterparty risk*. Il rischio di credito si è focalizzato su titoli nazionali e portafogli con entità di riferimento che possono vantare complessivamente migliori meriti e valutazioni di credito. Il *counterparty risk*, grazie alla standardizzazione nel mercato dei CDS e all'attività delle CCPs in particolare in termini di *netting* delle posizioni, è diminuito. Nonostante un maggiore assorbimento del *counterparty risk* da parte delle CCPs, sono state prese diverse misure per contenere tali rischi come requisiti di capitale e di riserve per tali istituzioni, fondi per i *default*, livelli multipli di margini, ecc.. Inoltre, nonostante tali cambi strutturali, il rischio di credito non è concentrato in una tipologia di controparte specifica²⁵⁴.

nei confronti di ogni altro operatore aderente al sistema. Tale procedura ha il vantaggio di ridurre notevolmente numerosità e importi delle posizioni da liquidare, diminuendo così i costi di transazione ed eventualmente di tassazione. Riveste particolare rilievo in due settori nevralgici: quello interbancario e quello relativo alle posizioni intrattenute in una borsa da uno stesso intermediario per conto di una molteplicità di clienti. (www.treccani.it).

²⁵⁴Aldasoro, Inaki e Ehlers, Torsten, *The credit default swap market: what a difference a decade makes*, BIS Quarterly Review, 2018.

3.3 UNA POSSIBILE EVOLUZIONE DEGLI ACDS

3.3.1 ACDS e una rilettura dei fattori relativi alla crisi del 2007

Una volta tratteggiati i fattori principali alla base dell'ultima crisi finanziaria globale, è possibile fare un confronto tra gli stessi e il ruolo che avrebbero gli ACDS nel caso in cui si sviluppasse il loro mercato. Ricordiamo come nei fattori principali rientrano i problemi degli incentivi, il ruolo delle agenzie di rating e l'assenza di un'adeguata regolamentazione.

Una considerazione preliminare riguarda gli strumenti derivati il cui utilizzo fu tra le cause principali per lo scoppio e la propagazione della crisi.

Nella parte iniziale del capitolo è stato affrontato il tema degli strumenti derivati nel mercato dell'arte e si è visto come non esista un quadro organico ma semmai è possibile parlare di iniziative singole. Al momento attuale non sembrano sussistere le basi per poter sviluppare un mercato propriamente detto per gli *art derivatives*, almeno al di fuori degli ACDS (anche se questa rimane un'opinione di chi scrive), in primo luogo perché il mercato dell'arte rimane un mercato fortemente di nicchia, nonché per le specificità di tale mercato.

Risulta sufficiente fare una considerazione in termini numerici, confrontando il valore delle vendite nel mercato dell'arte nel 2017 con quello dei CDS alla vigilia della crisi nel 2007: 63.7 miliardi di dollari²⁵⁵ nel primo caso, 61.2 bilioni di dollari nel secondo.

In particolare gli ABS, e di conseguenza i CDO, per funzionare richiederebbero cifre ben maggiori nonché una struttura funzionale allo scambio decisamente più articolata. Pensiamo soltanto alla frequenza giornaliera degli scambi nei mercati finanziari rispetto al mercato dell'arte, dove circa la metà delle compravendite in termini di valore avviene nelle principali case d'asta le cui sessioni di vendita sono decisamente più sporadiche rispetto agli scambi in borsa.

Inoltre per una cartolarizzazione di questo tipo, sarebbe necessario istituire delle entità come un *Special Purpose Vehicle* con operazioni dispendiose che non ripagherebbero l'investimento. Ricordiamo che i costi associati alla creazione e alla vendita di ABS sono giustificati da una corrispettiva creazione superiore di valore secondo diverse declinazioni, la più importante delle quali è il completamento del mercato. Difatti la possibilità di investire per varie istituzioni finanziarie in un'*asset class* alternativa come quella dei mutui è subordinata

²⁵⁵McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

all'esistenza di un mercato con valori ben superiori a quelli del mercato dell'arte. Considerazioni analoghe valgono anche per il settore dei prestiti con arte come collaterale, mercato stimato tra i 17 e i 20 miliardi di dollari, che come si è visto si configura come un servizio di nicchia ben lontano da un *mass market product*.

Per tali motivi il rischio sistemico per i mercati finanziari nel caso di uno sviluppo del mercato degli ACDS risulta essere trascurabile se si considerano i valori in gioco. Semmai il rischio sistemico potrebbe riguardare il mercato dell'arte e i principali *player* che ne fanno parte.

Fatte tali considerazioni, è comunque possibile tracciare dei parallelismi tra i fattori alla base dell'ultima crisi finanziaria globale e il caso degli ACDS per poter cogliere la maniera più adeguata per strutturare questi ultimi.

Il problema degli incentivi e dell'azzardo morale è da tenere in considerazione anche nel caso degli ACDS. Difatti la qualità dei prestiti elargiti con un'opera d'arte come collaterale risulta essere vitale per garantire un corretto funzionamento del sistema nel medio - lungo termine, a prescindere dalle considerazioni riguardo l'impatto di questo particolare mercato sulla stabilità finanziaria degli altri settori dell'economia.

Nonostante la questione dell'azzardo morale per il *protection buyer*, l'adozione di pratiche adeguate per la valutazione del merito di credito del mutuatario è una *conditio sine qua non* per consentire la sostenibilità di tale sistema. In tal senso, un ruolo centrale dovrebbe essere quello delle entità regolatrici che dovrebbero occuparsi di fornire una corretta regolamentazione a questo mercato (tema approfondito nelle pagine successive).

Limitare gli incentivi per le istituzioni finanziarie nell'adozione di pratiche poco stringenti per l'elargizione dei prestiti è quindi un passaggio fondamentale.

Allo stesso tempo però il cosiddetto *agency problem*, di cui si è accennato in precedenza per la struttura dei compensi delle classi dirigenziali orientata al breve termine, non trova riscontro nella situazione presa in considerazione. Il motivo principale è che, nella situazione pre crisi, esso si configurava nelle strategie di investimento fortemente orientate sugli *investment grade bonds* come gli ABS e i CDO mentre gli ACDS, in linea con le considerazioni fatte in precedenza, non presentano le stesse caratteristiche che hanno reso tali strumenti finanziari così appetibili.

Considerazioni analoghe valgono anche per le agenzie di rating, che ebbero un ruolo cruciale nella crisi, le quali non sono presenti nel mercato degli ACDS.

Con riferimento alle considerazioni di Senarath e Coop (2015) riguardo ai CDS riportate nei paragrafi precedenti, si può asserire come gli ACDS per la loro stessa natura presentino delle caratteristiche più favorevoli rispetto ai tradizionali CDS.

In primis, gli ACDS non sono *naked CDS* e incorporano l'interesse assicurabile. Negli ACDS il *protection buyer* è colui che emette il prestito ed ha un rapporto diretto con l'entità di riferimento su cui sorge il contratto. Per avere un *naked ACDS* si dovrebbe consentire a terze parti di svolgere il ruolo di *protection buyer* senza che abbiano un coinvolgimento diretto nel prestito elargito, il che, come si è visto, aumenta considerevolmente l'instabilità ed il rischio sistemico.

Dal momento che gli ACDS rimangono uno strumento di nicchia, con un valore di mercato contenuto rispetto ad altre alternative, e riflettono un servizio di concessione di prestiti non standardizzato ed altamente variabile in base al caso specifico, essi risultano *de facto* coperti da azioni eccessivamente speculative. Per cautelarsi ulteriormente, basterebbe poi una regolamentazione che vieti la creazione di *naked ACDS* in modo da rafforzare ulteriormente tale mercato.

Per affrontare il problema dell'azzardo morale da parte del *protection buyer*, Senarath e Coop (2015) propongono di applicare il concetto di 'eccesso' anche al mercato dei CDS.

Nel caso degli ACDS vorrebbe dire che il *protection seller* introdurrebbe una soglia minima in termini di valore assunto dell'opera d'arte per elargire il pagamento nel caso in cui si verifici l'evento di credito. In tal modo l'istituzione erogatrice del prestito dovrebbe porre maggiore attenzione riguardo la qualità del debitore.

Ciò detto, nel caso in questione il concetto di eccesso potrebbe essere superfluo in molte situazioni o quanto meno dovrebbe dipendere dal singolo caso in questione.

In primo luogo, dal momento che l'istituzione di un ACDS presuppone almeno un livello minimo di conoscenza e di fiducia reciproca tra le parti in gioco. La natura stessa poi del collaterale dovrebbe scoraggiare tale pratica visto che un'istituzione museale dovrebbe svolgere il ruolo di *protection seller* per opere di suo interesse e non unicamente a fini di guadagno o speculativi.

Inoltre l'introduzione del concetto di 'eccesso' potrebbe scoraggiare l'istituzione bancaria ad entrare in questo tipo di contratti dal momento che diminuirebbe la copertura della stessa. Allo stesso tempo però in alcuni casi potrebbe essere un'azione appropriata; pensiamo ad

esempio al caso di un fondo di investimento in arte che vuole svolgere il ruolo di *protection seller* con finalità principalmente speculative, oppure per un museo che non possiede una conoscenza e/o garanzie sufficienti dal *protection buyer*.

Il caso dell'AIG fa riflettere sul tema del rischio sistemico e della concentrazione del rischio in pochi *player* che agiscono come *protection seller*. Per ovviare a questi problemi viene introdotto il concetto della riassicurazione (o meglio *re-protection*).

Nel caso degli ACDS il principio per le entità che vogliono assumere il ruolo di *protection seller*, soprattutto se si tratta di entità culturali, dovrebbe essere quello della prudenza, ossia non esporsi eccessivamente entrando in più contratti di quanti se ne possano sostenere, e di optare solo per opere di concreto interesse per l'istituzione in questione.

Idealmente si dovrebbe trattare difatti di un mercato orientato sulla 'qualità' più che sulla 'quantità', la cui crescita dovrebbe essere collegata alla crescita del numero dei partecipanti più che sull'assunzione di un rischio maggiore da parte di poche entità. Per intendersi, una sostanziosa crescita del mercato degli ACDS dovrebbe essere condizionata all'aumento del volume delle istituzioni museali o di altre parti interessate che fungono da *protection seller* anziché da una crescita eccessiva dei contratti sottoscritti dallo stesso numero di musei.

Fatta tale premessa, il concetto della *re-protection* potrebbe trovare maggiore spazio nel coinvolgimento delle entità pubbliche in questo mercato in modo da garantire una maggiore stabilità e tutela per le istituzioni museali, in virtù del fatto che rappresentano realtà di interesse collettivo.

In generale, le istituzioni regolatrici avrebbero un ruolo centrale per garantire il corretto funzionamento di tale mercato. Una premessa doverosa, prima di approfondire il tema della regolamentazione, riguarda l'adattabilità del modello in esame ai diversi sistemi culturali nazionali.

Sicuramente sistemi culturali come quello statunitense, dove la maggioranza delle organizzazioni culturali è di natura privata, possiedono caratteristiche affini per lo sviluppo del mercato degli ACDS, in primis per la flessibilità in termini di acquisto e vendita delle opere. Non sorprende constatare, come era stato riportato all'inizio del capitolo, che la netta maggioranza dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale viene erogata negli Stati Uniti e che, in generale, il settore dell'art banking è decisamente più sviluppato in questo Paese. Negli

Stati Uniti poi vige l'*Uniform Commercial Code* che permette ai mutuatari di mantenere il possesso dell'collaterale per la durata del prestito.

Lo strumento degli ACDS invece perde (buona) parte della sua applicabilità nel momento in cui si confronta con altre realtà nazionali come l'Italia. Lungi dall'essere una considerazione negativa, dal momento che ogni struttura culturale nazionale ha i suoi vantaggi e i suoi svantaggi, rimane comunque un fattore da tenere seriamente in considerazione nel momento in cui si vogliono fare valutazioni sull'efficacia di tale strumento finanziario.

La possibilità di disporre più o meno liberamente della collezione influisce sul grado operativo in questo campo del museo, laddove l'autonomia decisionale può essere un fattore cruciale. Ad esempio, nel caso italiano il primo *quid* che sorge spontaneo è se ci sia l'effettivo bisogno per i musei pubblici di acquistare ulteriori opere dal momento che i magazzini della maggior parte di questi sono già 'saturi'²⁵⁶. In termini numerici tra 2016 e 2017 il MiBAC ha acquistato 151 opere d'arte da destinare a diversi musei per un totale di 3.891.000,00 euro, principalmente come forma di prelazione su compravendite private o come acquisto coattivo per evitarne l'esportazione²⁵⁷.

Tenendo in considerazione l'enorme volume di opere nei magazzini dei musei maggiori, idealmente potrebbe essere più sensato investire i fondi a disposizione per ampliare e migliorare la superficie espositiva oppure per valorizzare in maniera più adeguata il patrimonio racchiuso nei magazzini, o ancora indirizzare i nuovi acquisti verso musei minori. Allo stesso tempo però, orientare le politiche di acquisizione a opere rientranti in contratti di ACDS potrebbe essere una strategia vantaggiosa.

Si avrebbe la possibilità di acquistare opere di interesse ad un prezzo decisamente contenuto, eventualmente togliendole dalle mani di privati e rendendole disponibili al pubblico, e in più si andrebbe a creare un'ulteriore fonte di ricavi derivanti dall'ottenimento di un pagamento periodico da parte del *protection buyer*.

²⁵⁶ In Italia per gli acquisti di opere d'arte a trattativa privata, il soggetto in questione deve rivolgere la propria domanda di vendita al MiBAC (Direzione generale Musei) per il tramite dell'Istituto cui è rivolta l'offerta. La Direzione generale Musei adotta quindi provvedimenti sentiti i direttori generali competenti per materia, e previo parere del competente Comitato tecnico-scientifico.

Per quanto concerne le normative si fa riferimento a:

- Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 29 agosto 2014 n. 171 – Art. 20 comma 2 lettera m).
- Regio Decreto 30 gennaio 1913 n. 363 – Art. 21.

(www.beniculturali.it).

²⁵⁷ www.beniculturali.it.

In una condizione che vede in progressivo cambiamento il ruolo dello Stato in termini di supporto alla cultura, soprattutto in certi Paesi come l'Italia storicamente orientati verso un altro tipo d'impostazione, l'idea di orientare parte delle acquisizioni a questo tipo di contratti può offrire nuove possibilità.

A prescindere dal caso specifico, cioè dal singolo Paese, è possibile comunque sviluppare una struttura regolamentativa in grado di aumentare la stabilità di tale mercato. Un presupposto dovrebbe riguardare gli interessi per la controparte pubblica nel supportare il mercato degli ACDS, che si configurano in termini di una maggiore trasparenza del mercato dell'arte, la possibilità di acquisizione di opere di interesse e il supporto alle organizzazioni culturali.

Tra gli accorgimenti da implementare rientra il divieto formale di introdurre *naked ACDS*. In realtà, come si è visto, gli ACDS per la loro natura si configurano come *covered ACDS* però, onde evitare possibili azioni distorsive, una copertura legislativa a riguardo non può che consolidare tale situazione.

Un altro punto importante riguarda la necessità di emanare una serie di normative volte a garantire un'adeguata dotazione di capitale e di liquidità per il *protection seller* con la creazione di riserve preposte a tale compito in modo da mitigare la suscettibilità del sistema alla generazione di crisi. Contemporaneamente, le autorità regolatrici dovrebbero supervisionare il corretto svolgimento del mercato e accertarsi per quanto possibile che le parti in gioco adottino la dovuta diligenza nella conduzione di tali operazioni.

Oltre a queste considerazioni sulla regolamentazione più generali e valide il linea di massima per diversi sistemi legislativi, è possibile aggiungere delle ulteriori peculiarità in base alla strategia che si vuole adottare. Essa può essere più o meno attiva a seconda delle linee d'azione che si decidono di utilizzare.

Un coinvolgimento principalmente indiretto si potrebbe fermare alle prescrizioni espresse nelle righe precedenti, mentre un approccio più attivo avrebbe diverse sfumature e declinazioni in base al caso specifico. A un grado estremo, si può arrivare a un intervento diretto con il ministero preposto alle attività culturali che impiega parte del suo budget per operare come *protection seller* per opere di grande interesse nazionale. Si tratterebbe probabilmente tra le opzioni preferite per chi funge da *protection buyer* dal momento che il *counterparty risk* in questo caso sarebbe praticamente irrilevante.

Secondo un grado di esposizione intermedia, lo Stato potrebbe optare per un supporto alle istituzioni culturali secondo procedure di riassicurazione (o *re-protection* visto che si tratta di ACDS) in modo da mitigare l'esposizione delle stesso e dunque contenere il rischio sistemico.

Un'altra opzione potrebbe riguardare la promozione di una *Central Clearing Counterparty*, entità che come si è visto hanno giocato un ruolo importante nello sviluppo del mercato dei CDS negli anni successivi allo scoppio della crisi. In tal modo si favorirebbe l'efficienza del mercato grazie al controllo e contenimento del rischio sistemico, con il rischio di credito di ogni soggetto coinvolto che viene sostituito dal rischio di credito della controparte centrale. La selezione degli operatori abilitati inoltre garantirebbe una maggiore controllo del mercato e delle informazioni disponibili.

Un'attività di supporto che potrebbe rivelarsi cruciale riguarderebbe l'assistenza alle organizzazioni culturali per quelle competenze che esulano da quelle tradizionali per gli operatori nell'ambito culturale. Difatti il voler entrare in contratti di ACDS in qualità di *protection seller* presuppone anche delle competenze specifiche in materie finanziarie normalmente estranee all'attività di tali istituzioni; pensiamo ad esempio alla gestione del rischio, alla creazione di riserve specifiche, all'impatto sulla stabilità economica e finanziaria per queste organizzazioni.

Grazie ad un supporto statale si potrebbe invece limitare tali problematiche, introducendo quelle competenze esterne che risultano fondamentali per la stabilità del modello nel medio - lungo termine. Attraverso un'azione di assistenza si potrebbe controllare l'esposizione delle organizzazioni culturali quando vogliono assumere il ruolo di *protection seller*, vigilando allo stesso tempo sulle operazioni di tale mercato. Pensiamo ad esempio a dei controlli per accertare la qualità della condizione finanziaria del debitore originale, oppure all'introduzione di un registro apposito per seguire i movimenti del mercato.

Tutte le operazioni precedenti sono in grado di arginare e diminuire sia il rischio sistemico sia il *counterparty risk*, in maniera più o meno incisiva.

3.3.2 Il mercato dei potenziali *protection seller*

I musei rimangono la controparte principale in virtù delle considerazioni viste nella sezione 3.2.2 e come conseguenza stessa di una maggiore integrazione con il settore finanziario secondo i parametri esaminati, che ne fanno i partner ideali per le istituzioni bancarie.

Come già detto in precedenza, vi sono delle sostanziali differenze in base al Paese di appartenenza e alla tipologia di museo in questione ma in generale una maggiore conoscenza tra le due parti implica anche una maggiore facilità di valutazione del *counterparty risk* per il *protection buyer*. Se poi appunto il museo in questione è a gestione pubblica, il *counterparty risk* diventa un fattore tendenzialmente trascurabile.

Le stesse istituzioni museali avrebbero poi anche una serie di strumenti per mitigare e contenere la propria esposizione. Un'idea potrebbe essere ad esempio quella di adottare politiche di *joint acquisition* come forma di *re-protection*. La pratica delle acquisizioni congiunte è stata sviluppata dai musei per affrontare il problema dei crescenti costi del mercato dell'arte che rendono molte opere fuori dalla portata di vari musei.

Ad esempio negli Stati Uniti, citiamo il caso del *Washington Art Consortium* formato da un gruppo di musei dello Stato omonimo nel 1975 per acquistare una serie di opere di artisti statunitensi con il diritto per ciascuno dei partecipanti di poterle esporre per un certo periodo di tempo²⁵⁸. Una pratica simile potrebbe essere adottata anche per i *protection seller* dei musei, che si dividerebbero così i proventi derivanti dall'incasso dei premi e nel caso di evento di credito potrebbero acquistare congiuntamente le opere in questione.

Gallerie d'arte e *art dealer* rappresentano una potenziale alternativa ai musei per svolgere il ruolo di *protection seller* o ancora per fungere da intermediari per trovare una terza parte interessata.

Anche in questo caso vi sono delle differenze in base alla situazione specifica, ad esempio a seconda del sistema di *business* di una galleria che può essere più o meno incline ad adottare una strategia commerciale. Pensiamo alle gallerie che si legano a una 'scuderia' di artisti e incentrano il proprio *business* unicamente su di essi. Allo stesso tempo esistono gallerie con un'impostazione più 'commerciale' e dunque più adatta a fungere da *protection seller* in un ACDS con il solito principio di poter acquistare un'opera a un prezzo contenuto e ricevere allo stesso tempo un compenso per questa possibilità.

Per quanto concerne le relazioni tra il settore finanziario e quello delle gallerie e *art dealer*, è possibile trovare degli esempi di convergenza e interazione.

²⁵⁸ Weil, Stephen, *Rethinking the Museum*, Smithsonian Institution Press, 1990.

Come si è visto nella prima parte del capitolo, il mercato dei prestiti con arte come collaterale coinvolge anche gallerie e *art dealer* anche se rappresenta una percentuale contenuta di tale mercato (tra l'8 e il 10%, per un valore che si aggira tra 1.4 e 2.1 miliardi di dollari).

In generale lo sviluppo di relazioni permette di incrementare la conoscenza reciproca e di compiere delle valutazioni riguardo al grado di fiducia da attribuire alla controparte. Si tratta di elementi importanti nel momento in cui bisogna valutare il *counterparty risk*, fattore centrale all'interno degli ACDS.

A riguardo, un esempio interessante è rappresentato dal programma olandese di prestiti denominato *KunstKoop* (letteralmente 'acquisto di arte') finalizzato a rinforzare il mercato dell'arte da parte dei privati e ad incoraggiare l'acquisto di opere d'arte contemporanea.

Si tratta di un'iniziativa promossa dal *Mondriaan Fonds*, fondo pubblico olandese per il supporto alle arti visive e al patrimonio culturale, con la collaborazione dell'istituzione bancaria olandese *ABN Amro* (in precedenza la controparte bancaria era *Fortis Bank*).

Si rivolge a cittadini olandesi con un'età compresa tra i 18 e i 77 anni e a gallerie presenti sul territorio che possono fare domanda per essere ammesse al programma, attualmente coinvolge 125 gallerie in tutto il Paese.

I prestiti hanno un importo massimo di 7.500 euro e una durata massima di tre anni. Il grande vantaggio per i contraenti del prestito è che si tratta di prestiti a tasso zero elargiti da *ABN Amro* con l'interesse del prestito che viene invece coperto dal *Mondriaan Fonds*. L'opera d'arte in questione deve essere di un'artista vivente, realizzata dopo il 1945 ed avere un valore minimo di 750 euro.

Le gallerie convenzionate forniscono direttamente il modulo per la richiesta del prestito che inviata alla banca per una valutazione per l'approvazione. Se approvato, al momento dell'acquisto bisogna versare subito almeno il 10% del prezzo totale alla galleria, l'ammontare restante viene invece saldato attraverso il pagamento di rate periodiche²⁵⁹.

Dal 1997, anno della sua istituzione, il programma ha coinvolto più di 45.000 compratori, per un valore di circa 138 milioni di euro. Nel 2017 il numero di contratti di acquisto ammontava a 840 unità mentre il valore degli acquisti si attestava a 3.839.757 euro, con un corrispettivo valore di prestiti a 3.111.993 euro²⁶⁰.

²⁵⁹ABN Amro ha deciso di interrompere la collaborazione con il *Mondriaan Fonds* per il programma *KunstKoop* che continuerà sotto tali modalità fino al 2020. Da www.kunstkoop.nl.

²⁶⁰*Mondriaan Fonds - Jaarverslag 2017 e Mondriaan Fonds – Jaarrekening 2017*.

Nonostante il successo iniziale dell'iniziativa, bisogna segnalare che dopo una sostanziale crescita del valore degli acquisti e del numero dei contratti negli anni precedenti alla crisi del 2008, negli ultimi anni il valore si è progressivamente contratto.

Dopo una corposa crescita in entrambi i campi tra il 1997 e il 2001 (rispettivamente da 3.241.835 euro e 1.420 contratti a 10.491.767 euro e 3.504 contratti), negli anni tra il 2001 e il 2008 il valore annuale degli acquisti si attestava sempre su una cifra superiore ai 10 milioni di euro, con l'acme raggiunto nel 2007 (11.077.805 euro)²⁶¹. In seguito alla crisi, a partire dal 2009, sia il valore degli acquisti che il numero di contratti è progressivamente diminuito passando dai 8.670.544 euro e 2.893 contratti del 2009 ai 3.893.757 euro e 840 contratti del 2017.

Una possibile spiegazione di questo trend negativo è fornita da Floor Wullems, *art director* di *Annet Gelink Gallery* tra le principali gallerie d'arte contemporanea olandesi e partecipante al programma *KunstKoop*, in un'intervista rilasciata a dicembre 2018.

Una delle possibili risposte è che, in seguito alla crisi, il mercato dell'arte olandese sia diventato più 'prudente' incentrandosi su opere di artisti più affermati anziché focalizzarsi su artisti emergenti. Si tratta di un trend internazionale ma che coinvolge anche i Paesi Bassi e che vede anche un'evoluzione della composizione stessa del lato della domanda ora guidata da acquirenti più prudenti, mentre precedentemente l'orientamento dominante era declinato su di un'impostazione più spregiudicata e rischiosa.

Riguardo al programma *KunstKoop* in realtà è necessario fare ulteriori precisazioni dal momento che il suo legame con il mercato dell'arte è influenzato da altre variabili. In primis per il fatto che si rivolge a collezionisti 'minori', mentre i grandi collezionisti rappresentano una percentuale minore dell'utenza, molti dei quali sono lavoratori indipendenti che non possono fornire garanzie riguardo ad una regolarità di entrate, una delle richieste da parte di ABN Amro per l'elargizione del prestito.

Tornando al potenziale mercato dei *protection seller*, anche le case d'asta, in particolare quelle principali, potrebbero svolgere tale ruolo. Esse sono anche attive nel campo dei prestiti con arte come collaterale, possiedono elevate competenze nel mercato dell'arte e sono dotate di una struttura funzionale alla vendita di opere d'arte, con sostanziali vantaggi in termini di

²⁶¹Mondriaan Fonds – Jaarverslag 2012.

contenimento dei costi di transazione. Inoltre, nel caso delle maggiori case d'asta, che rappresentano entità del mercato consolidate, il *counterparty risk* risulta contenuto.

Rapporti di collaborazione tra istituzioni bancarie e case d'asta non sono una novità. Ad esempio il servizio di private wealth management di *Deutsche Bank* ha un rapporto preferenziale con *Sotheby's* per perizie particolarmente specifiche e per l'organizzazione di alcune anteprime di aste riservate alla clientela della banca²⁶².

Un'ulteriore possibilità potrebbe essere offerta da fondi d'investimento in arte, da *boutique* specializzate nonché da altre banche potenzialmente interessate ad acquistare l'opera. Ricordiamo che le stesse istituzioni bancarie rappresentano un *player* importante del mercato dell'arte. Pensiamo ad esempio sempre a *Deutsche Bank* che possiede la più grande collezione privata al mondo, incentrata su migliaia di opere di artisti contemporanei internazionali, con un programma di acquisizioni e di supporto agli artisti iniziato più di 35 anni fa²⁶³.

Per quanto concerne i fondi d'investimento in arte, si tratta di attività che raccolgono capitali privati con lo scopo di acquistare, valorizzare e quindi vendere le opere acquisite.

Nonostante le diverse tipologie di fondi di questo tipo in circolazione, tendenzialmente si possono ricondurre a due categorie principali: orientati a un investimento di lungo termine (8-10 anni almeno) con limitazioni temporali per la possibilità da parte dell'investitore di cedere le quote detenute e che utilizzando una strategia d'investimento volta alla diversificazione delle opere acquistate, oppure con un'impostazione più speculativa, orientata al breve-medio termine (massimo 5 anni) e tendenzialmente incentrate sul mercato dell'arte contemporanea, più rischioso ma anche con un potenziale elevato grado di rendimento²⁶⁴. Un caso interessante è rappresentato dagli *art hedge funds*²⁶⁵.

²⁶² "Art Advisory – L'offerta di Deutsche Bank", www.bluerating.com.

²⁶³ www.art.db.com.

²⁶⁴ "Investire nell'arte: gli "art investment funds"" www.farinastudiolegale.com.

²⁶⁵ Jeremy Eckstein nel volume *Fine Art and High Finance* classifica gli *art funds* in quattro principali categorie:

- 1) L'approccio *pooled-funds*: utilizzato da alcune banche private per acquistare opere d'arte con un'attenzione per il potenziale di investimento a nome dei propri clienti HNWI interessati in questo tipo di attività.
- 2) L'approccio *art expert as adviser*: si enfatizza la natura e la qualità della consulenza di un esperto in arte che guida gli investitori interessati per l'acquisto di una selezione di opere d'arte finalizzato all'investimento.
- 3) La struttura *fund of funds*: ad esempio si fa riferimento alla iniziativa (senza successo) di ABN Amro del 2004 che voleva realizzare un fondo maggiore basandosi sulla diffusione di tali entità.
- 4) L'*art hedge fund* che utilizza strumenti derivati per fornire una copertura contro una potenziale recessione del mercato.

Il primo esempio di *hedge fund* sull'arte è stato l'*Art Trading Fund* (ATF) andato in liquidazione nel 2009. Di esso si era già parlato in precedenza e ricordiamo come si differenziava dagli altri fondi di investimento in arte per la possibilità di vendere ad un prezzo fisso (*options*) azioni che si riteneva avere un'elevata correlazione con il mercato dell'arte, come *Sotheby's* e aziende nel mercato del lusso come *LVMH* e *Richemont*. L'idea alla base era che se il mercato dell'arte fosse caduto, le azioni di tali aziende sarebbero loro stesse cadute e dunque vi era la possibilità di sfruttare tali *options* per convertire le azioni sottoscritte in liquidità. In tal modo si poteva offrire una copertura contro il *downside risk* del mercato dell'arte²⁶⁶.

Infine tra i potenziali *protection seller* si possono annoverare anche i clienti della banca che eroga il prestito. La conoscenza approfondita della propria clientela, in particolare nel settore del wealth management, può rappresentare un punto di forza e una possibilità per trovare una controparte interessata. Pensiamo ad esempio al caso di una relazione con un cliente collezionista il quale potrebbe essere interessato ad entrare in questo tipo di contratti. Il grande vantaggio sta nel fatto che si conosce la situazione finanziaria e patrimoniale del cliente in questione, importante per la valutazione del *counterparty risk*. Inoltre la soluzione 'interna' alla banca permette di mantenere un elevato livello di riservatezza.

3.3.3 Alcune riflessioni e proposte per un mercato degli ACDS

Nel seguente paragrafo si propone una sintesi di quanto detto nelle pagine precedenti, integrandole con alcune proposte che dovrebbero meglio adattarsi alle specificità di tale mercato.

L'opzione meno complessa e più facilmente realizzabile, non prevede un mercato strutturato ma si configura come un insieme di transazioni private articolate sulla base della rete di relazioni del *protection buyer*. Grazie ad un eventuale intervento incentrato sulla regolamentazione si potrebbero arginare alcune problematiche esposte nelle pagine precedenti, come il rischio sistemico e il rischio di controparte. Tra gli accorgimenti più basilari da implementare rientrano il divieto formale di creare *naked ACDS* e la dotazione di riserve di capitale e liquidità da parte del *protection seller*.

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

²⁶⁶ 'Fine art hedge fund launched' www.professionaladviser.com e McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

Oltre ciò vi sarebbe la possibilità di adottare soluzioni peculiari in base al caso specifico. Generalmente, per quanto concerne il contributo della sfera pubblica, esso si potrebbe configurare come un'attività di supporto nel caso in cui il *protection seller* sia un'entità d'interesse pubblico, come potrebbe essere un museo. Tale supporto potrebbe essere in primis orientato a quelle competenze che esulano dalle conoscenze tradizionali di un museo, in particolare per la gestione del rischio e per le modifiche alla gestione finanziaria derivanti dall'entrare in contratti di questo tipo.

Ovviamente vi sono ampie differenze in base al Paese in questione. Ad esempio negli Stati Uniti, dove il sistema culturale è orientato verso la gestione privata o mista, il supporto pubblico potrebbe configurarsi più in termini di *re-protection* per limitare l'esposizione del museo che funge da *protection seller* piuttosto che come assistenza in termini di competenze tecniche, dal momento che in molti casi, almeno per i musei principali, esse sono già incorporate nella sfera di competenze del museo.

Oppure, proprio in virtù dell'elevato grado di competenze tecniche e di risorse economiche dei musei principali, l'intervento pubblico negli USA potrebbe orientarsi al supporto di realtà culturali meno affermate nel caso in cui vogliano entrare in contratti di ACDS.

Se invece ci focalizziamo su una realtà come quella italiana, nel caso di coinvolgimento di musei pubblici, il *protection seller* de facto sarebbe lo Stato e dunque non sussiste la necessità di svolgere attività di *re-protection*. Allo stesso tempo però, l'assistenza tecnica per la gestione del rischio e per le necessità di bilancio potrebbe rappresentare un contributo importante per un museo dal momento che sopprimerebbe una mancanza di competenze della sfera museale italiana.

Oltre a questa possibilità si potrebbe prevedere lo sviluppo di un mercato più organico per gli ACDS. In virtù considerazioni effettuate nelle pagine precedenti, ipotizziamo che il Paese di riferimento per l'applicazione di tale mercato siano gli Stati Uniti; poi si faranno ulteriori considerazioni per l'applicazione in altri Paesi.

Allo scopo di facilitare il processo di reperimento della controparte interessata e rafforzare la stabilità del mercato degli ACDS, si potrebbe prevedere l'istituzione di un organismo a gestione o almeno a partecipazione pubblica che funga da entità regolatrice del mercato. Esso potrebbe essere composto da una commissione di esperti in materie artistiche (di vari segmenti dell'arte) ed in materie economiche-finanziarie che rimangono in carica per un certo

periodo di tempo. Oppure potrebbe utilizzare una rete di periti certificati in base al caso specifico, per snellire la struttura organizzativa, e dotarsi di una commissione fissa per un certo periodo di tempo di esperti in materie economiche-finanziarie.

Per partecipare a tale mercato, i *protection buyer* e *seller* interessati dovrebbero rispettare determinate caratteristiche in modo da garantire la sostenibilità del sistema. Tra gli accorgimenti obbligatori rientrano l'obbligo dell'interesse assicurabile (quindi non sarebbero ammissibili i *naked ACDS*), l'obbligo di dotarsi di risorse di capitale e liquidità, l'obbligo di pubblicizzazione delle informazioni nei confronti delle autorità competenti, l'istituzione di criteri di valutazione dell'opera omogenei e l'utilizzo di linee guida comuni, eventualmente l'istituzione del concetto di eccesso.

Per garantire un elevato grado di riservatezza le informazioni sarebbero disponibili solo per i partecipanti al mercato e alcune informazioni sensibili soltanto agli organi regolatori.

Per quanto riguarda i partecipanti al mercato e il funzionamento del mercato, il *protection buyer* dovrebbe effettuare una valutazione del collaterale (da parte del proprio *art advisor* oppure da un perito apposito) e considerando anche la salute finanziaria del mutuatario originale dovrebbe stabilire un certo livello di *LTV ratio*.

Basandosi sugli stessi parametri dovrebbe stabilire anche l'*ACDS spread*, che ricordiamo essere il corrispettivo, espresso in percentuale, da versare periodicamente al *protection seller* per la sua attività di protezione.

L'organismo regolatore dovrebbe verificare la validità della stima del prezzo dell'opera e dell'*ACDS spread*. Per quanto concerne la stima del prezzo il controllo dovrebbe basarsi sul rispetto dei criteri di valutazione e sull'utilizzo della dovuta diligenza nel processo di valutazione.

Dal momento che la valutazione di un'opera d'arte prevede comunque un grado di soggettività, la conferma della stima dovrebbe basarsi principalmente sul rispetto delle linee guida e al massimo intervenire unicamente in casi anomali. Si potrebbero ad esempio istituire delle soglie in termini di variazioni percentuale possibile tra le diverse stime.

In realtà l'operazione di conferma della stima potrebbe essere trascurabile, dal momento che i partecipanti al mercato nel ruolo di *protection seller* sono teoricamente dotati di competenze

specifiche in grado di compiere delle valutazioni autonome. Piuttosto i fattori da accertare riguarderebbero l'autenticità dell'opera (stabilire che non sia un falso) e la liceità della transazione (confermare che non sia un'opera rubata).

Invece l'azione fondamentale dell'autorità regolatrice sarebbe la valutazione della conformità degli *ACDS spread* in particolare in base alla salute finanziaria del mutuatario in modo da contenere il rischio di generare 'limoni', che come si è visto impattano fortemente sul rischio sistemico. In questo caso, se vengono riscontrate delle discrepanze o irregolarità, si modificano gli *spread* di conseguenza aumentandoli se il mutuatario è un soggetto con minori meriti di credito.

Il potenziale *protection buyer* deve accettare le modifiche se vuole proporre il collaterale sul mercato.

Nella valutazione degli *spread* si potrebbero inserire dei parametri in base al settore di appartenenza del collaterale, laddove opere rientranti in segmenti più rischiosi come quello dell'arte contemporanea dovrebbero avere *spread* maggiori rispetto ad opere appartenenti a settori più consolidati come gli *Impressionisti* o gli *Old Masters*.

Per mantenere il maggior grado di riservatezza possibile, non vengono divulgate agli altri partecipanti dall'entità di controllo informazioni sensibili sul mutuatario originale. Difatti gli *ACDS spread*, nel momento in cui vengono confermati, risultano sufficienti per fare valutazioni sul rischio che si affronta.

Un'ulteriore possibilità potrebbe essere quella di utilizzare un'impostazione che richiami quella delle agenzie di rating, ossia di utilizzare una nomenclatura particolare per indicare la qualità del prestito originale.

Una volta confermati i parametri, l'opera e i corrispettivi valori verrebbero pubblicizzati su una piattaforma apposita a cui hanno accesso solo i partecipanti al mercato. I potenziali *protection seller* valuterebbero se possono essere interessati ad entrare in un contratto di ACDS. Nei potenziali *protection seller* rientrano i soggetti annoverati nel paragrafo 3.3.2.

L'utilizzo obbligatorio di riserve di capitale se si entra in questi contratti è un efficace strumento di copertura per il rischio sistemico e il *counterparty risk*.

Una volta proposto il collaterale, vi sarebbero diverse possibilità a seconda del caso specifico.

Ad esempio, una soluzione interessante per i musei al fine di dividersi l'onere dell'acquisto sarebbe quella di effettuare un'acquisizione congiunta, che come si è visto è una forma di ri-protezione. In questo caso essi si spartirebbero gli *spread* e, se si verifica l'evento di credito, l'acquisto del collaterale.

Nel caso in cui vi siano più soggetti interessati a fungere da *protection seller* per un certo collaterale, potrebbero esserci due tipologie di soluzioni principali.

Nella prima, il *protection buyer* in base alla valutazione del *counterparty risk* sceglie quale soggetto diventi il *protection seller*. Ricordiamo che se la controparte è ad esempio un museo pubblico il *counterparty risk* è trascurabile.

Nella seconda, i *protection seller* interessati possono 'mettere all'asta' gli *spread*, ossia puntare al ribasso fino a trovare un soggetto disposto a ricevere uno *spread* inferiore agli altri. Questa possibilità si adatta a soggetti particolarmente interessati ad acquisire una determinata opera a prescindere dagli *spread*, possibilità concreta visto che ogni opera d'arte è un *unicum*, in virtù del prezzo contenuto a cui l'acquisterebbero oppure per un particolare interesse estetico verso l'opera.

Per quanto riguarda la collocazione dell'opera, in questa situazione vi sarebbero diverse possibilità per quanto concerne l'opera utilizzata come collaterale.

Dal momento che la proposta è ambientata negli Stati Uniti, in virtù dell'*Uniform Commercial Code* vi sarebbe la possibilità per il mutuatario di mantenere il possesso dell'opera per la durata del prestito. È opinione di chi scrive che date le circostanze e la pluralità d'interessi in gioco, nel caso dello strumento in questione la soluzione di mantenere il possesso del collaterale da parte del mutuatario può essere poco prudente.

Una soluzione potrebbe essere quella di utilizzare una serie di depositi appositi da parte dell'entità regolatrice (di sua proprietà o attraverso convezioni) per conservare l'opera per la durata del prestito nel caso in cui venga incorporata in un ACDS. Oppure un'altra possibilità ma che presupporrebbe l'approvazione delle parti in gioco, potrebbe essere quella di ritenere e/o esporre il collaterale nella sede del *protection seller* se esso è un museo o un'entità dotata di adeguati spazi conservativi e/o espositivi.

Un'aggiunta opzionale ma che potrebbe essere particolarmente interessante sarebbe quella di applicare a tale mercato la tecnologia *blockchain*. Gli esempi che prevedono l'utilizzo di tale

tecnologia nel mercato dell'arte stanno diventando sempre più numerosi ed è attualmente in atto il dibattito riguardo ai potenziali effetti positivi derivanti dall'introduzione della *blockchain* nel mercato dell'arte. L'utilizzo di questa tecnologia ad un mercato più ampio e regolamentato come dovrebbe essere quello del modello in questione, oltre a portare immediati vantaggi in termini di trasparenza e di informazione disponibili, potrebbe fungere da 'banco di prova' per una maggiore applicazione nel mercato dell'arte.

Il tema della valutazione delle opere d'arte rappresenta un problema cruciale. La corretta valutazione dell'opera d'arte è tra i punti chiave dello strumento oggetto di studio. Essa è un fattore determinante per il funzionamento di un ACDS e per la natura dell'oggetto usato come collaterale presuppone alcune peculiarità proprie di questo campo.

Nella parte conclusiva del primo capitolo, si è parlato di alcune problematiche relative al tema della valutazione dell'opera d'arte. Uno spunto interessante è fornito dalla già citata ricerca condotta dall'*European Expert Network on Culture* (EENC) riguardo il tema della valutazione di opere d'arte per i prestiti effettuati dai musei.

Nonostante essa si focalizzasse sullo scenario europeo della valutazione per l'assicurazione, vi sono delle considerazioni estendibili al nostro caso. In particolare per quanto concerne l'idea di istituire una commissione per la valutazione. I soggetti coinvolti nella ricerca (musei, curatori e organizzazioni statali responsabili del settore) hanno espresso opinioni favorevoli. Nonostante alcune incertezze (ad esempio il livello su cui istituire la commissione: museale, statale, comunitario), la maggioranza dei musei intervistati si dichiarava fortemente favorevole all'introduzione di misure di questo tipo configurando il supporto come l'istituzione di un modello o di un processo omogenei da poter seguire e come un'attività di assistenza nei confronti dei musei. La decisione finale dovrebbe comunque spettare al museo stesso.

A livello statale il quadro non è omogeneo ma nella maggioranza dei casi gli organi governativi non vengono consultati per la valutazione anche se sono riscontrabili diverse disparità in base al Paese in questione. Ad esempio Spagna e Grecia utilizzano una commissione ufficiale per stabilire il valore di beni culturali nazionali che vengono prestati ad altri Paesi. In Gran Bretagna non vi è un comitato di valutazione ma il *Department for Culture, Media and Sport* e l'*Acquisition, Export, Loans and Collections Unit* dell'*Arts Council England* sono coinvolti in diverse maniere per concordare sui valori proposti per ragioni come tassazione, licenze di

esportazione, indennizzi, ecc.. La valutazione viene condotta da esperti esterni (di solito curatori e *dealer*) e non dal governo²⁶⁷.

Al momento attuale la creazione di una struttura omogenea per la valutazione rimane confinata a singole iniziative nazionali. Potrebbe però rilevarsi particolarmente interessante approfondire il tema dell'istituzione di una procedura o di un modello omogenei per la determinazione del valore di un'opera, che come si è visto è un passaggio incorporato nel nostro modello di ACDS.

Uniformare i criteri utilizzati, nel momento in cui si estende anche al mercato dell'arte, potrebbe rappresentare un passo importante per conferire più solidità e trasparenza al sistema. Il mercato degli ACDS potrebbe in tal senso rappresentare un buon punto di partenza nonché un banco di prova per trovare la soluzione migliore.

Nel contesto europeo, sarebbe auspicabile una soluzione a livello comunitario anziché statale in modo da poter creare un mercato più integrato e più sostanzioso in termini di volumi.

Si è visto come l'Europa occupi una posizione secondaria rispetto agli Stati Uniti per quanto concerne il settore dei prestiti con arte come collaterale e in generale per quello dell'*art banking*, nonostante vi siano dei progressi negli ultimi anni. Considerando che anche a livello aggregato il mercato dei prestiti con arte come collaterale è ancora lontano dall'essere sviluppato, soluzioni singole (cioè in termini statali) avrebbero risultati ancora più modesti.

Dunque la mancanza di un mercato di collateralità su cui basare quello degli ACDS pone di per sé una grossa limitazione per lo sviluppo della nostra proposta. Per ovviare a tale situazione sarebbero necessari complessi programmi di integrazione dei sistemi nazionali che presentano delle differenze sostanziali (pensiamo ad esempio a come cambiano le tipologie di problematiche tra Paesi rientranti nella sfera del *Civil* o del *Common Law*).

In Europa poi non esiste un sistema uniforme di registrazione in termini di diritti su beni mobili come l'*Uniform Commercial Code* statunitense il che sarebbe tra i passaggi fondamentali per lo sviluppo del mercato dei prestiti con arte come collaterale. Oltre ciò, limitazioni sono date anche dalla concezione diffusa nei confronti dell'arte, laddove negli Stati Uniti è più assodato il concetto di arte come *asset class* alternativa.

²⁶⁷Dumcke, Cornelia e Matassa, Freda, *Valuation of Works of Art for Lending and Borrowing Purpose*, european agenda for culture work plan for culture 2011-2014, EENC Report, 2012.

Tenendo a mente tali considerazioni, lo sviluppo di un mercato degli ACDS a livello comunitario, su un piano teorico, potrebbe portare un contributo importante per aumentare la trasparenza del mercato dell'arte nonché un'opportunità per la ritenzione a livello pubblico di opere in mano a privati.

Se ci focalizziamo poi sul caso italiano, non sussistono i presupposti per la creazione di un mercato degli ACDS per la questione del volume e del valore dei prestiti con arte come collaterale nel nostro paese. Inoltre la struttura del sistema museale non è particolarmente incline ad adattarsi al modello in questione, in primis per il problema dell'autonomia decisionale da parte dei musei pubblici.

A prescindere da tematiche come quella dell'alienazione della collezione per i musei pubblici, che esulano da questo contesto, le acquisizioni sono mediate dall'approvazione del ministero competente. La problematica dunque si configura anche in termini di lentezza operativa che limiterebbe fortemente la fluidità del modello.

Nonostante ciò, è parere di chi scrive che lo sviluppo degli ACDS anche se in una forma più semplice, come ad esempio la prima opzione proposta all'inizio del paragrafo, potrebbe portare alcuni benefici per i musei. In primo luogo la possibilità di acquistare opere da privati ad un prezzo contenuto ed aggiungerli alle collezioni pubbliche ma anche la generazione di un flusso di ricavi grazie al pagamento del premio da parte del *protection buyer*. In questo caso si andrebbe a configurare come un mercato legato a trattative private, tra il mutuante e i possibili musei interessati per la stipulazione di un ACDS con il supporto statale ai musei in questione (come al solito supporto in termini di competenze tecniche richieste, valutazione del rischio, ecc.).

Per quanto concerne i costi si possono pensare a più soluzioni.

Il fatto di pensare ad un modello dove un'istituzione pubblica o parzialmente pubblica svolge il ruolo di regolatore ed intermediario presuppone un coinvolgimento più o meno diretto della sfera pubblica nel sostenimento dei costi. Ovviamente, in base alla soluzione adottata si prospettano diverse caratteristiche, ad esempio a seconda della composizione del personale o delle strategie adottate (ci si rivolge a periti esterni per la consulenza artistica per dire), il che comporta una diversa strutturazione dei costi dell'istituzione.

L'idea di un coinvolgimento pubblico trova la sua *ratio* proprio per il mercato in questione o meglio per i beni oggetto di scambio e per i partecipanti. In primis sarebbe un modo per supportare le acquisizioni di opere da parte dei musei (spesso da privati) secondo parametri vantaggiosi, considerando l'interesse pubblico nei confronti dei beni artistici, in più sono da tenere in considerazione i benefici per il mercato dell'arte in termini di trasparenza e informazioni disponibili. Vi sarebbero dunque delle giustificazioni all'intervento pubblico nel modello in questione.

Almeno parte dei costi del mercato potrebbero essere sostenuti dalla sfera pubblica, se non altro nelle fasi iniziali finché non si sviluppa il mercato, e dagli altri partecipanti.

Il grado di coinvolgimento potrebbe poi cambiare in base alla composizione dell'utenza. Se essa fosse composta principalmente da istituzioni museali vi sarebbe spazio per un maggiore intervento pubblico per sostenere i costi, oppure un discorso analogo potrebbe valere se i musei avessero dei privilegi, ad esempio in termini di diritti di prelazione per entrare nei contratti come *protection seller*.

Invece nel caso di un'utenza diversificata, come dovrebbe essere quella del modello in questione, il sostenimento dei costi da parte della sfera pubblica potrebbe essere molto più contenuto e spalmato invece tra i partecipanti. Semmai in questo caso, la sfera pubblica potrebbe supportare alcuni partecipanti al mercato come i musei sostenendone direttamente i costi di partecipazione.

Il fatto di chiedere un contributo per la partecipazione al mercato trova giustificazione in virtù dei concreti benefici derivanti dal prendere parte al mercato stesso.

Oltre ai prezzi bassi per l'acquisto di opere e i compensi derivanti dall'operare come *protection seller*, un importante vantaggio deriverebbe dal contenimento dei costi di transazione, tendenzialmente particolarmente elevati per il mercato dell'arte.

Grazie alla modalità secondo cui si è strutturata la proposta, buona parte degli oneri collegati all'acquisto dell'opera (grado di conservazione dell'opera, commerciabilità, autenticità, compensi a case d'asta/gallerie per acquisto e vendita di opere d'arte) sarebbero delegati a terze parti e grazie al giudizio dell'entità regolatrice si avrebbe una sorta di garanzia nel momento in cui bisogna prendere decisioni sull'acquisto. Rimane comunque l'importanza del giudizio da parte del singolo potenziale *protection seller* che dovrebbe agire con la dovuta diligenza, ma ciò non toglie che con un mercato degli ACDS come è stato strutturato si avrebbero importanti vantaggi per la parti in gioco.

Si è visto come i prestiti con l'opera d'arte come collaterale condizionano il lato dell'offerta degli ACDS. Alla base di tali prestiti vi è la crescente domanda di servizi di questo tipo da parte della clientela più abbiente delle banche; il settore a cui si fa riferimento è quello del *private banking* e del wealth management che si caratterizza appunto per una dimensione privata in cui il singolo cliente rappresenta il fulcro dell'interesse. I prestiti con arte come collaterale nascono per soddisfare le esigenze della clientela, in un contesto di crescente concorrenza in questo segmento del settore bancario (si veda il capitolo 2 per una trattazione più approfondita).

Il passaggio successivo, nel caso in cui il mercato degli ACDS riuscisse ad affermarsi e a svilupparsi ulteriormente, potrebbe riguardare lo sviluppo di un'offerta di prestiti con arte come collaterale che esuli unicamente dalla dimensione privata ed entri nella dimensione commerciale.

Ciò vorrebbe dire elargire prestiti con arte come collaterale, forti delle maggiori garanzie derivanti dall'affermazione del mercato degli ACDS, anche ad entità commerciali come aziende, banche, e così via.

Si tratta ovviamente di un'evoluzione ancora molto lontana dall'attuabilità, per una molteplicità di motivi, in primis la mancanza dei presupposti per l'elargizione di tale tipologia di prestiti, ossia la soddisfazione del cliente individuale (inteso come persona fisica) e la sua ritenzione all'interno della banca. I prestiti al settore commerciale presentano finalità e caratteristiche diverse e vi sono altre tipologie di beni e attività più adatte a fungere da collaterale. Però bisogna anche considerare il patrimonio artistico in mano a molte aziende private, che potrebbe essere utilizzato per ottenere finanziamenti senza però doversene privare. Si tratterebbe di un modo per monetizzare la propria collezione e mantenere allo stesso tempo il possesso della stessa.

Una possibile alternativa per il mercato degli ACDS prevede il coinvolgimento di una struttura privata che funga da intermediario nel mercato. L'intervento pubblico si limiterebbe in questo caso a una regolamentazione del mercato come nel modello base (incorporazione dell'interesse assicurabile, dotazione di riserve, ecc.) mentre un'organizzazione privata si dovrebbe occupare di verificare il rispetto delle procedure nella valutazione e la conformità degli ACDS

spread considerando la salute finanziaria del mutuatario originale, nonché il controllo della dotazione di riserve per i *protection seller*.

Seconda questa impostazione, il ruolo dell'istituzione privata sarebbe simile a quello di un'agenzia di rating e vi sarebbero delle differenze rispetto al modello precedente.

Essendo una struttura privata, un vantaggio per alcuni partecipanti del mercato sarebbe il maggior grado di riservatezza, soprattutto per i clienti della banca che fungono da mutuatari originali. In virtù poi della sua natura privata potrebbe operare con una maggiore elasticità.

Allo stesso tempo però vi sarebbero alcune problematiche che sorgerebbero da tale situazione. In primis la possibilità di una maggiore distorsione del sistema; si è visto, ripercorrendo la narrativa dell'ultima crisi, il ruolo che ebbero le agenzie di rating in particolare a causa delle valutazioni errate.

Nel nostro caso sarebbe comunque più semplice evitare gli stessi errori, pensiamo al fatto che essi derivavano (anche) dall'elevata complessità degli strumenti finanziari oggetto di valutazione e dall'inadeguatezza dei modelli utilizzati per tali valutazioni. In questo caso invece, la valutazione sarebbe alla fine confinata ad accertare il rispetto delle procedure stabilite per l'opera d'arte e per il mutuatario. Inoltre si tratterebbe di valutazioni puntuali, caso per caso, e non di valori aggregati particolarmente complessi da analizzare.

Sicuramente onde contenere le distorsioni, sarebbe cruciale strutturare la modalità dei compensi in maniera adeguata. Bisognerebbe evitare che i compensi siano pagati dalle entità che sono oggetto dell'analisi di valutazione, per intenderci i *protection buyer* in questo caso. L'idea che la banca che emette il prestito paghi l'istituzione che deve effettuare la valutazione dello stesso, non può che accrescere il rischio sistemico. I compensi dovrebbero essere invece spalmati su tutti i partecipanti al mercato, stabilendo delle differenze in base al livello di partecipazione, e semmai in base ad una percentuale sulle transazioni (ma ciò probabilmente sarebbe un caso di conflitto di interesse).

Per cercare di limitare il conflitto d'interesse si potrebbe pensare ad una percentuale fissa e delle soglie per stabilire un livello massimo di compensi, oppure, oltre alle soglie, introdurre una percentuale variabile che diminuisce al crescere del valore dell'opera.

Per la grandezza contenuta del mercato dei prestiti con arte come collaterale, che rimangono un servizio di nicchia, sarebbe sufficiente avere un'unica organizzazione che si occupa di questi compiti andando a configurare il sistema come monopolistico.

Il successo del mercato degli ACDS dipenderebbe dalla capacità di coinvolgere un buon numero di soggetti, una eccessiva frammentazione, oltre ad aumentare i costi, diminuirebbe la possibilità di trovare una controparte interessata e dunque minerebbe alla crescita del mercato stesso. Allo stesso tempo, la presenza di un monopolio andrebbe a potenzialmente indebolire la solidità del mercato per la concentrazione di potere nelle mani di un solo *player*. Per tale motivo avere la presenza della sfera pubblica, almeno parziale nel sistema, aumenterebbe le garanzie per i partecipanti al mercato.

Tenendo a mente le considerazioni delle pagine precedenti, vi possono quindi essere degli spiragli per lo sviluppo di un mercato di derivati anche per il mercato dell'arte, almeno nella forma degli ACDS. Il mercato immobiliare è stato tra gli ultimi ad entrare nell'orbita dei prodotti derivati e si è visto come essi si siano rapidamente sviluppati nei decenni precedenti la crisi del 2007. Tale mercato presenta alcune similitudini con il mercato dell'arte, come il fatto di essere difficile da valutare, da commercializzare e da seguire gli sviluppi del suo prezzo. Gli immobili inoltre sono considerati un *asset* eterogeneo, che solitamente viene tenuto per un lungo periodo di tempo e dunque con un *turnover* decisamente più contenuto rispetto ad altre *asset class*. Tenendo a mente le considerazioni delle pagine precedenti, vi possono essere degli spiragli per lo sviluppo di un mercato di derivati anche per il mercato dell'arte, almeno nella forma degli ACDS.

L'idea di fornire copertura, *hedging*, nei confronti del mercato dell'arte offre importanti benefici per i partecipanti a tale mercato, ma vi possono essere anche degli svantaggi.

In primo luogo, i benefici sono quelli generalmente associati ai CDS, già trattati nei paragrafi dedicati a questo argomento. Dal momento che forniscono nuove possibilità per diversi *player*, essi svolgono un ruolo importante in termini di completamento dei mercati, in particolare perché offrono mezzi per la copertura e la commercializzazione del rischio di credito.

L'istituzione erogatrice del prestito può coprirsi dal rischio di credito, soddisfare più facilmente le esigenze della propria clientela, mentre attori interessati a un'esposizione maggiore in tale campo possono beneficiare di un maggiore grado di opportunità di investimento.

Oltre alla copertura dal rischio di credito, gli ACDS forniscono una copertura rispetto al rischio di concentrazione attraverso la diversificazione del portafoglio dei prestiti del mutuante.

Inoltre, nonostante siano contratti che ricordano quelli assicurativi, gli ACDS offrono un maggior grado di elasticità rispetto alle polizze assicurative.

Gli *spread* degli ACDS poi rappresentano una misura del rischio di credito e sono tra gli indicatori più adatti della salute finanziaria dell'entità di riferimento. Ovviamente l'affidabilità degli *spread* come misura del rischio di credito dipende da quanto essi siano effettivamente collegati alla probabilità di default del debitore e dalla loro reattività per cambiamenti del merito di credito di quest'ultimo. Inoltre oltre all'informazione in termini di meriti creditorî dei soggetti coinvolti, gli ACDS andrebbero a migliorare il mercato specifico di applicazione.

L'introduzione di strumenti derivati come gli ACDS nel mercato dell'arte potrebbe poi portare importanti miglioramenti con riferimento a tali mancanze. In primis in termini di informazioni disponibili, non solo per quanto concerne la salute finanziaria del debitore, ma anche per quanto riguarda il prezzo delle opere d'arte e le transazioni ad essa associate.

In caso di sviluppo ed affermazione del mercato, si potrebbe pensare all'introduzione di nuovi database che incrementino il livello di informazione presente sul mercato (anche se sarebbero consultabili solo dai partecipanti al mercato stesso, almeno per i dati più recenti).

L'introduzione di una procedura uniforme per la valutazione potrebbe essere il primo passo per l'assunzione di pratiche comuni da parte della maggioranza dei partecipanti al mercato dell'arte nel suo complesso. In tal modo sarebbe più facile standardizzare il meccanismo dei prezzi aumentando l'efficienza del mercato. Tali strumenti derivati andrebbero poi ad aumentare la liquidità del mercato dell'arte dal momento che sarebbero facilmente commercializzabili. L'impostazione del mercato degli ACDS con un'entità di controllo andrebbe poi, come si è visto, a contenere e limitare i costi di transazione.

Ricordiamo come molti professionisti del mercato dell'arte, in particolare quelli che si occupano di arte e finanza, ritengono come due problemi chiave degli *art secured lending* siano la mancanza di una supervisione normativa e la mancanza di una metodologia standardizzata per la valutazione del rischio di questa particolare tipologia di collaterale. A riguardo Harco van den Oever, fondatore e CEO di *Overstone Art Services*, sostiene come la maggioranza dei principali istituti di credito non si inseriranno nel mercato degli *art secured lending* finché esso non sarà oggetto di una maggiore regolamentazione, con un discorso analogo che vale anche per il mercato dell'arte. Van den Oever aggiunge poi che

l'autoregolamentazione, dal momento che generalmente non è vincolante, si è dimostrata in molti casi inadatta. Egli sostiene come una regolamentazione condotta dal governo o da un corpo indipendente andrebbe a imporre una maggiore trasparenza portando così ad un maggior grado di fiducia nel mercato. Nonostante tale passaggio potrebbe danneggiare quei *player* incapaci di adattarsi, allo stesso tempo permetterebbe l'accesso al mercato dell'*art & finance* ad una serie di entità che fino ad adesso lo hanno evitato. Poi, affrontando il tema della valutazione del rischio quando associato al mercato dell'arte, van den Oever sostiene come la mancanza di un approccio standardizzato per la valutazione della dovuta diligenza e del rischio danneggi tutte le parti in causa. Un progresso in tal senso andrebbe ad apportare dei benefici sia sul lato dei prestatori che della potenziale clientela²⁶⁸.

Inoltre, grazie all'introduzione di strumenti derivati i rischi associati al prestito con opera d'arte come collaterale si ridurrebbero fortemente per l'istituzione erogatrice del prestito. Oltre ai rischi, si ridurrebbero anche gli oneri in particolare in termini di obblighi di monitoraggio relativamente al valore del collaterale con immediati benefici per la banca.

La proposta di un intervento regolatore permetterebbe di contenere i rischi derivanti dall'implementazione di tali prodotti derivati (*counterparty risk*, rischio sistemico, ecc.).

Grazie alle maggiori garanzie offerte all'istituzione bancaria, sarebbe possibile aumentare il *LTV ratio* (che ricordiamo attestarsi mediamente attorno al 50% del valore complessivo) e/o diminuire il tasso d'interesse. In tal modo tale forma di prestito potrebbe diventare più appetibile per una maggioranza di operatori. Il mercato dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale, pur essendo un servizio di nicchia, è in costante espansione negli ultimi anni, e grazie a tali accorgimenti sarebbe possibile rafforzare ulteriormente tale mercato.

L'aumento del LTV potrebbe diventare un oggetto di competizione tra i potenziali *protection buyer* in modo da rendersi più appetibili rispetto alla concorrenza, fattore che ricordiamo essere centrale secondo gli ultimi sviluppi del settore del wealth management.

Un mercato più consolidato come quello immobiliare ma con alcune affinità con il mercato dell'arte solitamente presenta valori di LTV che variano in base al caso specifico e la destinazione dell'immobile (privato o commerciale). Nel mercato statunitense ad esempio, una percentuale abbastanza frequente per mutui dove il mutuatario è un privato affidabile si

²⁶⁸TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

aggira attorno all'80% del valore dell'immobile. Nel caso commerciale invece la percentuale dell'80% funge da soglia massima per il LTV, inoltre in base alla destinazione dell'immobile i valori tendono a contrarsi. Ad esempio se la proprietà è *'management intensive'*, cioè destinata ad un'attività commerciale come può essere un bar, un hotel, una stazione di servizio, la soglia si abbassa al 65%²⁶⁹.

Il mercato degli *art secured lending* è ancora lontano da questi valori, però con la crescita del mercato degli ultimi anni stanno aumentando gli esempi di istituzioni che erogano prestiti con *LTV ratio* superiori al 50% (si arriva fino al 70-80%). Grazie agli accorgimenti considerati tale percentuale potrebbe stabilmente incrementare, rafforzando l'appetibilità di tale mercato. Ricordiamo che i prestiti con arte come collaterale rappresentano della possibilità di monetizzazione con sensibili benefici rispetto alla vendita.

Si è visto quali tipologie di soggetti potrebbero essere incluse all'interno della categoria dei *protection seller* e si può generalmente affermare che i principali vantaggi risiedono nella possibilità di acquistare opere di interesse ad un prezzo contenuto e nel ricevere allo stesso tempo un compenso per tale garanzia.

L'analisi si è focalizzata in particolare sulle istituzioni museali le quali potrebbero beneficiare di ulteriori possibilità, come ad esempio la possibilità di acquistare opere da privati e renderle così (teoricamente) accessibili alla comunità. Oltre a ciò, inserendosi nel contesto di una maggiore integrazione tra settore finanziario e settore culturale, gli ACDS potrebbero rappresentare uno strumento funzionale a tale integrazione. Essi offrono delle possibilità importanti ad entrambe le parti in gioco, considerando che ci sono margini per far convergere gli interessi di entrambe. Nello scenario di una maggiore integrazione, gli ACDS potrebbero stimolare e perfezionare tale processo aumentando il grado di conoscenza reciproca e le possibilità di intervento.

Si possono tuttavia rinvenire alcuni svantaggi.

Vi è il rischio il mercato degli ACDS diventi di nicchia dove i partecipanti potrebbero essere solo i *player* più importanti nei rispettivi campi (soprattutto a livello di *protection seller*).

²⁶⁹*'Loan to Value (LTV) Ratio in Real Estate'*, www.thebalancesmb.com.

Questa considerazione assume rilevanza nel momento in cui si considerano le istituzioni museali che non sono soggetti orientati al mercato (nonostante *de facto* prendano parte attiva al mercato dell'arte).

Il mercato dei prestiti con arte come collaterale è un mercato di nicchia, nonostante vi siano delle differenze rispetto al caso specifico, il valore delle opere usate come collaterale è solitamente molto elevato e dunque fuori dalla portata dei musei meno abbienti.

Per la natura opaca e scarsamente liquida del mercato dell'arte, le opere accettate come collaterale dalle società che effettuano tale tipologia di prestiti rientrano quasi sempre in segmenti con un elevato grado di commerciabilità e si orientano verso artisti *blue-chips*. Inoltre per poter prendere parte al mercato degli ACDS come concepito nel nostro modello, è richiesto di adeguarsi a determinate procedure che possono essere impraticabili per molte di queste istituzioni. Pensiamo ad esempio alla necessità di dotarsi di riserve adeguate nel caso in cui si entri in contratti come *protection seller*.

Al di fuori delle competenze specifiche richieste, il problema si configura in primis in termini di mancanza di una dotazione sufficiente di risorse per poter affrontare i rischi derivanti dalla partecipazione a tale mercato.

Una possibile soluzione per ovviare al problema potrebbe essere un maggior supporto a livello pubblico per queste entità culturali non profit che non sono in grado di sostenere i costi previsti per partecipare a tale mercato. Generalmente si potrebbe pensare alla possibilità per musei minori di richiedere un supporto pubblico per opere di particolare interesse grazie al sostenimento almeno parziale degli oneri previsti.

Un'ulteriore possibilità, anche se maggiormente passibile di creare un conflitto di interessi, starebbe nel vedere svolgere allo Stato stesso, attraverso l'azione degli organi preposti, il ruolo di *protection seller* per opere di particolare interesse nazionale che andrebbero poi collocate nel caso di un'acquisizione in musei minori in modo da valorizzarli dotandoli di opere di prestigio. Vi sarebbe come al solito il beneficio di ottenere un flusso di liquidità derivante dall'azione di *protection seller* che potrebbe essere utilizzato per supportare le attività culturali nazionali. Ovviamente la *conditio sine qua non* per garantire la stabilità di tale sistema sta nel saper esporsi con la dovuta diligenza senza assumere un livello di rischio non sostenibile.

Gli Stati Uniti siano stati presi come esempio per l'applicazione del modello e si è visto come soluzioni per l'Italia e/o l'Europa dovrebbero assumere diverse declinazioni. La problematica alla base non è realisticamente superabile, essa risiede nell'elevato grado di eterogeneità dei sistemi culturali nazionali, ognuno dei quali riflette delle caratteristiche specifiche per quanto concerne la sfera legale, culturale ed economica.

Per tali motivazioni è difficile pensare ad un modello omogeneo universalmente applicabile mentre sono più probabili soluzioni specifiche in base al contesto di applicazione. L'idea di un'internazionalizzazione della proposta sarebbe teoricamente la soluzione migliore per lo sviluppo del mercato e per l'importante aumento di trasparenza per il mercato dell'arte ma considerando le problematiche del caso si tratta di una soluzione decisamente improbabile.

Lo sviluppo dello strumento degli ACDS attraverso soluzioni nazionali potrebbe comunque portare dei benefici di più ampio respiro, in particolare se si è in grado di uniformare parte dei processi impiegati nello strumento. Ad esempio l'utilizzo di una procedura univoca per la valutazione dell'opera d'arte a prescindere dal contesto di applicazione. Già questo potrebbe essere un importante passo avanti per l'intero mercato dell'arte se l'utilizzo di una procedura comune in una pluralità di Paesi getti le basi per l'adozione di una procedura uniforme nella valutazione nei vari settori del mercato dell'arte. Inoltre, a prescindere dalle soluzioni specifiche, alcune considerazioni, come la dotazione di riserve adeguate e il divieto dei *naked ACDS*, sono universalmente applicabili.

Un'ulteriore problematica riguarda la distribuzione dei costi, chi deve sostenerli e con che grado di partecipazione. Nel caso più semplice, quello che non prevede un mercato strutturato per gli ACDS ma si basa su singole relazioni tra le parti in gioco, il problema dei costi è relativamente trascurabile nel senso che ciascun partecipante sostiene un certo livello di oneri in base ai contratti che stipula. Vi possono essere soluzioni particolari, come ad esempio un supporto statale per i musei nel caso vogliano assumere il ruolo di *protection seller* con le varie modalità già considerate in precedenza (es. supporto per competenze tecniche, per l'istituzione di riserve, ecc.).

Nel caso di un mercato strutturato la soluzione è più articolata e anche qui dipende dal caso specifico, in particolare dalla natura dell'istituzione che funge da intermediario e regolatore del mercato, se pubblica, privata o mista.

In linea di massima il mercato degli ACDS presuppone dei costi maggiori rispetto all'alternativa più semplice e basilare delle relazioni bilaterali. Allo stesso tempo però i vantaggi potrebbero ampiamente giustificare i costi alla base dello stesso.

I costi maggiori derivano dal mantenimento di una struttura che permette un corretto funzionamento dell'intero sistema. Dall'altro lato, i benefici abbracciano una molteplicità di fattori; pensiamo ad esempio alla maggiore facilità nel reperire una controparte rispetto alla situazione più semplice. Nel caso del mercato degli ACDS sarebbe possibile far confluire in un'unica 'arena' una pluralità di soggetti potenzialmente interessati ad entrare in questi contratti.

Il mercato se propriamente strutturato, in particolare in caso di supervisione della sfera pubblica, può garantire un elevato grado di sicurezza ai partecipanti diminuendo le diverse tipologie di rischio associate a tale mercato.

Il fattore della sicurezza e della maggiore trasparenza sono due punti cruciali per chi opera nel mercato dell'arte e nel nostro caso specifico impatterebbero positivamente sui costi di transazione, problema sensibile del suddetto mercato. Posto che i partecipanti al mercato, soprattutto sul versante dei *protection seller*, dovrebbero essere dotati di competenze specifiche associate alla valutazione di un'opera d'arte, l'azione di intermediazione e garanzia prevista dal modello può facilitare e velocizzare il processo, andando a sostituire, almeno parzialmente, una serie di operazioni necessarie nel momento in cui si acquista un'opera d'arte a prescindere dal prezzo specifico dell'opera (provenienza, stato di conservazione, autenticità, ecc.).

Riguardo il tema della trasparenza, riportiamo le parole di Marina Pirelli riportate ne *Il Sole 24 ore*²⁷⁰ riguardo al mercato dell'arte: *"L'illiquidità è la norma, poche le regole e bassa la trasparenza. La riservatezza è la principale regola non scritta in tale mercato"*.

La riservatezza è un fattore importante, nonostante la necessità di una maggiore trasparenza in particolare per l'intervento di istituzioni esterne a quelle tradizionalmente operanti nel mercato dell'arte (pensiamo alle istituzioni finanziarie). Dunque è importante mantenere un bilanciamento tra le due sfere.

²⁷⁰*Come investire nell'arte*, Il Sole 24 ore, 2018.

Sicuramente la proposta più basilare degli ACDS senza una struttura di mercato alle spalle è maggiormente funzionale alla riservatezza più che alla trasparenza. Un discorso analogo può valere, anche se comunque con un maggior grado di trasparenza, nel modello 'privato' dove l'entità intermediaria è di natura privata. Ciò detto a prescindere dalla natura del modello, se pubblica, privata o un ibrido, la riservatezza dei partecipanti sarebbe comunque tutelata da una serie di accorgimenti, *in primis* per il fatto che le informazioni non sarebbero disponibili al di fuori dei partecipanti al mercato e sono una parte delle stesse sarebbero disponibili ai partecipanti stessi.

La necessità di possedere competenze specifiche è stata abbondantemente sottolineata nelle pagine precedenti. Il problema sta nel fatto che alle diverse tipologie di parti in gioco possono essere richieste delle competenze che esulano da quelle tradizionali, ad esempio valutazioni di opere d'arte per istituzioni finanziarie e competenze in termini di gestione del rischio per le istituzioni museali. L'integrazione tra queste due sfere, analizzata nel primo capitolo, può di per sé rappresentare una soluzione parziale al problema soprattutto per la controparte finanziaria.

Lo sviluppo di conoscenze finanziarie per la controparte culturale è invece meno scontato. Come al solito tali considerazioni trovano minore o maggiore riscontro in base al contesto di riferimento.

Se prendiamo come esempio i principali musei statunitensi, molti dei quali sono dotati di un *Chief Financial Officer* e/o di reparti preposti ad attività finanziarie, l'assorbimento delle competenze tecniche specifiche da parte dei musei è sicuramente più realizzabile rispetto ad altri contesti come quello italiano.

Con riferimento ai musei pubblici italiani il divario in termini di competenze necessarie per operare in questo mercato è molto più ampio. L'idea proposta per ovviare al problema sta in un maggior supporto da parte della sfera pubblica per questo tipo di necessità, andando così a compensare le mancanze della controparte culturale.

Gli accorgimenti previsti nel modello proposto sono in grado di arginare i principali rischi associati al mercato (*rischio sistemico*, *counterparty risk*, rischio di concentrazione, ecc.). La proposta più articolata prevede sicuramente una maggiore copertura dai vari rischi del mercato. In particolare limita la possibilità di un azzardo morale da parte del *protection buyer*

per quanto concerne la qualità dei prestiti elargiti. L'idea poi di un mercato strutturato degli ACDS diminuisce il rischio di concentrazione, dal momento che una pluralità di soggetti svolge il ruolo di *protection buyer e seller*.

Per quanto concerne le possibilità di contagio in caso di crisi economica, una dotazione adeguata di riserve può contenere tale rischio anche se l'impatto dipende dalla dimensione della crisi.

Nonostante le protezioni, vi è la possibilità che si creino effetti a catena che aggravano la crisi e possono mettere in difficoltà anche operatori solidi che operano con la dovuta diligenza. Ad esempio, nel caso di una crisi finanziaria di ampia portata, come quella del 2007, le posizioni dei mutuatari originali potrebbero essere compromesse, anche se erano soggetti meritori di credito nel momento in cui veniva erogato il prestito. Il *default* di un numero maggiore di prestiti rispetto a quanto stimato andrebbe ad indebolire la stabilità del mercato degli ACDS dal momento che aumenterebbe anche la probabilità di dover acquisire il collaterale.

Una dotazione di riserve adeguata per il *protection seller* potrebbe arginare almeno parte del problema ma in caso di crisi economica vi è la possibilità che si verifichino effetti di contagio come per il *default* di parte dei crediti in mano al *protection seller* il che andrebbe ad aggravare la sua posizione.

D'altro canto, la possibilità di contagio verso altri settori nel caso di una recessione nel mercato dell'arte o degli ACDS è decisamente più contenuta. In primis per il volume contenuto di tali mercati, fortemente di nicchia, che non hanno una portata in grado di contagiare seriamente altri settori.

Invece un caso più interessante è il rischio sistemico per il mercato dell'arte nel caso di eccessivi squilibri nel mercato dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale. Esso aumenta sensibilmente nel momento in cui non vengono attuati almeno gli accorgimenti minimi previsti, come le riserve di capitale e l'incorporazione dell'interesse assicurabile.

Il motivo principale è che senza un controllo adeguato, incrementa fortemente la possibilità di erogare prestiti altamente rischiosi con un aumento del rischio sistemico.

Senza le adeguate precauzioni, si andrebbero a creare dei meccanismi simili a quelli che hanno coinvolto il mercato immobiliare negli anni precedenti l'ultima crisi.

Si osserverebbe uno sviluppo non controllato del mercato, con prestiti elargiti senza tener conto della salute finanziaria del mutuatario forti della possibilità di reperire una terza parte

interessata. Sul versante dei *protection seller* la mancanza della dovuta diligenza potrebbe portare ad un'eccessiva esposizione per molti soggetti nonché una dotazione di riserve inadeguata rispetto al rischio sostenuto.

Allettati dalla possibilità di guadagno, soggetti con un'impostazione più speculativa potrebbero entrare nel mercato ampliando il bacino dei *protection seller*. Così facendo aumenta l'esposizione delle parti in gioco, così come il rischio sistemico e il *counterparty risk*. L'iniziale euforia nel mercato dei prestiti con arte come collaterale si riverserebbe probabilmente in un incremento dei prezzi del mercato dell'arte.

Come conseguenza aumenterebbe la probabilità di generare bolle, dal momento che la crescita del mercato dell'arte e dei suoi prezzi si baserebbe su fondamenta fragili.

Mentre nel breve periodo si assisterebbe ad una crescita del mercato dei prestiti con arte come collaterale, di quello degli ACDS e del mercato dell'arte in generale, nel medio - lungo periodo si verificherebbe una rapida caduta degli stessi. Nel momento in cui i mutuatari originali risultano insolventi, molti collaterali dovrebbero essere rapidamente assorbiti dai *protection seller* molti dei quali non sono dotati di riserve sufficienti per affrontare la situazione. Il *default* dei *protection seller* andrebbe ad aggravare ulteriormente la situazione, innescando un circolo vizioso che coinvolgerebbe tutte le parti in gioco.

Il mercato dell'arte dopo l'iniziale euforia subirebbe il colpo, con una rapida diminuzione dei prezzi e dei volumi trattati. La portata della crisi e del contagio dipenderebbero comunque dall'estensione del mercato dei prestiti con arte come collaterale e di quello degli ACDS.

Concludiamo con una riflessione riguardo all'effettiva necessità della nostra proposta. Gli autori Ventura Charlin e Arturo Cifuentes in un recente articolo²⁷¹ sulla valutazione del rischio per l'*art-secured lending*, citato nel capitolo precedente, affrontano brevemente la proposta dei CDS applicati a questo mercato e si dichiarano scettici per due motivazioni principali.

La prima fa riferimento ad uno dei risultati principali del loro studio, ossia il fatto di utilizzare LTV intorno al 50% garantisce una buona dose di copertura per il mutuante rispetto alla sua esposizione al rischio e dunque non ci sarebbe necessità di istituire gli ACDS.

La seconda invece ruota attorno alle difficoltà di implementazione di tale sistema. In realtà le remote principali riguardano i CDS nel caso in cui si configurino unicamente come *cash*

²⁷¹ Charlin, Ventura e Cifuentes, Arturo, *A Risk-Assessment Framework for Art-Secured Lending*, Working Paper, Columbia University, 2019.

settlement CDS che non prevedono il trasferimento del collaterale. In questo caso sarebbe necessario, nell'eventualità di un *default* del mutuatario, ottenere diverse valutazioni sul valore dell'opera e quindi stimare la perdita potenziale per il mutuante al fine di determinare il pagamento dovuto. Al momento attuale, il mercato dell'arte non è sufficientemente sviluppato per potere effettuare una simile procedura di valutazione, senza poi considerare tutti i problemi relativi al potenziale conflitto di interesse che sorgerebbero in queste situazioni.

Se invece si considerano i CDS secondo un *physical settlement arrangement*, cioè che prevedono la cessione del collaterale alla controparte nel caso del verificarsi di un evento di credito, le motivazioni sono differenti. In particolare si sostiene come nel caso di LTV dai valori contenuti il *protection seller* potrebbe ottenere un'opera dal valore maggiore rispetto a prestito risultato insolvente. Si tratta di una differenza chiave rispetto agli altri CDS, laddove il *protection seller* riceve dei titoli il cui valore è deteriorato.

Riguardo a tali problematiche, ritengo che siano possibili ulteriori riflessioni.

Relativamente alla prima questione, anche se LTV contenuti forniscono una buona copertura per il prestatore, allo stesso tempo bisogna considerare come gli autori dell'articolo in questione ipotizzino come tutti i costi di transazione siano incorporati nel tasso d'interesse del prestito. In realtà i costi di transazione nel mercato dell'arte sono particolarmente elevati e rilevanti nel processo di acquisto e vendita, trascurare la portata può compromettere la validità dell'analisi.

Oltre a ciò, bisogna considerare le elevate commissioni per la vendita nel caso avvenga tramite una casa d'asta o per vendita privata, se poi si effettua tramite una vendita privata bisogna considerare il tempo e i costi per trovare un acquirente interessato.

Inoltre un'istituzione non inserita propriamente nelle dinamiche del mercato dell'arte, come nel caso di un'istituzione finanziaria, potrebbe non essere interessata ad assumersi gli oneri, in termini temporali ed economici, relativi al processo di vendita del collaterale e dunque stipulare contratti di questo tipo potrebbe rappresentare un'interessante alternativa.

Tali considerazioni si rafforzano se si considera che l'ottica per la fornitura di tali servizi, nel caso in cui si tratti di società bancarie e non di *boutiques* specializzate e case d'asta, sta nella soddisfazione del cliente e non tanto in altri fattori come ad esempio il rendimento dell'opera. Riguardo la seconda problematica, la proposta che condurrebbe ad un aumento del LTV aumenterebbe allo stesso tempo l'esposizione del mutuante. Gli ACDS sarebbero difatti anche

uno strumento volto a migliorare i parametri del mercato dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale proprio in virtù dei benefici che andrebbero ad apportare. Una maggiore esposizione per il creditore, almeno su alcuni dei rischi sottesi in questo mercato, sarebbe possibile proprio grazie all'introduzione di tali strumenti derivati.

CONCLUSIONI

L'attuale contesto economico internazionale risente delle evoluzioni strutturali relative alla distribuzione della ricchezza sia nei paesi sviluppati che in quelli in via di sviluppo. La diffusione di politiche neoliberiste negli ultimi decenni ha definito nuovi modelli di distribuzione della ricchezza, aumentando la disuguaglianza nella distribuzione del reddito all'interno della popolazione. A partire dagli anni '70 dello scorso secolo, si è assistito ad una crescita sostenuta della ricchezza privata netta e da una parallela diminuzione della ricchezza pubblica.

Una conseguenza di tale fenomeno riguarda la crescita della porzione di reddito nazionale in mano ad una percentuale limitata della popolazione, quella che dispone di maggiori livelli di ricchezza. Tale assetto ha difatti sostenuto la crescita a livello globale dei cosiddetti *high net worth individuals*, una classificazione che generalmente incorpora quegli individui che possiedono asset investiti per un valore di almeno un milione di dollari. Nel 2017 il livello complessivo di ricchezza detenuta dagli HNWI ha superato per la prima volta la soglia dei 70 bilioni di dollari e attualmente si è su una traiettoria che porterebbe a raggiungere i 100 bilioni di dollari entro il 2025²⁷².

La consolidazione della ricchezza in mano privata e la crescita della classe degli HNWI hanno segnato l'evoluzione del settore finanziario negli ultimi decenni. In particolare il settore del wealth management, che si rivolge ad una clientela tendenzialmente ascrivibile alla classificazione degli HNWI, sta attraversando una fase di evoluzione dettata da alcuni fattori principali.

In primis, a seguito dell'ultima crisi finanziaria globale è accresciuta la regolamentazione di tale settore, la quale si focalizza su una maggiore tutela del consumatore cercando di aumentare la trasparenza e limitare le pratiche scorrette da parte degli operatori del settore. Una conseguenza di tale situazione sta nell'aumento dei cosiddetti *passive investments* i quali rappresentano una strategia di investimento più prudente e meno volatile ma allo stesso tempo ciò comporta un aumento del livello di competizione tra gli operatori del settore e la conseguente necessità di specializzarsi al fine di differenziarsi dalla concorrenza.

Un altro fattore chiave riguarda l'evoluzione del lato della domanda, con il prossimo ricambio generazionale che porterà ad un cambiamento sul lato degli investitori nonché una maggiore

²⁷²Capgemini, *World Wealth Report 2018*.

importanza per quanto concerne i piani di pensionamento di una crescente porzione della popolazione. La generazione dei *millennials*, cresciuti lungo l'ultima crisi finanziaria globale, presenta un generale scetticismo verso la finanza tradizionale e una maggiore inclinazione per l'ottenimento di soluzioni individuali in grado di soddisfare esigenze specifiche.

Maggiori pressioni sul lato dell'offerta del settore del wealth management sono dettate poi dall'elevato grado di innovazione tecnologica che consente a nuove aziende di entrare nel settore incrementando il livello di competizione, incidendo sui costi dei servizi e sulla performance. Ciò spinge verso una democratizzazione nell'accesso a soluzioni d'investimento, con una crescente domanda per servizi complessi di solito ad appannaggio dei clienti più abbienti. La maggiore autonomia del cliente, dettata anche dall'introduzione di processi di automatizzazione, e la sua crescente possibilità di scelta comportano una contrazione dei margini di guadagno in alcune attività afferenti alla sfera del wealth management.

Ciò che emerge da questo scenario è un cambiamento delle basi della competizione nel settore del wealth management. Da tale condizione deriva un'evoluzione nelle strategie adottate dalle società attive in questo settore, le quali si orientano progressivamente verso un approccio olistico non più unicamente ancorato alla gestione del portafoglio finanziario del cliente ma che comprende una pluralità di servizi volti a fornire soluzioni specifiche alle diverse esigenze della clientela. Si tratta di una strategia per evitare un'offerta generica e scarsamente differenziata dei servizi di investimento.

Proprio in virtù di questo orientamento verso un approccio olistico, la gestione del patrimonio artistico del cliente assume una crescente rilevanza. Il settore dell'art banking nasce e si sviluppa a seguito delle richieste e delle necessità della clientela, sempre più specifiche e personalizzate. Esso comprende diverse declinazioni con differenti tipologie di servizi. Si è visto come in questo contesto è centrale la figura del *relationship manager* che si deve occupare di comprendere le istanze particolari della clientela e tracciare una strategia specifica in base al singolo caso. Il *relationship manager* inoltre funge da intermediario per il rapporto con professionisti esterni, il che assume particolare rilevanza nel caso dell'art banking dal momento che molti dei servizi offerti vengono esternalizzati.

Nonostante alcune problematiche strutturali che riguardano il mercato dell'arte, come la mancanza di trasparenza, la scarsa liquidità, la difficoltà nella gestione del rischio, si sta assistendo ad una crescente attenzione verso servizi relativi a questa sfera con una maggiore

inclusione nell'offerta del settore del wealth management. Si tratta di una strategia volta alla soddisfazione delle esigenze di una clientela, quella degli HNWI, tradizionalmente interessata al collezionismo, in un'ottica di differenziazione rispetto alla concorrenza e di fidelizzazione della clientela.

I servizi offerti sono numerosi, cambiano in base al caso specifico anche se è possibile tracciare alcune tendenze ricorrenti. In generale, di grande importanza sono i servizi relativi alla gestione della collezione secondo diverse sfaccettature come la valutazione economica, la pianificazione patrimoniale, l'assicurazione, le problematiche in termini di successione e tassazione e così via. Invece, secondo un'ottica finanziaria, si considera il potenziale del patrimonio artistico all'interno del portafoglio del cliente in particolare in termini di diversificazione del rischio, in linea con la crescente importanza degli investimenti alternativi nelle strategie di investimento. Un ulteriore ambito riguarda poi il finanziamento degli acquisti di opere d'arte e l'utilizzo del patrimonio artistico individuale al fine di ottenere dei prestiti secondo condizioni e specificità particolari.

Inoltre sono particolarmente rilevanti i servizi incentrati su attività di filantropia indirizzate verso l'arte e la cultura, così come servizi di intrattenimento e di educazione della clientela sempre basati sull'ambito artistico – culturale. Anche qui la *ratio* è quella di soddisfare le esigenze della clientela secondo una molteplicità di declinazioni che in parte esulano dal mero ambito finanziario. Emblematico per comprendere la crescente importanza di questa tipologia di servizi sta nel fatto che la maggioranza degli stessi è fornita internamente dalla società di wealth management e non viene dunque esternalizzata come avviene per altri casi.

Quest'ultimo ambito è stato preso come punto di partenza per sviluppare un discorso che andasse ad indagare le possibilità in termini di maggiore collaborazione ed integrazione tra la sfera finanziaria e quella culturale. In particolare la crescente importanza di questa tipologia di servizi che abbracciano anche la sfera culturale, può offrire una serie di benefici ed opportunità per le parti coinvolte, specialmente in un contesto che vede in molti paesi diminuire il supporto pubblico diretto alla cultura.

Approfondendo anche il ruolo aziendale, in particolare nel caso di istituzioni finanziarie, in termini di filantropia (principalmente come donazioni) e di sponsorizzazioni, si tracciano dei margini per una maggiore collaborazione con la sfera culturale. Una conclusione sembra poter indicare come la relazione tra le diverse entità sia in grado di conferire un maggior grado di soddisfazione per il cliente riguardo alle soluzioni proposte, nonché di migliorare la

conoscenza specifica su questi temi per la controparte finanziaria. Allo stesso tempo, la controparte culturale può sfruttare tale relazione per aumentare gli introiti propri grazie ad attività di consulenza e all'ottenimento di un maggior flusso di donazioni e sponsorizzazioni. Risulta comunque necessario tenere in considerazione le problematiche del caso, in particolare in relazione al grado d'indipendenza tra sfera finanziaria e quella culturale.

Per quanto riguarda il tema dei prestiti con l'opera d'arte come collaterale (*art secured lending*), si è visto come si tratti di un servizio di crescente importanza che nasce dalla possibilità di sfruttare il potenziale finanziario insito nelle opere d'arte.

Al momento attuale, gli Stati Uniti occupano una posizione di primaria importanza per questo mercato il quale è in pratica interamente concentrato in questo paese; ciò avviene per diversi motivi, in particolare per l'inclinazione degli statunitensi a considerare l'arte come un asset class e per la presenza di una legislazione che favorisce questo tipo di iniziative.

Tra le motivazioni alla base degli *art secured lending*, si è visto come un ruolo preponderante sia svolto dai benefici in termini di monetizzazione garantiti dal prestito rispetto alla vendita e dai vantaggi fiscali. Se si guarda al lato dell'offerta, tale tipologia di servizi è in linea con l'adozione di un approccio olistico nella strategia di un'istituzione finanziaria e si orienta alla soddisfazione del cliente e alla sua fidelizzazione.

Allo stesso tempo le problematiche strutturali del mercato dell'arte influenzano gli *art secured lending*, dal momento che per affrontare l'elevato livello di rischio sotteso da questa tipologia di prestiti essi vengono erogati con un elevato tasso d'interesse e parallelamente con livelli di *loan to value ratio* contenuti.

Per quanto riguarda gli strumenti derivati applicati al mercato dell'arte, si è visto come il loro utilizzo al giorno d'oggi non può considerarsi una pratica diffusa, dal momento che le problematiche proprie del mercato dell'arte ne minano lo sviluppo e l'affermazione. Mentre lo scenario attuale non è in grado di fornire un quadro omogeneo relativo a tali pratiche, risulta invece possibile parlare di esempi isolati.

Gli ACDS sono uno strumento funzionale allo sviluppo degli *art secured lending* dal momento che, come i generici *credit default swaps*, permettono il trasferimento del rischio indesiderato dall'istituzione erogatrice del prestito ad una terza parte interessata. Tale processo di cartolarizzazione permette all'istituzione finanziaria di operare secondo le disposizioni dettate dalle regolamentazione bancaria in materia, semplificando allo stesso tempo la gestione del

rischio così come le disposizioni in termini di riserve di capitale. Ad oggi però sembra che gli ACDS siano unicamente una proposta teorica.

Trattandosi di strumenti derivati, la storia recente ha insegnato come delle mancanze nella loro strutturazione possano portare alla creazione di significativi squilibri tra le parti coinvolte. Nell'ultima crisi finanziaria globale gli strumenti derivati hanno giocato un ruolo cruciale, una corretta comprensione della causa alla base di tale fragilità strutturale è necessaria per delineare un modello più solido di ACDS in grado di superare tali problematiche.

Si è visto come una cartolarizzazione 'selvaggia' nel mercato dei mutui, l'eccessiva offerta di strumenti derivati complessi e l'introduzione di ulteriori meccanismi distorsivi, come gli incentivi di breve termine per la classe manageriale e il *modus operandi* delle agenzie di rating, abbiano causato un crollo dell'economia finanziaria e una conseguente ripercussione sull'economia reale. In questo contesto, i CDS, lo strumento derivato di maggiore portata in termini di valore del mercato, hanno esacerbato ulteriormente la gravità del contagio fungendo da 'paracaduti di piombo'; concepiti per una più efficiente distribuzione del rischio, per le loro disfunzioni dettate da un'imprudente deregolamentazione finanziaria si sono dimostrati come vettori di propagazione del rischio sistemico e di controparte.

Tutte queste problematiche hanno comportato la necessità di proporre dei correttivi per i CDS in modo da arginare i risvolti negativi e rafforzarne il potenziale positivo (sia in termini di completamento dei mercati che di miglioramento delle informazioni disponibili). Risulta in particolare cruciale limitare l'azzardo morale da parte del *protection buyer*, dal momento che l'elargizione di prestiti a soggetti con dubbi meriti creditizi, forti della possibilità di esternalizzare i rischi derivanti da tale pratica, compromette le fondamenta del mercato dei CDS.

Allo stesso tempo, alcuni correttivi proposti per i generici CDS potrebbero essere applicati anche agli ACDS, in particolare il concetto di riassicurazione, la dotazione di riserve e l'intervento delle entità regolatrici (con diverse possibilità in base al paese in questione).

Tratte queste considerazioni, si è definito un mercato dei *protection seller* in base ai soggetti potenzialmente interessati. Nell'elaborato, l'istituzione museale rappresenta la controparte ideale; le motivazioni risiedono nel contesto di una potenziale maggiore integrazione tra sfera finanziaria e culturale con i relativi vantaggi per le parti in gioco. A questa si aggiungono ulteriori fattori come, ad esempio, i vantaggi per la controparte museale in termini di

acquisizioni di opere d'interesse ad un prezzo contenuto e di creazione di un flusso di liquidità derivante dall'azione di *protection seller*, inoltre ciò rappresenta un'opportunità per 'sottrarre' opere da collezionisti privati e renderli disponibili alla comunità. Ovviamente vi sono sensibili differenze in base alla natura pubblica o privata del museo e in base al paese di appartenenza.

Nell'ultima parte dell'elaborato si sono avanzate alcune proposte alternative relativamente al mercato degli ACDS.

La più articolata prevede non solo di incorporare i principali correttivi analizzati ma anche un ruolo attivo da parte di un'entità regolatrice del mercato (di natura pubblica o privata) e la necessità di rispondere ad una serie di accorgimenti per tutti i partecipanti al mercato. L'azione dell'entità regolatrice dovrebbe in primis focalizzarsi sull'accertare la salute finanziaria del mutuatario al fine di contenere la possibilità di un azzardo morale. Un elemento importante consiste poi nella creazione di una procedura omogena per la valutazione dell'opera d'arte.

Uno dei principali benefici derivanti da tale proposta consiste nel miglioramento dei parametri degli *art secured lending* grazie alle maggiori garanzie per la controparte finanziaria. In particolare il miglioramento potrebbe incidere positivamente sui livelli di LTV e sui tassi d'interesse di questi prestiti, mentre l'introduzione di una serie di correttivi andrebbe a contenere i rischio associati agli strumenti derivati.

Si tratta solo di una proposta ma è nostro auspicio che questo elaborato rappresenti un punto di partenza per sviluppare un discorso organico sull'argomento. Un passaggio necessario dovrebbe prevedere una ricerca empirica che coinvolga le entità considerate nell'elaborato al fine di valutare se vi possa essere un effettivo interesse per lo sviluppo di tale strumento finanziario.

APPENDICE: INTERVISTA AL WEALTH MANAGER EMANUELE BERTOLASO

Emanuele Bertolaso, direttore dell'azienda viennese *Bertolaso Advisory*, è attivo nel settore della consulenza da venti anni con una specializzazione anche per gli investimenti alternativi e per la gestione del patrimonio artistico del cliente.

Si coglie l'occasione per ringraziarlo per la sua cortesia e per la disponibilità a rispondere alla seguente intervista.

- 1) Condivide l'affermazione che vi è una crescente presenza di servizi relativi all'arte all'interno del wealth management o almeno una maggiore attenzione verso questo campo? E in caso affermativo, secondo lei quali sono le principali ragioni dietro a questa tendenza?

Certamente condivido. Gli HNWI hanno sempre più sensibilità per l'arte, sia dal punto di vista culturale che dell'investimento finanziario. L'arte appartiene infatti alla categoria più importante di alternative investments e i wealth manager consigliano all'unanimità di investire il 5% del patrimonio in arte.

- 2) Secondo alcune fonti (es Deloitte, PwC, ...), l'adozione di un approccio olistico all'interno delle pratiche di Wealth Management, come conseguenza dell'introduzione di innovazioni tecnologiche e di una più elevata competizione nel settore, è una delle motivazioni principali per la maggiore presenza di servizi relativi all'arte all'interno dell'offerta del wealth management. Lei è d'accordo con tale constatazione?

L'approccio olistico è sicuramente dato, ma non penso meramente come conseguenza di innovazioni tecnologiche e/o competizione, bensì come dovuto all'attenzione sempre più forte al valore dell'arte per sé, sia culturale che finanziario.

- 3) Secondo la sua esperienza, qual è la tipologia di servizio richiesto più frequentemente dalla clientela in questo campo? Vi sono dei cambiamenti a riguardo rispetto al passato?

A parte il collezionismo tradizionale, di passione, e la rispettiva consulenza per la ricerca di pezzi d'eccellenza, sono nati con il tempo una serie di servizi attorno all'asset arte: forme assicurative nuove, crediti sul collaterale arte, soluzioni storage, servizi di catalogazione digitale, ecc.

- 4) Quali sono i principali vantaggi derivanti dall'inserimento di pratiche relative alla gestione del patrimonio artistico del cliente, o affini a tale campo, all'interno dell'offerta del wealth management?

Si instaura un rapporto molto più personale con il cliente, si ha l'opportunità di rendere più "culturali" i vecchi servizi finanziari tradizionali, si offre al cliente un servizio ormai necessario anche dal punto di vista patrimoniale.

- 5) Quali evoluzioni prevede si possano verificare in questo campo?

Si noterà sicuramente una sempre più forte crescita del mercato dell'arte, date la crescita a livello mondiale del numero di HNWI. Crescerà anche la qualità dei servizi, sempre più digitali, e si tenderà di rendere sempre più trasparente la dinamica del mercato e della formazione dei prezzi, nonché si forniranno dati specifici sempre più affidabili. Si consoliderà in generale il ruolo dell'arte come asset.

- 6) Riguardo le principali problematiche che ostacolano una maggiore affinità tra il campo del wealth management e quello dell'arte, oltre alla mancanza di trasparenza nel mercato dell'arte, spesso viene anche ricordata la mancanza di competenze specifiche da parte della realtà finanziaria. Si trova d'accordo? Una maggiore integrazione tra il mondo finanziario e quello artistico - culturale potrebbe essere una soluzione? E come vedrebbe tale rapporto?

Certamente si avrà sempre più bisogno di esperti del settore. Al momento praticamente tutti i wealth management affidano i servizi del settore arte a professionisti specializzati in outsourcing. Sempre più sarà necessario che il private banker e il wealth manager si formino nel settore del mercato dell'arte con corsi specifici. Seguirà pure il trend dell'avvicinamento del mondo del mercato dell'arte a quello delle istituzioni finanziarie. Sarà da scoprire se questa dinamica porterà il mondo finanziario ad attivarsi in prima persona sul mercato dell'arte e/o ad offrire servizi altamente specializzati nel settore.

- 7) Parlando delle differenze tra Stati Uniti ed Europa, negli USA alcune tipologie di servizi sono molto più sviluppate che in Europa (pensiamo agli *art based lending*, in questo caso anche a causa di differenze normative come la presenza negli USA dell'*Uniform*

Commercial Code) anche se nella letteratura a riguardo spesso risulta come si sia sulla strada per colmare il divario tra le due realtà. Lei è d'accordo?

Il citato esempio è un fenomeno al momento marginale, in ogni caso il mercato dell'arte negli USA è di molto più sviluppato di quello europeo. Sia la mentalità che la dinamicità della disponibilità al rischio caratterizzano un mercato americano molto più vivace di quello europeo.

8) L'applicazione della tecnologia blockchain al mercato dell'arte come potrebbe influenzare il campo dell'*art wealth management*? E in caso affermativo, come?

Si potrebbero creare sistemi che garantiscano l'autenticità delle opere d'arte così come la facilitazione d'investimenti in arte basati su valori crypto currency e al contrario la creazione di valute crypto basate su opere d'arte. Tutto quello che standardizza il settore dell'arte, aiuta il wealth management nel suo ruolo di fornitore di servizi olistici.

9) Ha ulteriori osservazioni da aggiungere?

L'arte rimarrà sempre un investimento emozionale e caratterizzato da una forte componente soggettiva. Si potrà portare ad un massimo d'affidabilità il sistema finanziario rispettivo, ma ciò non toglie che si sta parlando di valori culturali e di passione, quindi difficilmente rinchiudibili in un manto tecnico-finanziario.

BIBLIOGRAFIA

ABN AMRO Group N.V., *Annual Report 2017*.

AIPB (Associazione Italiana Private Banking), *L'art advisor nel Private Banking, a metà strada tra l'esperto d'arte e il consulente finanziario*, 2014.

Akerlof, George, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, 3, 1970.

Aldasoro, Inaki e Ehlers, Torsten, *The credit default swap market: what a difference a decade makes*, *BIS Quarterly Review*, 2018.

Alvaredo, Facundo et al., *World Inequality Report 2018*, World Inequality Lab, 2018.

Angelini, Eliana, *Credit Default Swaps (CDS) and their Role in the Credit Risk Market*, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2, 2012.

Ashenfelter, Orley e Graddy, Kathrin, *Auctions and the Price of Art*, *Journal of Economic Literature*, 41, 2003.

Bauer, Diann et alii, *Real Flow: art is the sublime asset*, 2015.

Bauwens, Luc e Ginsburgh, Victor, *Art Experts and Art Auctions: Are Presale Estimates Fully Informative?*, *Louvian Economic Review*, 66, n.1, 2000

Campbell, Rachel, *Art Price Risk*, in McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance: Expert Advice on the Economics of Ownership*, Bloomberg Press, 2010.

Campbell, Rachel e Wiehnkamp, Christian, *Credit Default Swaps and an Application to the Art Market: A Proposal*, in Wagner, Niklas, *Credit Risk, Models, Derivatives, and Management*, Chapman & Hall/CRC, Financial Mathematics Series, 2008.

Candela, Guido e Scorcu, Antonello, *Economia delle Arti*, Zanichelli, 2017.

Capgemini, *Top 10 Trends in Wealth Management 2018: What You Need to Know*, 2017.

Capgemini, *World Wealth Report 2018*.

Capgemini & RBC Wealth Management, *Global HNW Insight Survey*, 2016.

Charlin, Ventura e Cifuentes, Arturo, *A Risk-Assessment Framework for Art-Secured Lending*, Working Paper, Columbia University, 2019.

Codice etico dell'ICOM per I musei, 2004.

Collections management policy, The Museum of Modern Art, 2010.

Cont, Rama, *Credit Default Swaps and Financial Stability*, Financial Stability Review, 14, 2010.

Cont, Rama e Minca, Andreea, *Credit Default Swaps and Systemic Risk*, Isaac Newton Institute, 2014.

Deloitte, *10 Disruptive trends in wealth management*, 2015.

Deloitte, *Art Banking 10 anni dopo: come è cambiato il mondo dell'art advisory nella prospettiva del private banking'*, novembre 2013.

Deloitte, *Making retirement security a reality: What can financial institutions and advisors do?*, 2015.

Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2016*.

Deloitte & ArtTactic, *Art & Finance Report 2017*.

Dumcke, Cornelia e Matassa, Freda, *Valuation of Works of Art for Lending and Borrowing Purpose*, european agenda for culture work plan for culture 2011-2014, EENC Report, 2012.

Ernst & Young AG., *Wealth management outlook 2018: Anticipating and seizing global growth potential in a challenging environment*, 2017.

FCTLglobal, *Institutional Investment Mandates: Anchors for Long-term Performance*, 2016.

Ferrarese, Pieremilio, *Modelli di rendicontazione dell'attività museale*, Cafoscarina, 2017.

Galaskiewicz, Joseph e Wasserman, Stan, *Mimetic Processes within an Organizational Field: An Empirical Test*, Administrative Science Quarterly 34, 1989.

Guarria, Angel e Boonem, Laurence, *OECD Economic outlook: Growth has peaked amidst escalating risks*, 21 novembre 2018.

Heilbrun, James e Gray, Charles, *The Economics of Art and Culture, Second Edition*, Cambridge Press, 2006.

International Monetary Fund (IMF), *Global financial stability report*, 2006.

IMF working paper, *Capital Account Liberalization and Inequality*, 2015.

IRS Metropolitan Museum of Art, Return of Organization Exempt From Income Tax, 2017.

Jarrow, Robert, *The Role of ABS, CDS and CDOs in the Credit Crisis and the Economy*, Johnson Graduate School of Management, 2011.

J. Paul Getty Museum Collection Policy, 2018.

Khan, Mozaffar et al., *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 6, 2016.

Knight Frank, *The Wealth Report. The global perspective on prime property and investment*, 2017.

Kushner, Roland, *Positive Rationales for Corporate Arts Support*, in R. Martorella (ed.), *Art and Business*, Praeger, Westport, CT, 1996.

Larry's List & AMMA (Art Market Monitor of Artron), *Private Art Museum Report*, 2015.

LeClair, Mark e Gordon, Kelly, *Corporate Support for Artistic and Cultural Activities: What Determines the Distribution of Corporate Giving?*, *Journal of Cultural Economics*, 24, 2000.

Lindenberg, Morgane e Oosterlinck, Kim, *Art Collections as a Strategy Tool: a Typology based on the Belgian Financial Sector*, Université Libre de Bruxelles - Solvay Brussels School of Economics and Management Centre Emile Bernheim, 2010.

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

McAndrew, Clare, *The Art Market 2017, Art Basel & UBS Report*.

McAndrew, Clare, *The Art Market 2018, Art Basel & UBS Report*.

McAndrew, Clare e Thompson, Rex, *The collateral value of fine art*, *Journal of Banking and Finance*, 31, n.3, 2007.

Mei, Jianping e Moses, Michael, *Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces*, *American Economic Review*, 92, n.5, 2002.

Mondriaan Fonds – Jaarrekening 2017.

Mondriaan Fonds – Jaarverslag 2012.

Mondriaan Fonds - Jaarverslag 2017.

Neil, Jonathan, *Derivative Work*, *ArtReview Asia*, 2015.

OECD Economic Outlook, *General assessment of the macroeconomic situation*, Volume 2018 Issue 2.

O'Hagan, John e Duffy, Christopher, *The Arts and Section 32 of the 1984 Finance Act*, *The Economic and Social Review*, Vol. 19, No. 2, 1988.

O'Hagan, John e Harvey, Denice, *Why Do Companies Sponsor Arts Events? Some Evidence and a Proposed Classification*, Journal of Cultural Economics, 24, 2000.

Petelin, Gunther et al., *White Paper. Asset & Wealth Management: the way forward – retaining competitiveness in a demanding environment*, BearingPoint, 2017.

Pownall, Rachel, *Art-Backed Lending: Implied Spreads and Art Risk Management*, Art Market Symposium Maastricht University, 2007.

PwC, *Asset & Wealth Management Insights – Asset Management 2020: Taking stock*, 2017.

PwC, *Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change*, 2017.

PwC, *Capital project and infrastructure spending: outlook to 2025*, 2014.

Quattrocchi, Laura e Strati, Francesco, *Art & Finance: Fine Art Derivatives*, Atti della Accademia Peloritana dei Pericolanti, 92, 2014.

Renneboog, Luc e Spaenjers, Christophe, *Buying beauty: on prices and returns in the art market*, Management Science, 59, 2013.

Ripa, Pietro, *Art Banking: la crescita del mercato dell'arte e I suoi effetti sull'industria finanziaria*, 2015, Economia e diritto del terziario, 1, Franco Angeli, 2017.

Robertson, Iain e Chong, Derrick, *The Art Business*, Routledge, 2008.

Rossi, Paolo, *I 'nuovi' musei statali, tra prove di autonomia e valorizzazione economica*, Amministrazione in Cammino, 2017.

Senarath, Shanuka e Coop, Richard, *Credit Default Swaps and the Global Financial Crisis: Reframing Credit Default Swaps as Quasi-Insurance*, Global Economy and Finance Journal, 8, 2015.

Shinnecock Partners L.P., *Creative Collateral: Lending Against Fine Art*, 2018.

Smithson, Charles, *Credit portfolio management*, Hoboken, N.J., Wiley, 2003.

Summer, Lawrence e Balls, Ed, *Report of the Commission on Inclusive Prosperity*, Center for American Progress, 2015.

Sun, Xiaojie et alii, *The models of fine art derivative*, working paper, 2017.

TEFAF, *Art Dealer Finance 2018*.

Terzi, Nuray e Ulucay, Korkmaz, *The Role of Credit Default Swaps on Financial Market Stability*, Procedia Social and Behavioral Sciences, 24, 2011.

The Geneva Association, *The Pension Gap Epidemic: Challenges and Recommendations*, Novembre 2016.

Useem, Mike, *Corporate Contributions to Culture and the Arts: The Organization of Giving and the Influence of the Chief Executive Officer and of Other Firms on Company Contributions*, in P. DiMaggio (ed.), *Nonprofit Enterprises in the Arts*, Oxford University Press, New York, 1986.

Useem, Mike, *Corporate Funding of the Arts in a Turbulent Environment*, *Non-Profit Management and Leadership* 1, 1991.

WatersTechnology, *Best Analytics Initiative: Buy Side – JPMorgan Asset Management*, Gennaio 2017.

Wells Fargo, *Wells Fargo Testing Bot For Messenger Featuring New Customer Service Experiences*, Aprile 2017.

Weil, Stephen, *Rethinking the Museum*, Smithsonian Institution Press, 1990.

Young, Dennis e Burlingame, Dwight, *“Paradigm Lost: Research toward a New Understanding of Corporate Philanthropy”*, in Burlingame and Young (eds.), *Corporate Philanthropy at the Crossroads*, 1996.

Zorloni, Alessia e Willette, Randal, *Managing Art Wealth: creating a single family office that preserves and protects the family art collection*, *The Journal of Wealth Management*, 16, 2014.

SITOGRAFIA

www.artbusinessnews.com.

www.artcapitalgroup.com.

www.art.db.com.

www.artemus.com.

www.athena-art.com.

www.bankpeida.it.

www.beniculturali.it.

www.bluerating.com.

www.borro.com.

www.borsaitaliana.it.

www.businessdictionary.com.

www.digital4.biz.

www.farinastudiolegale.com.

www.finance-monthly.com.

www.financialtimes.com.

www.fineartgroup.com.

www.forbes.com.

www.ilsole24ore.com.

www.investopedia.com.

www.jpmorgan.com.

www.kunstkoop.nl.

www.lawinsider.com.

www.levart.com.

www.lexicon.ft.com.

www.mosaictemplarscenter.com.

www.mybridgenow.com.

www.nimodel.niesr.ac.uk.

www.nysun.com.

www.pi-ex.com.

www.raconteur.net.

www.rediff.com.

www.rijksmuseum.nl.

www.startingfinance.com.

www.thebalancesmb.com.

www.tpcartfinance.com.

www.treccani.it.

www.vangoghmuseum.nl.

www.winstonartgroup.com.