



Departamento de Sociologia e Políticas Públicas

Investimento em Arte: Uma Análise Financeira

Inês Dias Antunes

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Mercados da Arte

Orientador(a):

Prof. Doutora Alexandra Fernandes, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School
Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

[Setembro, 2018]



Departamento de Sociologia e Políticas Públicas

Investimento em Arte: Uma Análise Financeira

Inês Dias Antunes

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Mercados da Arte

Orientador(a):
Prof. Doutora Alexandra Fernandes, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School
Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

[Setembro, 2018]

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai. Com o pesar de não conseguir partilhar este momento com ele em pessoa, agradeço-lhe por me ter acompanhado durante a toda a jornada que culminou nesta dissertação.

À minha mãe. Que eu possa retribuir todo o amor, força e apoio que me deste durante a minha vida para que pudesse aqui chegar.

À minha irmã. Sempre presente e preocupada. É bom poder contar sempre contigo.

Ao Paulo. A conclusão deste trabalho devesse em grande parte a ti. Obrigada por me teres vindo a aturar durante estes anos.

À Professora Alexandra Etelvina Martins Marques Fernandes. A sua orientação e paciência durante o percurso deste trabalho foram indispensáveis.

RESUMO

O desenvolvimento, sem precedentes, do mercado da arte durante os últimos anos está a resultar na sua “financização”. Atualmente a arte é vista para além do seu valor artístico ou importância histórica. O seu retorno monetário tem vindo a agitar o mercado.

Esta dissertação é um estudo da questão da obra de arte como ativo alternativo de investimento a partir de uma análise de conceitos básicos de investimento tendo em conta as especificidades do mercado da arte, e concluindo com a apresentação de exemplos de instrumentos financeiros que utilizam a obra de arte como ativo.

Tentando apontar as similitudes e diferenças entre a arte e outros ativos do mercado financeiro, pesando a ainda tácita relação entre mercados, este trabalho visa descortinar as principais problemáticas e perspetivas da obra de arte como *commodity*.

Mercado da Arte; Obra de Arte; Financização da Arte; Ativo Alternativo de Investimento

ABSTRACT

The unprecedented development of the art market in recent years is resulting in its financialization. Today art is seen beyond its artistic value or historical importance. The monetary return has been arousing the market.

This dissertation is a study on the question of the work of art as an alternative investment asset stem from an analysis of basic investment concepts considering the specificities of the art market and concluding with the presentation of examples of financial instruments that have been using the work of art as active.

Seeking to indicate the similarities and differences between art and other financial assets, even though the relationship between markets is still tacit, this work aims to unveil the main issues and perspectives of the work of art as a commodity.

Art Market; Work of Art; Art Financialization; Alternative Investment Asset

Índice

AGRADECIMENTOS	I
RESUMO.....	II
ABSTRACT.....	III
A ARTE E O MERCADO FINANCEIRO	1
MERCADO DA ARTE: ESTRUTURA E PARTICIPANTES	2
ARTE E FINANÇAS	4
ARTE COMO INVESTIMENTO.....	9
RISCO	9
<i>Liquidez</i>	11
<i>Correlação</i>	12
<i>Rendabilidade</i>	14
REGULAMENTAÇÃO	15
ÍNDICES	21
INSTRUMENTOS FINANCEIROS	27
EMPRÉSTIMOS E A OBRA DE ARTE COMO GARANTIA	28
FUNDOS DE INVESTIMENTO DE ARTE	33
INSTRUMENTOS DERIVADOS	46
CONCLUSÃO	51

*“The fundamental law of investing is
the uncertainty of the future.”*
Peter L. Bernstein

A ARTE E O MERCADO FINANCEIRO

Em 2008 assistiu-se a uma das maiores crises financeiras do mundo, que se estende até aos dias de hoje. No mesmo período, o mercado da arte registou um crescimento em valor de 78% (The European Fine Art Foundation, 2016). A este facto muito se deve o crescente número de interessados em estudar as possibilidades da arte, do objeto artístico, como um ativo alternativo. Segundo o consultor e estatístico do mercado de arte Jeremy Eckstein, o interesse na arte advém de características únicas da globalidade do mercado, a baixa correlação entre este e o mercado bolsista e a possibilidade de um rácio favorável e desejado entre risco e retorno (Eckstein 2006, *apud* Gentil, 2007: 3).

Apesar de existir algum pudor dos agentes do mercado da arte face ao conceito de arte como investimento, talvez por receio da sua comensurabilização e depreciação, tem-se assistido a um crescente aparecimento de novos instrumentos financeiros e afetação do mercado por motivações financeiras e consequentemente pelos seus agentes e instituições. Certo é que são cada vez mais os que compram arte por razões para além do aspeto estéticos e importância histórica, deixando cada vez mais ténue a linha que separa o investidor e o colecionador. O mercado deixa assim de ser dirigido apenas ao restrito grupo *connoisseur* de arte e passa a interessar a um vasto conjunto de consumidores, entre eles a comunidade financeira (McAndrew, 2010).

Importa também definir as fronteiras do objeto de estudo. Quando se refere o objeto artístico, a obra de arte, incluem-se as denominadas belas artes (pintura, escultura e trabalhos em papel) e as artes decorativas (mobiliário, têxteis, cerâmicas...). Apesar de vários agentes do mercado da arte comercializarem outros artigos colecionáveis com algumas características semelhantes à obra de arte, como o vinho, numismática, carros, selos, brinquedos e memorabilia, estes fazem parte de mercados com características distintas ao mercado da arte, pelo que não são parte do objeto de estudo. Igualmente de destacar que a pintura e a escultura são apontadas como detendo a maioria do volume de vendas mundial (Gerlis, 2014).

Assim, o presente trabalho encontra-se dividido em três partes. A primeira tem como intuito contextualizar o estudo através de uma análise da situação e estrutura atual dos mercados da arte e financeiro, bem como expor a principal premissa para o estudo, a arte como investimento e apresentar as questões que a partir desta se levantam. Numa segunda parte será feita a análise de conceitos básicos de investimento tendo em conta as especificidades do mercado da arte, concluindo na terceira parte, com a apresentação de exemplos, hoje conhecidos, de instrumentos financeiros que utilizam a obra de arte como ativo.

Resta apenas fazer nota que a dissertação que aqui se apresenta tem como objetivo primeiro estudar as especificidades que diferenciam o mercado da arte do financeiro, através da lógica comercial e de valorização de bens. São claras as diferenças entre mercados e é o facto de o mercado da arte ser excepcional que torna pertinente a análise que aqui se expõe, abrindo o diálogo a novas perspetivas sobre o mercado da arte atual.

Mercado da Arte: Estrutura e Participantes

Apesar do mercado da arte ter assistido a um abrandamento no passado ano de 2015, segundo números do último relatório da European Fine Art Foundation (2016), este apresenta um crescimento de 78% na última década. O mesmo relatório faz notar que a queda nas vendas em 2015 era inevitável uma vez que foram atingidos valores históricos nos anos anteriores (Figura 1).

Tal como no mercado financeiro, do qual nos ocuparemos mais à frente, o mercado da arte é na sua essência um aglomerado de sub-mercados distintos que se desenvolvem a um ritmo próprio. Temos assim, o mercado Norte Americano que suporta 43% do mercado global, seguido dos mercados da Inglaterra, China e França, este último, em tempos, centro do mercado. Apesar de global, o mercado da arte continua a ser dominado por um pequeno número de centros de comercialização, estes movimentados são definidos por segmentos que se comportam de diferentes formas, de acordo com os agentes que os formam: artistas, especialistas, académicos, colecionadores, curadores, *dealers*, leiloeiras, museus. Cada segmento tem ainda uma trajetória de preço e níveis de risco inerentes a si mesmo, com diferentes retornos no investimento e padrões de comercialização (European Fine Art Foundation, 2016).

Figura 1

1.1 Mercado da Arte Global: Valor e Volume de Transações

Ano	Valor (m)	Volume (m)
2005	\$35.903	28.2
2006	\$54.425	32.1
2007	\$65.875	49.8
2008	\$62.020	43.7
2009	\$39.511	31.0
2010	\$57.025	35.1
2011	\$64.550	36.8
2012	\$56.698	35.5
2013	\$63.287	36.5
2014	\$68.237	38.8

© Art Economics (2016)

1.2 Aumento de Vendas no Mercado Global da Arte e Antiguidades

Ano	Mudança em Valor	Mudança em Volume
2005/06	51.6%	13.8%
2006/07	21.0%	55.1%
2007/08	-5.9%	-12.2%
2008/09	-36.3%	-29.1%
2009/10	44.3%	13.2%
2010/11	13.2%	4.8%
2011/12	-12.2%	-3.5%
2012/13	11.6%	2.8%
2013/14	7.8%	6.3%
2014/15	-6.6%	-1.7%
2005-2015	77.6%	35.2%
2009-2015	61.4%	23.0%

© Art Economics (2016)

Como nos mercados de transações, o mercado da arte opera num sistema de subdivisão: mercado primário e o secundário, sendo o segundo o denominador em termos de volume e valor, uma vez que a obra após a sua primeira compra passa a ser reconhecida pelo seu valor artístico, importância histórica ou notoriedade (McAndrew, 2010). Também a informação e custos inerentes são mais baixos, sendo que, em princípio, existe mais e melhor informação disponível sobre os artistas e o seu trabalho, logo o risco inerente à compra de uma obra em mercado secundário tende a ser mais baixo (Horowitz, 2011).

São igualmente vários e diferentes os agentes no mercado da arte. Com funções distintas, as suas relações modelam o mercado: o artista é o agente central, sendo o principal fornecedor de recursos que suportam o mercado, que por sua vez, providencia a sua promoção e divulgação do seu trabalho ao público, através de vários canais de venda, diretamente ou por intermediários. Como principais agentes de vendas estão as casas de leilões, antiquários e as galerias, para o mercado secundário e primário respetivamente. Mas os canais que estas

utilização, são cada vez mais vastos, existindo atualmente uma grande percentagem de vendas online, o que permite maior facilidade na compra e que pode refletir-se num mercado mais líquido (Deloitte e Art Tactic, 2016).

Em termos de setores, continuam a ser o período pós-guerra e arte contemporânea a representar a maioria das vendas, contabilizando 46% do valor de vendas anual (The European Fine Art Foundation, 2016), seguindo-se a Arte Moderna, Impressionistas e Pós-Impressionismo e finalmente *Old Masters*. Os números apresentados podem ser reflexo da menor oferta dos últimos sectores, uma vez que esta é limitada pelo que já existe no mercado, ou pela representação de um maior risco na aquisição de obras de período contemporâneo, que podem, conseqüentemente, traduzir-se em maior retorno sobre os investimentos feitos pelos colecionadores, tendo em conta que, segundo o último relatório da Deloitte em parceria com a Art Tactic (2016), 72% de colecionadores inquiridos compram arte com vista o investimento.

Sabemos hoje, que o desenvolvimento do mercado da arte dita um crescimento contínuo e de expansão para novos países e consumidores, atingindo assim uma dimensão global. Este facto é consolidado por uma série de conjunturas económicas, sociais e tecnológicas que permitem o seu crescimento. Os mercados emergentes estão assim a ganhar visibilidade no mercado através de um crescimento de prosperidade, do qual é exemplo maior a China, que atualmente apresenta ótimos resultados em leilão¹, ficando apenas atrás dos Estados Unidos da América e Reino Unido (The European Fine Art Foundation, 2016). Também a nível económico, o crescimento do mesmo permite a que exista maior interesse direcionado para a cultura e para as artes. Por último, o desenvolvimento do mercado da arte está ligado a uma maior proliferação e divulgação de informação, consequência também do maior interesse financeiro e económico que se tem registados na última década.

Arte e Finanças

Segundo Melo (2012) “a dimensão económica do mercado é aquela em que a obra toma o papel de produto, mercadoria, objeto de um processo de produção, circulação, valorização semelhante a outros objetos mercantis”. Qualquer que seja a intenção na compra de uma obra de arte, esta

¹ Em 2011, a China registou os melhores resultados em vendas, num total de 19 mil milhões de dólares, perfazendo 30% do valor global de transações e superando os 29% dos Estados Unidos da América. Nos anos seguintes apresentou números abaixo dos EUA, mas mantendo-se até 2014 acima dos resultados do Reino Unido. Em 2015, a China assistiu a uma quebra significativa nas vendas, com o resultado de 11.8 mil milhões de dólares, que representa uma baixa de 23%.

possui uma dualidade que a torna única: por um lado é algo para ser consumido e para usufruir sem ter em vista o benefício monetário, os chamados *consumer durables* em economia, por outro lado, são ativos que produzem um retorno da sua valorização ao longo do tempo como outros ativos financeiros (McAndrew, 2010).

Na última década temos assistido a um nervosismo relativo aos mercados financeiros, bem como a fracos indicadores económicos, refletindo-se na crise mundial, bem como na falta de confiança e risco crescente no investimento nas tradicionais aplicações financeiras, como, por exemplo, ações e obrigações. Neste ambiente de maior volatilidade nos mercados financeiros, é expectável o redirecionamento dos investidores para os chamados ativos de refúgio, tais como o ouro e ativos tangíveis, nos quais podemos enquadrar as obras de arte (Moskowitz, 2015). Seguindo esta lógica, podemos perceber que existe uma ligação direta entre os mercados, financeiros e da arte, uma vez que o crescente interesse na arte como ativo leva a que os lucros obtidos, por exemplo no mercado bolsista, sejam reinvestidos em mercados paralelos como o da arte, imobiliário e ouro, como anteriormente se referiu (Ferreira, 2012).

Atendendo aos 72% dos colecionadores que fazem aquisições numa perspetiva de investimento, o conceito de obra de arte como ativo torna-se especialmente pertinente. Apesar disso, não se pode considerar novidade, sendo que existem vários exemplos ao longo da história que provam a utilidade da arte para diversificar a carteira de ativos de diversos investidores. Um dos casos mais conhecidos é a família Rothschild que para além de ações, património imóvel, joalheria e dinheiro, optou pela compra de obras de arte para complementar o seu portefólio. Contudo, novas estratégias para o mercado de arte como o mercado online, a maior circulação de informação, a crescente ligação entre agentes de mercado a nível global, uma maior abertura e procura do mercado, tendem a encorajar e facilitar o investimento neste sector permitindo assim, pela primeira vez, que a arte seja analisada como um ativo financeiro para além do seu valor estético (Gerlis, 2014).

Contudo, é ainda tácita a relação entre mercados e a características que continuam a ser apontadas como definidoras do mercado da arte, levam ao desencorajamento de quem tem interesse em entrar no mercado. Entre outras, o mercado é definido como um investimento de alto risco, faltando-lhe liquidez, grande opacidade, não tem regulamentação, os custos de transações são elevados e as tendências são ditadas pelo gosto e de curta duração. Para além destes pressupostos o mercado da arte apresenta algumas particularidades que separam a obra de arte de outros ativos financeiros, tais como o facto de não gerar fluxo de caixa, a não ser em casos de empréstimos da obra ou em caso de despesas como armazenamento, seguros e custos

associados à manutenção e conservação da obra (Torcello, 2012). Ainda assim, são vários os benefícios que podem ser apontados em relação a outros tipos de ativos. A obra de arte enquanto ativo, não é diretamente afetado com a inflação, chegando a ganhar acima da taxa de inflação, para além de que a compra de objetos de arte beneficia de regime especial de tributação de imposto (Moskowitz, 2015). Mais se acrescenta o facto de, em termos de risco, existe uma ínfima possibilidade de se perder o valor total do ativo, se este for adquirido de forma segura, para além de ser uma mais valia numa carteira de investimentos, dada a sua baixa correlação com outros ativos (McAndrew, 2010).

A nova realidade do mercado, deu assim acesso a um conjunto de serviços em instituições financeiras e de *private banking*, com enfoque na arte. Em termos de divulgação e conhecimento geral, os serviços de consultoria são os mais divulgados. Nesta área são disponibilizados ao cliente serviços que incluem a investigação da autenticidade, proveniência, informação do mercado, a pesquisa de preços. São resolvidas questões referentes a transações, procura e compra de obras em representação de interessados, para além da avaliação, seguros, conservação e manutenção da coleção, transportes, organização de empréstimos e consultoria em questões de gestão da coleção. São ainda disponibilizadas soluções para a criação de fundações e heranças (Deloitte e Art Tactic, 2016).

São mais recentes e desconhecidos serviços de investimento em arte, que reconhecem e tratam a obra como o ativo financeiro. Exemplo disso, são os empréstimos, que compreendem o financiamento para novas aquisições, através de linhas de crédito e obras como garantia, para além dos empréstimos-ponte ou financiamentos a curto prazo, e os veículos de investimento coletivo dedicados à arte. Apesar da crise de 2008, que teve reflexos notórios no mercado da arte, o ambiente de crescimento do mesmo nos anos seguintes estimularam o desenvolvimento de novos veículos de investimento como nunca tinha sido presenciado. É também de referir o facto do mercado da arte ter cada vez mais cobertura por parte de agências noticiosas financeiras, tais como, a título de exemplo, *The Economist*, *Bloomberg*, *CNBC*, *Financial Times* e o *Wall Street Journal* (Velthuis, 2012).

Em termos sociais, é reconhecido o facto de o mercado da arte continuar a crescer uma vez que a globalização da cultura e o interesse por esta, leva a níveis de interesse nunca antes atingidos. Todas as sociedades procuram reforçar a nacionalidade e a entidade individual através da compra de obras de arte do seu país e do seu tempo, assim como os museus continuarão a ser construídos, mesmo que por fundos privados em economias com maiores dificuldades que tendem a ter orçamentos mais reduzidos no domínio da cultura. Também as

evoluções tecnológicas suportam o conceito de arte como novo ativo. Como já foi referido, estas possibilitaram uma maior transparência, assim como novas oportunidades para mercados emergentes e modelos de negócio com base no mundo digital. São exemplo disso os leilões online, base de dados online, disseminação da informação em tempo real, catálogos e feiras disponíveis online, sites de artistas e novos meios de comunicação. A pertinência destas novas realidades reflete-se na crescente noção de que a aquisição e posse de obras de arte ou colecionáveis, está ao alcance de quase todos. Apesar disso, num contexto económico, é necessário entender que estes segmentos de categoria mais baixa de preços, reagem com bastante rapidez à conjuntura existente. Um abrandamento na economia leva a uma diminuição da procura e ao consequente aumento da oferta por questões de necessidade. As categorias de maior valor, contudo, permanecem estáveis, uma vez que os grupos com maior poder de compra não são abalados instantaneamente, mesmo em tempos de crise. A distribuição de riqueza é assim, extremamente importante para definir preços nos vários segmentos individuais do mercado da arte (McAndrew, 2010).

Numa perspetiva de análise económica e financeira do mercado da arte, são também cada vez mais, as empresas e investigadores dedicados à publicação de índices com incidência na arte. Com a expectativa de conseguirem analisar os movimentos do mercado, até à data, estes índices têm sobretudo, demonstrado a baixa correlação da obra de arte em comparação com retornos de outros ativos (Artvest, 2010). Segundo estudos de Renneboog e Spaenjers (2009 *apud* Moskowitz, 2015) baseados nos resultados de 1.2 milhões de vendas em leilão de pinturas, gravuras e desenhos os retornos eram de 4% ao ano desde 1951 a 2007, sendo que, só entre 2002 e 2007, atingiram os 11,6%. Estes números espelham claramente, o interesse cada vez mais evidente por parte dos investidores na arte como ativo de alternativo.

ARTE COMO INVESTIMENTO

Inerentes a qualquer mercado, os mecanismos de funcionamento que “asseguram o encontro entre as intenções dos seus intervenientes são: a oferta, a procura e o preço que resulta do encontro daquelas duas forças que mais não são do que o rendimento gerado pelas operações” (Silva, 2012, p. 69). Porém, sabemos que podem ser vários os fatores que podem influenciar o preço de venda de uma obra de arte. O mais importante dir-se-á, é a sua proveniência e a altura de venda, o que torna quase impossível estabelecer uma medida do retorno sobre investimento. O desafio de conseguir prever um retorno sobre o investimento é ainda mais dificultado por dois grandes obstáculos analíticos: as características heterogéneas da obra de arte, bem como a falta de constância na comercialização de determinada obra (McAndrew, 2010).

Segundo Pires (2008) um investimento pressupõe “sacrificar algo hoje para obter benefícios no futuro”, ou seja, a valorização de um determinado ativo. Segundo a mesma autora um investimento pode ser financeiro quando envolvem contratos legais como as ações, obrigações, futuros, *forwards* e opções, transacionados em mercados organizados, ou real, quando falamos de ativos tangíveis como a arte. Em todo o caso, a diversidade de produtos financeiros oferecidos atualmente ao investidor leva a que sejam ponderados uma série critérios tais como o risco, tempo e volatilidade. Além destes critérios, é esperado que os mercados reúnam características como o fácil e rápido acesso à informação sobre o mercado (preços passados, volume de transações, ofertas correntes). Numa perspetiva de investidor, também é tido em conta os custos de transação e a liquidez do mercado, que como já foi referido, não são características atuais do mercado da arte. Apesar disso, e em última análise, a escolha dos ativos recai sobre o equilíbrio do mercado e a valorização dos ativos. Nas últimas décadas os investidores começam assim a alocar maiores partes da sua carteira a investimentos alternativos, ativos alternativos, procurando uma maximização da rentabilidade e diminuição do risco com recurso a uma estratégia de diversificação (Neves e Quelhas, 2013).

Risco

Segundo a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, CMVM, por risco entende-se o “nível de incerteza quanto à taxa de rentabilidade de um determinado investimento”, sendo que esta “decorre de vários fatores, pelo que são múltiplas as fontes e diversos os tipos de risco”. O risco é uma parte importante do investimento, sendo que investimentos, em qualquer setor, costumam

ser carregados de desafios. O risco e a rentabilidade formam o binómio fundamental para investir a par com o horizonte temporal de cada investimento (Silva, 2012).

Tal como referido anteriormente, não se deve olhar para cada ativo isoladamente, mas sim ver qual é o seu contributo para a carteira de ativos. Muito do risco individual de um ativo pode ser “eliminado” usando uma estratégia de diversificação (Neves e Quelhas, 2013). Quando se olha para o mercado da arte como um possível investimento, o investidor terá de saber que este não é um único mercado, mas sim um conjunto de vários mercados independentes e únicos definidos por artistas e géneros, o que pode decorrer numa boa solução de investimento uma vez que este se negocia em mercados com diferentes riscos, que bem qualificados podem dar cobertura contra riscos antecipadamente conhecidos de outros investimentos. A sua baixa correlação com outros mercados de ativos tangíveis, torna a arte ainda mais adequado para a diversificação do portefólio de investimento (McAndrew, 2010).

A maioria das análises do mercado de arte concentra-se no retorno, quase independentemente do risco. Todas as pesquisas disponíveis sugerem que a média combinada de retorno de todos os segmentos do mercado da arte, o retorno de investimento entre cinco a dez anos é de 4%, o que se apresenta como uma taxa reduzida tendo em consideração o retorno de outras participações privadas e públicas. Apesar disso, num bom ano ou para determinados artistas ou trabalhos, a arte pode produzir uma taxa de retorno que, por exemplo a bolsa de valores americana (Gerlis, 2014).

A aplicação de métricas utilizadas no cálculo de risco financeiro no mercado de arte é uma realidade bastante recente. Criar um quadro de risco e retorno, à semelhança de outros investimentos, constrói-se observando as taxas de retorno passadas e para aos padrões de desvio durante diferentes períodos. Os investidores tendem a olhar para além de um único investimento, uma obra, mas também o seu risco relativamente a ativos alternativos, classes de ativos ou mercados. Por exemplo, quando se compra uma obra de determinado autor, tem de se comparar o risco e performance do ativo relativamente a outras obras do mesmo autor, em relação ao grupo de autores do mesmo género e zona geográfica, ou mesmo o autor em relação a um índice de ações, obrigações ou *commodities* (McAndrew, 2010).

Na comparação de ativos, os investidores avaliam o risco relativo do investimento que os auxilia na decisão se numa determinada altura é oportuno manter os ativos com maior risco. O problema comum a todas as avaliações estatísticas de risco é o de serem construídos com base em dados históricos, dando assim a imagem do que se passou no mercado, sem nenhuma

garantia para os eventos futuros. Estas avaliações são também mais usadas para decisões de curto prazo, o que nem sempre é adequado aos investimentos no mercado da arte, sendo este é ditado pela oferta e a sua pouca liquidez o que não possibilita ao investidor tomar decisões de compra e venda a curto prazo como acontece noutros mercados de ativos (McAndrew, 2010).

Contudo, estas avaliações são pertinentes ao mercado da arte no sentido de ter uma noção de como os mercados e ativos interagem, e sugerir formas de combinar a arte na estratégia de redução de risco de uma determinada carteira.

Liquidez

Conforme observado anteriormente, o mercado de arte apresenta pouca liquidez o que pode ser um dos maiores desafios do investidor. Por liquidez entende-se a capacidade de vender um ativo em troca de dinheiro, sendo que este é o mais líquido dos ativos. Quanto maior a capacidade de vender um ativo, menor a possibilidade de o ter de vender por menos. Os ativos com menor liquidez, tendem a vender num maior espaço de tempo, ou a tentativa de venda num curto espaço de tempo, leva a que o seu valor diminua (Dixon, 2000). Um bom indicador de liquidez dos mercados é a diferença entre a proposta e o valor pedido, o maior valor que alguém está disposto a pagar e o menor valor que alguém está preparado para vender. O mercado não é líquido quando alguém não está disponível para pagar o que é pedido. Porém no mercado da arte o mais perto que temos do valor de mercado, o que é pedido, é o valor de reserva definido nos leilões, que não é divulgado ao público e fica sempre a baixo da menor estimativa (Gerlis, 2014).

Para a autora Gerlis (2014), o mercado é controlado por poucos intermediários, agentes, que deliberadamente restringem a liquidez deixando obras fora do mercado até que apareça uma oportunidade para melhorar o valor de venda. O controlo da oferta do mercado é, porém, o que mantem muitos destes agentes no mercado. Outra característica do mercado que leva à sua pouca liquidez é o seu tamanho reduzido. Segundo Skaterschikov (2009, *apud* Gerlis, 2014, p. 17), existem entre 70 milhões e 150 milhões de obras de arte no mundo, com um valor estimado entre 4 e 6 mil milhões de dólares. Destes, apenas 1% está disponível no mercado. No mesmo relatório é ainda calculado que são adicionadas 500 mil obras ao mercado anualmente.

Correlação

Um dos principais princípios na gestão de carteiras de investimento é a diversificação. Esta foi criada para que os investidores reduzam os riscos através da combinação de diferentes tipos de investimentos com diferentes movimentações no mercado, que não têm a mesma direção ao mesmo tempo (McAndrew, 2010). Um dos principais conceitos da diversificação da carteira de investimentos é que quanto mais baixa for a correlação entre o retorno dos ativos integrantes, mais baixo é o risco do portfólio. A diversificação apresenta-se assim, como uma das principais justificações para o investimento no mercado da arte, sendo vários os autores que mostram que a correlação da arte com outros ativos como ações, obrigações e outros, é baixa e em alguns casos apresenta-se mesmo negativa (Buss, 2010, *apud* Ferreira, 2012, p. 26).

Figura 2

Correlação entre o mercado da arte com os principais ativos financeiros

Correlação	Arte	Coefficiente de correlação
Stock	Stein (1977)	0.24
	Goetzmann (1993)	0.67
	Mei & Moses (2002)	0.04
	Campbell (2005; 2008)	0.025; 0.047
	Agnello (2006)	0.23
Govern. Bonds	Goetzmann (1993)	0.29
	Mei & Moses (2002)	-0.15
	Agnello (2006)	0.07
	Campbell (2008) US; UK	-0.03; -0.063
Corp. Bonds	Mei & Moses (2002)	-0.10
	Campbell (2008)	-0.013
Commodity	Campbell (2005; 2008)	0.044; 0.091
Real Estate	Campbell (2005) US; UK	-0.014; 0.035
Hedge Funds	Campbell (2008)	-0.053

Fonte: (Adaptado de Buss, 2010)

Os coeficientes medem o nível em que cada par de ativos se movem, traduzindo a medida de variação combinada numa escala de -1 (ou -100%) até +1 (ou +100%). Considerando a correlação, três cenários são possíveis. Os ativos mostram uma correlação positiva, ou seja, quando o valor num mercado sobe, o valor no outro mercado também tende a subir. Por outro lado, quando a correlação é negativa, traduz-se na subida de valor num dos mercados e a descida do mesmo no outro. Por último, pode não existir correlação entre os dois ativos, sendo que estes não têm nenhuma relação e os valores são independentes entre eles. Os investidores tentarão assim chegar a ativos que tenham correlação negativa, correlação baixa entre si, para melhorar o potencial da estratégia de diversificação (McAndrew, 2010).

Para além da baixa correlação com os diferentes ativos anteriormente apresentados, a correlação entre segmentos dentro do mercado da arte é baixa. Assim, é possível diversificar o risco num portefólio apenas de arte, escolhendo vários artistas, géneros e vários sectores do mercado (Figura 3). Esta correlação entre segmentos do mercado potenciou a criação de fundos coletivos para os investidores, em que o capital é investido nos diferentes segmentos do mercado da arte na expectativa de criar uma carteira diversificada.

Figura 3

Correlação entre segmentos do mercado da arte

	Dutch Old Masters	American Pop Art	Italian Contemporary
Dutch Old Masters	1.00	0.70	-0.82
American Pop Art	0.70	1.00	-0.31
Italian Contemporary	-0.82	-0.31	1.00

Fonte: Adaptado do Art Economics (2009)

Apesar das várias demonstrações de baixa correlação entre o mercado da arte com outros ativos, a verdade é que o mesmo teve uma baixa na mesma altura do mercado de ações em

2008, sendo que apenas as obras de maior valor recuperaram. Os níveis de valores do mercado da arte serão sempre um reflexo das fortunas dos seus compradores, sendo que estes não foram afetados com a crise de 2008, o que poderá explicar os recordes dos leilões no mesmo ano, imediatamente a seguir ao *crash* (Gerlis, 2014). Em concordância com esta desconfiança na análise da correlação do mercado da arte, (p. 21), chefe de finanças comportamentais e filosofia do investimento no Barclays, defende que a informação que suporta os estudos de correlação não é suficiente para os mesmos, dado a baixa liquidez do mercado. Assim, o que pode parecer uma baixa relação, é na realidade a falta de transparência do mercado.

Rendabilidade

Na economia financeira, existe sempre um equilíbrio entre o retorno de um determinado ativo e o nível de risco que envolve manter o mesmo. Por exemplo, ativos com baixa taxa de retorno, pouco aumento de valor, são ativos com pouco risco. No caso contrário, os produtos de elevado risco como futuros, fundos de investimento e *private equity*, revelam maior rendibilidade com grandes aumentos de valores ao longo do tempo. Para que um investidor mantenha um investimento de elevado risco, este tem de ser justificado com a possibilidade de uma grande compensação, um grande retorno (McAndrew, 2010).

Nas últimas duas décadas tem-se assistido à alocação de uma parte da carteira dos investidores aos ativos alternativos, como é o caso da arte, com baixa liquidez. Este facto complica a avaliação de rendabilidade, especialmente quando as transações estão intrinsecamente ligadas à performance do ativo (Korteweg, *et. Al*, 2015). Conforme foi referido anteriormente, a baixa ou negativa correlação entre a arte e outros mercados de investimento, levou a que vários autores a defendessem que esta devia ser incluída para melhorar a performance da carteira. Segundo o relatório da Deloitte e Art Tactic (2016) os investidores alocam entre 6 a 18% da sua carteira à arte e colecionáveis, para além de terem sido criados vários fundos de investimento de arte para lhes dar a possibilidade de diversificação.

O retorno financeiro do mercado da arte é possível calcular utilizando a informação fornecida pelos índices de arte, sendo que os vários estudos o retorno deste parece ser moderado, podendo ser mais alto que a inflação, mas não tão alto como outros ativos financeiros tradicionais ou alternativos. Estes estudos mostram também que frequentemente o risco, medido pelas variações de preços, se mostra muito elevado para o baixo retorno, especialmente se tivermos em conta os elevados custos de transação envolvidos no investimento no mercado

da arte (McAndrew, 2010). Segundo o estudo de Arthur G Korteweg., Roman Kräussl e Patrick Verwijmeren (2015) os índices de arte têm mostrado uma média de retorno anual na casa dos 10% nas últimas quatro décadas. Contudo no mesmo estudo, desenvolvido com base no Blouin Art Sales Index, mostra que a real rentabilidade da arte entre 1960 e 2013, não passa dos 6.3%.

De acordo com o mesmo estudo, a principal razão para a estimativa por cima dos valores de retorno e a desvalorização do risco associado ao investimento em arte, é a manipulação da informação disponível. Por exemplo, as obras que vão a leilão costumam ser obras de maior valor, e geralmente os proprietários dão a leilão as obras que sabem que tiveram um aumento de valor desde da sua compra. Conclusão, os índices apenas disponibilizam os melhores resultados possíveis das vendas, sem terem em conta as obras que não chegaram a ser vendidas. (Korteweg, *et. Al*, 2015)

Não se pode, porém, medir o retorno do investimento em arte unicamente numa perspetiva financeira, pois o valor real da venda da arte não é apreendido. As ações podem ser compradas com a expectativa de valor futuro, uma vez que o seu valor deriva do pagamento futuro dos dividendos, mas uma obra de arte é desejada. O valor da venda pode refletir este desejo que tende a ser emotivo e irracional. Todos os agentes do mercado da arte como os colecionadores, galerias, museus, críticos, curadores, todos têm um papel vital na definição de valores do mercado da arte, pelo que o valor de venda superar as estimativas reflete em última análise a apreciação do comprador. Assim, para analisar o retorno das obras de arte, temos de ter em consideração duas vertentes: financeira e de consumo (McAndrew, 2010).

Regulamentação

O Mercado da arte é global, extremamente fragmentado e complexo, envolvendo uma enorme variedade de participantes. À luz desta complexidade, o corrente nível de regulação e os esforços de cada indivíduo para agir em conformidade, é insuficiente. Segundo dados divulgados no último relatório da *Deloitte* em parceria com a *ArtTactic* (Deloitte e Art Tactic, 2016), são vários os problemas apontados por participantes do mercado, em que se inclui a manipulação de preços, conflito de interesses, falta de transparência e comissões desconhecidas. À semelhança do mercado financeiro, torna-se necessária uma ação coletiva dos principais agentes do mercado no sentido de se difundir as boas práticas de negócio e assegurar

uma competição justa e eficiente no mercado global, possibilitando assim, a proteção do investidor, consumidor de produtos, bem como dos autores e agentes envolvidos.

Quando está em causa um mercado de investimentos, um dos maiores riscos a ser considerado é a regulação desse mercado. Segundo o mesmo relatório, a falta desta aliada à opacidade do mercado da arte tem sido apontada como um dos maiores fatores contra o investimento de capital no setor por parte de privados e instituições (Deloitte e Art Tactic, 2016).

Neste contexto, torna-se inerente a resolução de problemas apontados como uma ameaça ao crescimento do mercado da arte, tais como a manipulação de preços, falta de transparência, comissões desconhecidas, conflitos de interesse, questões de autenticação e peritagem, entre outras. A maioria dos problemas referidos são conhecidos do mercado financeiro, e apesar da independência de um mercado em relação ao outro, é frequente a comparação e a tentativa de tomar este último como exemplo. Com efeito, a principal preocupação dos agentes reguladores do mercado financeiro é defender a confiança dos agentes e intervenientes, garantindo a existência de liquidez no mercado, a rentabilidade dos investimentos e a segurança, credibilidade e integridade do sistema financeiro (Santos, n.d.), preocupações que podem ser extensíveis ao mercado da arte.

Porém, ao contrário do que acontece no mercado da arte, o financeiro, dentro das suas especificidades, é regulado maioritariamente por entidades públicas e em último caso pelo governo que cria regulamentação para legislar o setor. O subsector dos mercados de capitais, à parte dos outros dois subsectores bancário e segurador, é regulado pela CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) que trata a área do investimento. Esta área tem um grande interesse para o presente trabalho, através da “prática de atividades de intermediação financeira, facultando o acesso ao mercado, e que engloba o mercado dos valores mobiliários e serviços de investimento. Trata-se, pois, no fundo, da atividade financeira privada, cuja divisão se faz entre crédito, investimento e seguro” (Malaquias, Martins, Oliveira, Flor, 2009).

É assim levantada a questão sobre qual o papel que o Estado de cada país deve ter nos mercados de arte. Apesar de ações como comprar, vender e classificar objetos estarem globalmente regulados pelas legislações comercial, civil e criminal, o mercado de arte tem trâmites que fogem à regulação existente. Por exemplo, no mercado de arte muito dificilmente se consegue identificar um caso de conflito de interesses, pois os participantes estão envolvidos naturalmente, em várias áreas do mercado e existe ainda a questão das vendas privadas, nas

quais os valores não são divulgados e dificilmente temos acesso a informação das comissões, como é o caso das galerias. É claro o conflito que surge entre a transparência necessária ao mercado, e a descrição que é amplamente pedida e divulgada.

Nesse caso, quais podem ser as implicações da intervenção do governo no mercado? Existindo uma legislação ponderada, poder-se-ia repensar nos benefícios fiscais/económicos que possivelmente levaria a uma alteração, para melhor, dos comportamentos dos participantes. Porém, este poderia levar a problemas de globalização, característica essencial do mercado da arte. Mais regulamentação, mais custos e consequentemente alteração de recursos (Deloitte e Art Tactic, 2016)

É evidente a necessidade de criar padrões, códigos de ética e confiança do consumidor. À semelhança do que acontece noutros mercados, em Portugal são várias as associações que procuram criar padrões de ética que autorregulem o setor, das quais são exemplo a Associação Portuguesa de Galerias de Arte (APGA), Associação Portuguesa de Antiquários (APA), Associação Portuguesa de Leiloeiras de Arte (APLA), Associação Internacional de Crítico de Arte (AICA) e Associação Portuguesa de Historiadores de Arte (APHA), entre outras. Contudo, continua a não haver uma plataforma comum a todos.

Para além das associações existe uma base legislativa reguladora do setor cultural em Portugal, em que decretos de lei em vigor têm principalmente a proteção dos bens culturais móveis de importância patrimonial. A saber, o regime de classificação e inventariação dos bens móveis de interesse cultural, assim como as regras aplicáveis à exportação, expedição, importação, admissão dos bens culturais móveis². Neste âmbito, são disponibilizados formulários referentes à comunicação prévia de expedição e à importação e admissão de bens culturais móveis.³

Fica assim a cargo da Direção Geral do Património Cultural (DGPC) “assegurar o cumprimento das obrigações do Estado no domínio do inventário, classificação, estudo, conservação, restauro, proteção, valorização e divulgação do património cultural móvel e

² Decreto-Lei n.º 148/2015. Diário da República, 1.ª série — N.º 150 — 4 de agosto de 2015.

³ De acordo com a legislação comunitária, Regulamento (CE) n.º 116/2009 do Conselho, de 18 de dezembro de 2008, é perentório o preenchimento formulário da UE, para a comunicação prévia aplicada à exportação dentro da União.

imóvel”⁴. Esta ainda a estrutura nuclear dos serviços centrais da DGPC dividida por quatro unidades orgânicas: Departamento dos Bens Culturais, Departamento de Museus, Conservação e Credenciação, Departamento de Estudos, Projetos, Obras e Fiscalização Departamento de Planeamento, Gestão e Controlo. No caso do mercado da arte que compreende a compra e venda de bens móveis que não integrem acervos de museus e serviços dependentes da DGPC, fica à da competência do Departamento dos Bens Culturais “instruir os processos de classificação e desclassificação de bens culturais móveis, nos termos da lei, e pronunciar -se sobre as propostas de classificação ou de inventariação de bens culturais móveis; organizar e manter atualizado o sistema de informação dos bens culturais móveis, classificados ou em vias de classificação, e proceder à disponibilização dessa informação, assegurando o respeito pelos direitos consagrados na Constituição e estabelecidos em matéria de proteção de dados pessoais; assegurar os serviços de inspeção de bens culturais móveis classificados e propor as medidas necessárias à salvaguarda de bens culturais móveis, classificados ou em vias de classificação, e adotar as providências previstas na lei, de forma a assegurar a sua adequada proteção e salvaguarda; pronunciar-se sobre pedidos de expedição e exportação, temporária ou definitiva, de bens culturais móveis e acompanhar a importação e admissão de bens culturais móveis, nos termos da lei, tendo em vista a salvaguarda e valorização do património cultural móvel e a prevenção do tráfico ilícito de bens culturais; pronunciar -se sobre propostas de aquisição de património cultural móvel e sobre o exercício do direito de preferência do Estado, em caso de venda ou dação em pagamento de bens culturais móveis” e por último “acompanhar as matérias relativas à restituição de bens culturais móveis entre Estados da União Europeia ou de outros Estados em condições de reciprocidade e, nesse âmbito, pronunciar -se sobre pedidos de restituição, nos termos da lei”⁵.

Para além do controlo de exportação, inventariação e classificação, é ainda importante para o mercado referir o Código de Direitos de Autor, em particular o Artigo 54º referente ao Direito de Sequência, em que “o autor de uma obra de arte original tem direito a uma participação sobre o preço obtido, livre de impostos, pela venda dessa obra, realizada mediante a intervenção de qualquer agente que atue profissional e estavelmente no mercado de arte, após a sua alienação inicial por aquele”.

⁴ Decreto-Lei n.º 115/2012. Diário da República, 1.ª série — N.º 102 — 25 de maio de 2012.

⁵ Portaria n.º 223/2012, Artigo 2º. Diário da República, 1.ª série — N.º 142 — 24 de julho de 2012.

Apesar da base legislativa existente, que tem como fim último a proteção dos autores e agentes envolvidos, bem como do investidor, esta é entendida na maioria das vezes como um entrave à natureza competitiva do mercado. Assim, estas são entendidas como burocracias e custos acrescidos, que levam a uma pior regulação e tentativa de alteração de leis.⁶

A ponderação destas questões levou a que fossem trabalhadas novas bases de autorregular o mercado da arte, com o intuito de aumentar a segurança dos investidores no mercado da arte. Assim, em 2012 foi publicado pela *Basel Institute on Governance*⁷ um relatório com o que possibilite o combate de práticas questionáveis e garanta uma competição justa e eficiente no mercado de arte mundial. O relatório permite repensar na regulação do mercado dentro dos parâmetros de cada legislação nacional e tendo em contas as características peculiares do mercado da arte. As diretrizes apontam para uma autorregulação do setor sem a ação de legisladores nacionais que interferem na globalidade do mercado e afetam a sua competitividade, conforme já foi referido anteriormente. Apesar disso, e apontado para uma maior consciencialização dos problemas anexos ao mercado atual, os autores não encontram pré-disposição dos intervenientes para a resolução dos mesmos.

As principais *guidelines* do relatório são o conhecimento e divulgação do cliente e das partes intermediárias, de acordo com leis e regulação principalmente contra a lavagem de dinheiro. É crucial manter a transparência e estar de acordo com os direitos de exposição, sequência e preço de venda. Levanta-se também a questão do mercado da arte ser largamente independente do mercado financeiro, apesar de existirem semelhanças como a exposição a uma variação incontável e inexplicável de preços. Assim, e apesar de ser um investimento de paixão e não seguir necessariamente as regras de um ativo tradicional, é aconselhado aplicar algumas diligências na compra de um ativo de grandes valores, tais como a verificação da propriedade, e o direito de transferência de proprietários criando assim garantias das vendas e transações.

⁶ Como é o caso do Decreto-Lei nº 148/2015, referido anteriormente, que é uma revisão à lei de exportação, feita após a apresentação de queixas de vários agentes do mercado da arte ao ministério. <https://www.publico.pt/culturaipilon/noticia/obras-de-arte-realizadas-ha-menos-de-50-anos-ja-nao-precisam-de-autorizacao-para-sair-do-pais-1704110>

⁷ *Basel Institute on Governance* é um centro de competências independente e sem fins lucrativos, que trabalha com entidades públicas e privadas contra corrupção e outros crimes financeiros, bem como na melhoria da qualidade da governação. Está associada à Universidade de Basileia.

Tal como qualquer investimento financeiro é perentório o conhecimento dos produtos e procedimentos que se têm de efetuar no caso de transações para uma maior eficiência da aplicação dos recursos, bem como ter acesso a toda a informação necessária para uma maior segurança no investimento. Como é lembrado por Silva, “num mercado equilibrado e transparente, supostamente todos os investidores têm a oportunidade de acesso a qualquer informação em tempo real” (2015). Inerente à ideia de proteção do investidor está a prevenção eficaz contra riscos. Todavia, não se pretende libertar o investidor dos riscos associados às suas tomadas de decisões de investimento, mas sim criar condições que garantam a viabilidade e autenticidade dos mesmos, através de documentação. Deste modo é procurado pelo mercado da arte, que existam padrões de prática que assegurem o cumprimento de regulamentos que permitam a confiança dos investidores prevenindo a intensificação dos riscos próprios do mercado.

Tem também de ser tomada em consideração a variedades de atividades existente no mercado, o que leva a diferentes graus de especialização e regulação exigidos para cada uma das áreas de atividade, ou seja, organizar uma regulação conhecedora das especificidades de cada uma das áreas e adequada para lidar com as mesmas, designadamente em termos de competências humanas e técnicas. Trata-se obviamente de um trabalho de especialistas e para especialistas. Neste sentido, é claro a necessidade de divisão das áreas de atuação dentro do mercado da arte, e a conseqüente especialização, profissionalização dos vários agentes para agir em conformidade (Christ e Selle, 2012). À semelhança do mercado financeiro, em concreto o de valores mobiliários, por associação ao mercado da arte, a regulação, supervisão, fiscalização e promoção do mercado é gerida pela CMVM, como anteriormente referido, mas sem prejuízo para produzir mecanismos de colaboração e cooperação com outras autoridades reguladoras, como instituições nacionais diversas organizações internacionais.

Em suma, segundo os autores da *Basel Art Trade Guidelines*, é urgente organizar um organismo a nível mundial que crie uma base regulamentar para o mercado da arte, dentro das suas especificidades e sem recorrer à intervenção de legisladores nacionais, e à possível degradação de um mercado da arte global. Tendo em conta que é uma das razões para a falta de mais investidores no mercado, tem de ser feita uma ação coletiva dos vários participantes que possibilite a proteção, a eficiência e regularidade do funcionamento do mercado e o controlo da informação, prevenção do risco e repressão de práticas ilegais. Tal como é possível verificar nos mercados financeiros, é possível através do estabelecimento de um equilíbrio entre

a tutela da posição dos investidores e a competitividade e eficiência dos mercados e com vista a integridade e consequente abertura a novos investidores.

Apesar de ainda não haver uma regulamentação coletiva, é conhecida uma maior preocupação individual por parte dos agentes, nas transações o que começa a ajudar a resolver algumas anomalias do mercado. As transações passaram de algo informal para haver mais diligências entre as partes que conseguem dar garantias, tanto ao investidor, como aos intermediários do mercado.

Para Pierre Valentin, colaborador na Constantine Cannon LLP, reveste-se também de particular importância, a falta de qualificação dos profissionais da indústria da arte que leva à falta de informação da base legislativa de comprar, vender e classificar objetos (Deloitte e Art Tactic, 2016). Assim, a manipulação de preços e outros comportamentos não competitivos, acabam por afetar a confiança e credibilidade dos preços. O conflito de interesse, mostra também que o papel dos intermediários no mercado ainda permanece numa névoa e sem qualquer regulamentação. Com efeito, nos mercados de capitais a preocupação de tutelar o elemento psicológico e a inerente confiança dos agentes e intervenientes naqueles mercados, pretende garantir a existência de liquidez no mercado, a rentabilidade dos investimentos e a segurança, credibilidade e integridade do sistema.

O facto de comportamentos abusivos praticados serem cada vez mais divulgados⁸, leva a que colecionadores tenham mais ponderação nos investimentos, de paixão ou não, e consequentemente leva a uma quebra na competitividade e na liquidez do mercado. A este ponto é necessário perceber se o mercado de arte precisa de uma regulação por parte dos governos ou se está preparado para criar uma regulação autossuficiente, que possibilite como objetivo primeiro, a transparência do mercado, e que solucione os problemas apontados por vários participantes da área e anteriormente referidos, para uma maior eficiência e regularidade de funcionamento do mercado.

Índices

Um índice é um indicador estatístico da evolução de uma amostra de resultados num determinado espaço de tempo. Dando o exemplo do mercado financeiro, um índice é um

⁸ Um dos mais recentes e mediáticos casos é o de Mary Boone, galerista em Nova Iorque, que vendeu por \$190.000, uma versão da pintura "Sea and Mirror" de Ross Bleckner ao colecionador e ator Alec Baldwin, afirmando que esta se tratava do original de 1996. <https://news.artnet.com/art-world/alec-baldwin-sues-gallerist-mary-boone-646283>

portefólio de ativos representativos de um mercado em particular ou de uma fração do mesmo. Assim, cada índice tem a sua metodologia de cálculo e é usualmente expresso na variação do valor base. São vários os índices existentes, segmentados por áreas geográficas, setores de atividades ou por tema (Silva, 2015). Tecnicamente não se pode investir em índices, pelo que foram criados produtos de investimento como os *Exchange Traded Funds*, cotas num fundo de investimento, a Bolsa, que são negociadas como ações; e os *Index Mutual Funds*, fundos coletivos que possibilitam o investimento em valores mobiliários representativos de um segmento de mercado ou na totalidade deste. No caso do mercado financeiro, o Standard & Poor's 500 é um dos índices mais conhecidos do mundo, e é usualmente usado como indicador no mercado bolsista. Em Portugal, o PSI 20 é o principal índice de referência do mercado de capitais.

Como indicador, os índices no mercado bolsista ou de capital, mostram-se particularmente vantajosos para o investidor, pois a previsão de retorno é desenvolvida através do acesso a um histórico de preços de ações semelhantes no mercado. O mesmo não é possível no mercado da arte. Contruir um índice de arte para calcular retornos sobre o investimento de um determinado artista ou segmento de mercado, é particularmente difícil, uma vez que não existem dados observáveis em intervalos fixos, mas apenas quando alguma obra é vendida, o que pode ocorrer com intervalos de vários anos, para além de se estar a lidar com ativos que não são comensuráveis, ou seja, não possuem um único “peso e medida” (McAndrew, 2010).

O primeiro índice de arte de que há registo é o do jornal *The Times de Londres*, que em 1967 publica um gráfico da evolução de preços da arte, sendo o primeiro a comparar explicitamente a arte com mercado bolsista (Velthuis, 2012). Atualmente, são vários os índices divulgados com o objetivo de medir a avaliação uma determinada obra ou conjunto. Entre os mais conhecidos encontramos: Mei Moses Art Indices⁹, Artprice Indices e Artnet. Para além da heterogenia existente no mercado, que não facilita na criação de uma base de valores, também os valores apresentados nos vários índices referidos anteriormente, não são representativos da totalidade do mercado. Os valores geralmente divulgados, são os resultados de leilões públicos, uma vez que no mercado privado, como galerias e vendas diretas do artista, os valores não são divulgados. Este facto, aliado à dificuldade de incorporar na informação as obras que foram a leilão e não foram vendidas, os designados *bought in*, levanta questões relativas ao real retorno

⁹ No decorrer do trabalho da dissertação, o índice Mei Moses foi adquirido pela Sotheby's e é, a partir de então, denominado de Sotheby's Mei Moses. <http://www.sothebys.com/en/news-video/blogs/all-blogs/sotheby-s-at-large/2016/10/sothebys-acquires-mei-moses-indices.html>

do mercado, uma vez que os resultados que vêm a público são de valorização, resultando na ideia que irá trazer retorno elevado (Goetzmann, 1993).

Apesar de apenas termos conhecimento real de cerca de 50% dos resultados do mercado de arte (Bruins, 2016), foram desenvolvidas várias metodologias para os índices de arte, com o intuito de medir a evolução do valor de um ativo em particular ou de um grupo, delinear as principais tendências do mercado, proporcionar uma medida concisa da volatilidade do mercado tal como a sua correlação com outros instrumentos financeiros ou ainda possibilitar examinar os fatores económicos e sociais que influenciam os movimentos de preços no mercado da arte (Ginsburrgh, *et al*, 2005).

Usualmente para se medir a variação de valores é calculada a média do preço de uma amostra de ativos em pelo menos dois períodos subsequentes, o que se torna particularmente difícil quando a qualidade do ativo varia de um período para o outro, como é o caso da obra de arte. Assim, um índice de preços médios só é útil no mercado da arte se for feito para uma seleção reduzida de obras, ou para um único artista. Mas, mesmo assim, só funciona como um indicativo aproximado dos possíveis retornos. Para além das características heterogenias das obras de arte, não é possível desenvolver um índice baseado em transações diárias, mesmo sendo do mesmo artista podem não ser relativamente frequentes, com uma média de mais de dez anos para conseguir o retorno sobre o investimento de uma peça.

Com o intuito de contornar os problemas de heterogenia e falta de frequência de transações, foram até então desenvolvidas várias metodologias de cálculo, mas cada uma tem o seu problema e complexidades. Assim, a maioria dos índices de arte a que temos hoje acesso, usam metodologias que controlam as características de qualidade das obras, no caso dos índices hedónicos (*hedonic indices*), ou procuram as várias vendas da mesma obra, índices de vendas sucessivas (*repeat-sales indices*) (McAndrew, 2010).

Este último, *repeat-sales approach*, desenvolvido por Bailey *et al.* (1963), Case e Shiller (1987) (*apud Korteweg, et al.* 2015, p.10). para o mercado imobiliário, passou a ser utilizado em mercados com menos liquidez, como é o caso do mercado da arte, tendo sido aplicado por Anderson (1974) e Baumol (1986), Goetzmann (1990, 93, 96) e mais recentemente por Mei and Moses (2002). Esta metodologia é criada com base em obras que foram vendidas mais que uma vez num determinado período de tempo (Ginsburrgh, *et al*, 2005).

Assim a medida é calculada a partir da variação do valor no tempo, sendo que a qualidade da obra é definida como constante. Este facto levanta só por si alguns problemas se

as características da obra ou da venda se alterarem entre duas transações, o que ocorre frequentemente no mercado da arte, como, por exemplo, as condições físicas da obra ou percepções relativas à qualidade da mesma se alteram devido a condições exteriores e estudo da obra, bem como os potenciais vendedores e compradores que influenciam as transações. Da mesma forma desfavorável à utilização do *repeat-sales approach*, é a falta de uma amostra representativa, ou seja, não são utilizados os dados de vendas únicas, que representa uma larga parte do mercado, o que se pode traduzir numa amostra tendenciosa. O facto de não utilizar dados de transações únicas, como por exemplo, peças de grande qualidade que são vendidas a museus, pode originar uma amostra tendenciosa, uma vez que são excluídas transações relativamente frequentes de valores que contem informação relevante à análise do mercado da arte e são apenas utilizados os dados de obras frequentemente transacionadas que podem não ser representativas do grosso do mercado. Deste facto são exemplo obras mais antigas que têm maior probabilidades de terem várias transações em comparação com uma obra do século XXI (McAndrew, 2010).

Para colmatar as questões de informação do *repeat-sales approach*, existe o *hedonic modeling method* que, de uma forma sucinta, é baseado em informação que controla as diferenças nas características de várias amostras de ativos, permitindo assim uma amostra mais alargada. Foi introduzido por Court (1939) para construir índices para automóveis e posteriormente adequado para casos em que a qualidade dos bens varia durante o espaço e tempo como o mercado da arte. foi usado por Frey e Pommerehne (1989), Buelens e Ginsburgh (1993), Chanel et al. (1993) e bastante divulgado em meados dos anos 90 (Ginsburgh, et al, 2005).

Este procura encontrar todas as características mesuráveis e identificáveis de possível avaliação, para posteriormente extrair do preço atual, acabando por permanecer apenas a variante do tempo num índice de preços *quality-characteristics-free*. Assim, temos um conjunto de atributos heterogéneos que podem ser considerados na formação do índice, tais como: a dimensão da obra, técnica, a existência ou não de assinatura do artista, a leiloeira que traz a obra a leilão e até mesmo a reputação do artista no mercado (McAndrew, 2010).

Apesar de solucionar um dos grandes problemas do *repeat-sales approach*, o *hedonic modeling method* traz bastantes desvantagens e inconsistências que em última análise influenciam as previsões formadas por índices de preços hedónico. Esta abordagem só é inteiramente válida se os coeficientes da regressão forem constantes para todos os períodos considerados, o que implica que o valor das características permanece constante com o passar do tempo. Certo é

que as influências das características heterogêneas de uma obra podem pesar de diferentes formas durante um certo período de tempo, mas este método obriga a que as mesmas permaneçam na mesma conta e medida durante o período de análise, mesmo que seja de 10 ou 20 anos. É também preciso ter em conta que nem as variáveis hedônicas, nem a forma funcional da equação é definitivo, ou seja, são os investigadores e investidores, a definir e estimar o total de características que afetará o coeficiente de regressão (Ginsburgh, *et al*, 2005).

Com vista à tentativa de supressão dos problemas acima identificados nas duas principais metodologias de construção dos índices de arte, continuam a ser desenvolvidos alguns modelos híbridos que combinam as várias vendas, mas problemas relacionados com a forma funcional da parte hedónica deixam espaço a vários equívocos (McAndrew, 2010). Independentemente da metodologia usada, teremos de ter sempre em conta os vários constrangimentos para a construção dos índices de preços no mercado da arte, a começar pela falta de informação da totalidade do mercado e a iliquidez do mesmo, bem como o facto de a amostra utilizada poder ser tendenciosa se considerarmos que, por exemplo, as obras que vão a leilão são geralmente as melhores obras e não são contabilizados os *bought in* (Chanel, *et. al*, 1996).

Ginsburgh, Mei e Moses (2005) deixam algumas diretrizes de propriedades necessárias para tornar um índice de preços um instrumento útil de investimento começando por chamar a atenção de que os métodos usados na construção dos índices devem ter em atenção a problemática da heterogeneia dos ativos e devem assentar em modelos económicos e procedimentos de estimativas bem definidas, que possibilitem a transparência dos resultados e a sua verificação. A informação utilizada deve ser credível e pública, sendo que as bases de dados que apenas contém uma amostra da totalidade do mercado devem ser evitadas. É também feita uma chamada de atenção para a permanente atualização da informação para providenciar um guia de investimento em tempo real, bem como a distinção das várias categorias de coleções, uma vez que o retorno de cada grupo pode variar completamente (Ginsburgh, *et al*, 2005).

INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Ao longo da presente dissertação foram apresentadas as qualidades que definem o mercado da arte como único, sendo esta característica o que mais atrai os investidores e ao mesmo tempo o que os deixa céticos em relação à arte como ativo financeiro. Assim, o interesse na arte como um ativo financeiro tem evoluído e crescido ao longo dos anos com a criação de veículos para o investimento em arte. Estes procuram criar e executar transações de obras de arte em termos mais atrativos ao investidor (Willette, 2016).

Para a arte ser considerada uma verdadeira opção de investimento financeiro, há a necessidade de haver o mesmo nível de análise dos ativos de arte como há para qualquer outra oportunidade de investimento (Deloitte e Art Tactic, 2017). A mudança no início do século XXI permitiu aos investidores utilizar modelos analíticos e métricas financeiras para decisões de investimento na economia do mercado da arte. A crise económica levou aos investidores procurarem mais diversificação na classe de ativos alternativos, mas também revelou a oportunidade para inovar no setor da arte com novos veículos de investimento como os fundos de arte, empréstimos de arte e os instrumentos derivados para ir de encontro ao pedido dos investidores. O principal que os investidores informados procuram nestes novos veículos é um aumento do retorno ajustado ao risco de ativos que tem correlação baixa ou negativa em relação a outros ativos (McAndrew, 2010).

Neste capítulo iremos analisar os três instrumentos financeiros que são atualmente conhecidos e utilizados por diversos agentes no mercado da arte: os empréstimos e a obra de arte como garantia, os fundos de investimento de arte e por fim os instrumentos derivados, futuros e opções.

A obra de arte como garantia de empréstimos financeiros teve um crescimento significativo nos últimos anos, sendo que a iliquidez do mercado continua a ser umas das maiores preocupações aos gestores. Porém, o crescimento anual do sector é estimado entre 15 a 20%. O mercado Norte Americano é sem dúvida o maior, registando um crescimento de 13.3% de 2016 para 2017. O mercado europeu representa uma fatia mais pequena do setor, mas tem-se assistido a desenvolvimentos que poderão inovar o setor neste lado do oceano (Deloitte e Art Tactic, 2017).

Apesar do crescimento significativo no mercado dos empréstimos, os fundos de investimento em arte, continuam a ser a forma mais divulgada de instrumentos financeiros no

mercado da arte. O real valor do mercado e o número de fundos existente não são totalmente conhecidos uma vez que muitos fundos funcionam fora do escrutínio público, sendo que em relação aos conhecidos, o mercado de fundos de arte é extremamente concentrado, sendo o mais notório o The Fine Art Group de Philip Hoffman. As principais preocupações em relação ao mercado da arte, como a impossibilidade de proceder às diligências necessárias antes do investimento, ou ter conhecimento regular das avaliações do mercado, bem como a inexistência de regulação e transparência, como já foi referido anteriormente, são redobradas quando os gestores olham para os fundos de arte (Forbes, 2016).

Os gestores de fundos de investimento em arte abordam estes fundos da mesma forma que um gestor de um fundo de investimento financeiro. Técnicas e disciplinas comuns à gestão de todas as classes de ativos são empregadas e a teoria moderna de portfólios, sofisticadas ferramentas de gestão de riscos e de análise quantitativa e qualitativa formam o básico de uma estratégia e processo de investimento (Willette, 2016).

Enquanto os fundos de arte ainda se deparam com algumas dificuldades em manter a reputação junto dos investidores, alguns produtos de investimento estão a ser desenvolvidos no sentido de resolverem muitas das lacunas dos fundos de arte, como a liquidez e transparência do mercado (Deloitte e Art Tactic, 2017).

A empresa londrina *Passion Investment Exchange* (Pi-eX Ltd.) recebeu no início de 2016 a aprovação regulatória para poder comercializar um novo instrumento financeiro designado de Contratos de Vendas Futuras, que se define essencialmente como um derivado que, se adotado pelo mercado, poderá ter implicações particularmente interessantes para o mercado leiloeiro. Logrará também os gestores de fundos interessados em conseguir comercializar futuros de arte da mesma forma que o fazem para o mercado das *commodities* (Forbes, 2016).

O uso dos derivados no mercado da arte não passa apenas pelos contratos Futuros, mas também já existem exemplos da utilização de contratos de Opções, sobre os quais nos debruçaremos mais à frente no subcapítulo sobre os instrumentos derivados.

Empréstimos e a Obra de Arte como Garantia

De acordo com o *World Ultra Wealth Report 2017* da *Wealth-X* (*apud* Deloitte e Art Tactic, 2017), a população com riqueza calculada em mais de 30 milhões de dólares aumentou em 3,5% em 2016, subindo de 218,525 em 2015 para 226,450 indivíduos em 2016. No mesmo

relatório ficamos a saber que também os investimentos de luxo, como a arte, vinhos e carros clássicos, têm vindo a crescer obrigando os gestores e instituições financeiras a trabalhar em novas soluções para o mercado cada vez maior das *commodities*, nas quais se enquadra a obra de arte¹⁰.

Cada vez mais, os ricos têm a riqueza alocada em ativos, mas não em capital, o que os leva a procurar empréstimos possíveis de segurar com ativos, incluindo as suas coleções de arte. A obra de arte como garantia de empréstimos bancários surgiu por volta de 1980. Seguindo a tendência crescente dos valores no mercado de arte, as instituições financeiras começaram a oferecer novos serviços ao colecionador de arte, possibilitando empréstimos garantidos pela coleção de arte do cliente (McAndrew, 2010). O colecionador tem assim a possibilidade de adquirir novas obras, capitalizar para novos investimentos, renegociar anteriores empréstimos e diversificar o portefólio (Kaplun, 2016).

Apesar dos programas de empréstimos de hoje serem bastante mais estáveis e bem estruturados, resultado das dificuldades que as instituições tiveram no início da década de 90 quando o mercado da arte colapsou, é um processo que está carregado de desafios, primeiro pelo resultado da dificuldade de calcular o risco de um ativo como a arte, conforme foi visto anteriormente no presente trabalho. Atualmente, apenas uma pequena percentagem de obras de arte é possível de usar como garantia, e as altas taxas de juro nos empréstimos compensa a instituição financeira pelo risco (McAndrew, 2010).

Sendo uma solução bastante divulgada nos Estados Unidos da América, o mercado mundial ainda está a fazer alguns progressos para o alcançar. Enquanto os bancos americanos têm procurado aumentar o negócio relacionado com arte, bancos de crédito na Europa não tem feito. Assim, são vários os pedidos de clientes da Europa para os Estados Unidos para bancos como o Citibank e JPMorgan, ambos com filiais em Portugal (Dizard, 2016). O facto de os Estados Unidos terem tomado a liderança neste campo, é consequência de uma série de vantagens no panorama legal do país, tal como o *Uniform Commercial Code*, as provisões fiscais e a própria atitude perante o cariz financeiro da coleção de arte (Deloitte e Art Tactic, 2017). O *Uniform Commercial Code* permite ao colecionador manter a propriedade da obra durante a duração do contrato de empréstimo o que ainda não foi implementado na Europa, em que os bancos e instituições de empréstimos têm de ser o titular da garantia para assegurar os

¹⁰ O uso da arte como *commodity* tem uma longa história, desde os artistas trocarem as suas obras pelas rendas das casas e comida até à complexa estrutura de empréstimos criada pelos bancos para os seus clientes que procuram liquidez para outros investimentos (McAndrew, 2010).

seus interesses. Porém, esta situação está a mudar, sendo vários os países¹¹ que começaram a introduzir *register of charges against chattels*, bem como uma série de produtos de seguradoras como a *Hiscox*, *Willis* e *RT WP Longreach*, que seguram a instituição credora que conceda créditos contra a garantia de colecionáveis como a arte (Deloitte e Art Tactic, 2017).

Os empréstimos geralmente não excedem os 50% do valor da avaliação da obra, e são vários os tipos de empréstimo que as instituições de crédito oferecem. Podem ter empréstimos até 10 anos, estruturados apenas com juros. Apresentam facilidades de amortizações parciais ou totais e linhas de crédito a curto prazo. Disponibilizam também empréstimos de recurso, em que o cliente tem de dar uma garantia pessoal do pagamento para além da coleção de arte, ou sem recurso. Alguns bancos oferecem taxas de juros de apenas 2,5% e 3% para colecionadores melhor posicionados (Kaplou, 2016).

Conforme foi referido anteriormente, os maiores obstáculos que os bancos apontam como preocupantes para o fornecimento destes serviços, são a avaliação e a dificuldade de avaliar o risco e a liquidez do mercado de arte. Em 2017, 71% gestores de riqueza consideram difícil avaliar o risco. Apesar disso, muitas destas instituições estão a aplicar uma metodologia de informação para perceber e gerir o risco. Segundo o relatório da Deloitte em parceria com a Art Tactic (2017), até 2015 o rácio entre o valor do empréstimo e o valor da avaliação (*loan-to-value*) raramente ultrapassava os 50%, sendo que agora um conjunto de bancos privados oferecem até 55% e uma boutique pode chegar a oferecer até 70%. Este aumento de rácio *loan-to-value*, tornou-se um importante atrativo para os colecionadores que pretendem maximizar o capital para mais investimentos. As facilidades providenciadas pela entidade credora aos colecionadores também tiveram um crescimento significativo, tal como a possibilidade de fiadores.

Apesar dos bancos privados dominarem o mercado, as boutiques financeiras especializadas estão a crescer. Também as leiloeiras disponibilizam aos seus clientes um conjunto de serviços de empréstimos, como é o caso da *Sotheby's Financial Services* que se apresenta como a instituição financeira dedicada unicamente à arte, disponibilizando os seus serviços no mercado internacional. Na Europa, *Fine Art Group* lançou igualmente no final de 2016 um conjunto de serviços financeiros para os seus colecionadores, *Fine Art Financial Services*. Este, oferece até 50% do valor de uma única peça ou uma coleção avaliada entre

¹¹ A França introduziu o registo em 2006 e a Bélgica segue um modelo semelhante. Desde de 2000, a Espanha permite empréstimos sem tomar o título de bens móveis, mas estes têm de estar registado no registo de bens móveis Espanhol. <http://www.registradores.org/registro-de-bienes-muebles/>

250.000 até 20 milhões de dólares. O período até à maturidade do empréstimo é de três meses até três anos. A garantia é armazenada num armazém especializado ente Londres, Génova, Nova Iorque, Hong Kong ou Singapura.

Não diferindo da linha do *Fine Art Group*, Suzanne Gyorgy, diretora da consultoria de arte e finanças do Citigroup, diz que o mínimo permitido no banco para empréstimos de arte são de 5 milhões de dólares. Uma vez que o valor de empréstimo anda por volta dos 50% da avaliação da coleção, o colecionador terá de ter uma coleção avaliada nos 10 milhões de dólares. E mínimo de 200.000 por peça (Blackman, 2015). De forma a minimizar o risco derivado da volatilidade do mercado de arte, a instituição credora pode também alegar que tem o direito de fazer avaliações anuais da obra, sob pagamento do cliente. Porém, a maioria das vezes o emprestador permite que a obra fique em casa ou num armazém do cliente, sendo que pode também obrigar a que fique num sítio em que tenha acesso imediato no caso do não pagamento do empréstimo. Em caso de empréstimos da obra a museus ou galerias, deve existir um acordo com a terceira parte em que se estabelecem os direitos do emprestador no acesso e proveito da obra (Kaplun, 2016).

Podemos assim definir três tipos de emprestadores: os bancos privados que disponibilizam consultoria de arte e serviços financeiros aos clientes com uma relação mais longa, permitido o uso de arte como garantia, possivelmente combinado com outros ativos. O *spread*, é consequentemente o resultado do valor da obra de arte mais a situação do cliente ser desejável para créditos. Um segundo tipo de emprestador são as designadas boutiques financeiras especializadas em empréstimos garantidos por obras de arte, sendo esta o principal componente do empréstimo, tendo como consequência o aumento do rácio *loan-to-value*, conforme referido anteriormente. Por último, também as leiloeiras estão a disponibilizar empréstimos, como é o caso da Sotheby's¹² (Campbell, s.a).

Para qualquer um dos tipos de empréstimo, as obras têm de ser internacionalmente reconhecidas, ou seja, com relevância no mercado. É necessário dar provas de autenticação, com os documentos da aquisição, histórico de exposições, proveniência e catálogos. Também

¹² Para além dos serviços financeiros, como os empréstimos, as leiloeiras têm também disponibilizado cada vez mais nos últimos anos, garantias financeiras. Estas garantem a compra da obra por parte da leiloeira, independentemente de a licitação em leilão atingir o valor de reserva. O risco da leiloeira pode ser repartido com uma terceira parte, ou atribuído unicamente a uma terceira parte que beneficia financeiramente se o lote garantido for vendido ou perde se o lote não for bem-sucedido. <http://www.sothebys.com/en/Glossary.html>

terá de ser comprovada a propriedade da obra e que ninguém a pode reivindicar em situações como divórcio ou herança (Blackman, 2015).

O processo de avaliação as entidades credoras utilizam o valor de justo mercado (*fair market value*), ou seja, o valor que o avaliador considera que a peça deverá ser vendida no mercado em tempo real. É uma especulação baseada na informação relevante da obra, assim como uma comparação com base no histórico da peça e o que acontecerá num futuro próximo (McAndrew, 2010). Estas avaliações podem ser atualizadas de acordo com a intenção do credor, sendo que existem vários que insistem numa avaliação anual (Dizard, 2016).

Na avaliação, tanto as considerações mensuráveis como os subjetivos pesam na determinação do valor da obra. Os fatores mensuráveis abrangem a proveniência (propriedades anteriores, exposições e publicações), histórico de vendas recente, comercialização, condições, tema, raridade e meio. Os fatores subjetivos que podem influenciar o valor são os considerados emocionais, como as opiniões sobre a qualidade, importância e beleza. Condicionantes que influenciam o aumento do valor como as opiniões académicas e profissionais da área, se a obra pertenceu a um museu ou a um colecionador. O avaliador, tem assim de conhecer dois mundos diferentes: o que faz grandes obras de arte e o que faz o mercado da arte funcionar (McAndrew, 2010).

Posteriormente à avaliação, e se a obra for considerada como garantia, a entidade credora terá de fazer uma avaliação das condições de instalação, segurança e controlo de temperatura, na respetiva de manter o valor do ativo. Terão de se ter em conta a sensibilidade do colecionador na gestão da sua coleção. Mesmo estando cobertas por um seguro, o futuro valor da peça é determinado em parte pela manutenção da coleção por parte do colecionador, por isso à parte dos referidos fatores, também o carácter do colecionador é dado como um fator determinante para o empréstimo (McAndrew, 2010).

Depois de completada a avaliação da obra e inspeção do local em que ficará até o final do empréstimo, o emprestador estrutura um empréstimo até entre 50% a 70% como referido anteriormente. Os empréstimos têm para além dos compromissos financeiros, obrigações de relatórios financeiros regulares e o compromisso de que o credor será notificado antes qualquer obra ser vendida ou movida. Para além dos referidos compromissos entre o proprietário da coleção e a instituição financeira, para maior segurança desta última, é requerido um seguro de obras de arte em que o banco ou boutique financeira é intitulado como segurado ou beneficiário (Deloitte, 2017).

Os colecionadores estão cada vez mais sofisticados em relação à utilização da sua coleção. Cada vez mais estes olham para a arte com um olho no investimento, sendo esta mudança cultural, coerente com a rápida expansão e profissionalização do mercado da arte. Os colecionadores utilizam veículos de crédito como parte integrante da estratégia de gestão de bens, estratégias estas que aplicadas aqueles que não compram arte como benefício fiscal, mas que agora como uma parte integrante da gestão de bens, bem como para um segmento mais ligado ao mercado de investimento que vê a arte como progressão natural de investimento (Deloitte, 2017).

Segundo o mesmo relatório, estes empréstimos não serão um produto imensamente divulgado e utilizado num futuro próximo atendendo aos elevados riscos que as instituições financeiras se deparam. As necessidades financeiras de cada cliente continuarão a ser diferentes, e as suas coleções únicas. Assim, empréstimos de arte nunca poderão ser um processo estandardizado. Cada transação deve ser tratada individualmente, com uma solução desenhada de acordo com as necessidades e situação legal do cliente. Conhecimento especializado é essencial, assim como uma relação duradoura com o cliente e uma gestão do risco equilibrada (Deloitte, 2017).

Fundos de Investimento de Arte

Segundo Jeremy Eckstein (2010, *apud* McAndrew, 2010, p.136), cálculos desde o ano 2000, baseados no uso do rácio “sharpe”, a inclusão de arte num portefólio para além dos ativos convencionais tem demonstrado repetidamente que este oferece taxas de retorno superiores a portefólios sem arte. Enquanto a arte continua a ter o interesse dos investidores, estes não têm, por norma, conhecimento especializado, interesse ou inclinação para comprar e manter obras de arte. Têm, porém, a possibilidade de investir através de fundos de investimento de arte, uma das formas mais divulgadas de investimento em arte (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Uma minoria dos bancos está a planear oferecer aos seus clientes produtos como os fundos de investimento de arte, nos próximos 12 meses; apenas 13%, subindo dos 10% em 2016 (Deloitte e Art Tactic, 2017). Porém, o mercado apresenta alguma curiosidade nestes tipos de investimento alternativos, mas os veículos atuais de investimento podem não ser adequados para gerar mais interesse do consumidor e investidor. Novas inovações no espaço do investimento têm emergido regularmente nos últimos anos. Segundo o mesmo relatório (Deloitte e Art Tactic, 2017), 37% dos colecionadores inquiridos veem os fundos de

investimento como um serviço relevante, assim como os gestores, maioritariamente de bancos privados, têm vindo a querer saber mais sobre a indústria de fundos de arte.

Contudo, existem alguns desafios que fazem os gestores duvidar de incorporar estes produtos nos serviços. Segundos estes, os fundos de arte existentes falharam em criar uma indústria e o tamanho reduzido do mercado de fundos de investimento de arte significa que não existe suficiente profundidade para o tornar viável. A falta de informação dos resultados e transparência em relação à performance dos fundos de investimento de arte existentes, torna mais difícil os novos fundos entrarem no mercado, impossibilitando a indústria de crescer, aprender e construir a partir dos sucessos e falhanços dos demais (Gerlis, 2014). Tirando algumas tentativas de criar associações e corpos autorregulados para promover e providenciar linhas de trabalho para o mercado dos fundos de arte, ainda é o tamanho reduzido deste mercado que faz destas organizações difíceis de manter. 79% dos gestores inquiridos para o relatório anual de Arte e Finanças da Deloitte e Art Tactic (2017), afirmam que os maiores obstáculos são as diligências e o esforço necessário para verificar a viabilidade e credibilidade de um fundo de arte. Este desafio está ligado a outros aspetos da indústria dos fundos e do mercado de arte sobre os quais nos iremos debruçar em seguida.

O conceito de fundos de arte é relativamente recente, pelo que determinados exemplos na história permitiram o desenvolvimento deste produto financeiro. É exemplo o *British Rail Pension Fund* e o *La Peau de l'Ours*. Este último, foi fundado em 1904 pelo francês André Level, empresário, colecionador de arte e crítico. Faziam parte doze investidores que contribuíram com 212 francos para fundo, com vista à compra de obras de artistas emergentes na altura. Durante a vida do fundo, os investidores poderiam usufruir das obras em sua casa antes da coleção ser vendida ao fim de 10 anos. Em apenas uma década os investidores tinham quadruplicado o investimento com obras de artistas selecionados como Pablo Picasso, George Braque, Henri Matisse. O fundo comprou mais de 100 pintura e desenhos e vendeu a coleção num leilão no *Parisian Hôtel Drouot* a 2 de março de 1924. Os lucros foram tão altos que os investidores doaram 1/5 do valor aos artistas (Gentile, 2007).

Sete décadas depois, em 1974, o *British Rail Pension Fund*, fundo criado com vista ao benefício dos empregados da *British Railways*, tomou a decisão de diversificar o investimento através da alocação de uma parte do fundo à arte. À data uma empresa do Estado Britânico, o *British Railways* criou o maior fundo de pensões do país, com um rendimento líquido anual de 50 milhões de libras e com 1 bilião de libras em ativos, sendo que as suas únicas obrigações eram as pensões salariais finais dos trabalhadores (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

A decisão de começar a adquirir obras de arte foi maioritariamente resultante de condições financeiras e económicas do país entre os anos de 1973 e 1974 tais como, a crise na indústria petrolífera levada a cabo pela Organização de Países Exportadores de Petróleo em 1973, com impacto devastador nas maiores economias globais; o mercado de ações caiu drasticamente com os maiores índices de ações a cair entre os 40% e os 70%; a inflação subiu para máximos históricos; a libra desvalorizou em relação a outras moedas europeias e ao dólar; assim como o mercado imobiliário, anteriormente um dos principais investimentos dos fundos de pensões, sofreu uma queda. Fatores que levaram à procura de um novo paradigma para a estratégia de investimento do fundo (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Neste contexto os gestores do fundo procuraram diversificar a estratégia de investimento através de ativos que tivessem o prospeto razoável de atingir um crescimento a longo termo, pelo menos igualado à inflação. Assim, as obras de arte foram identificadas como ativos com características financeiras ideais para o fundo. Para além de ter uma relação quase inversa ao perfil do fundo, a arte dava a vantagem de ser comercializada internacionalmente, o que o protegia contra as flutuações da libra e a instabilidade económica do país (Gentile, 2007).

A partir de 1974, o fundo investiu 6% dos seus ativos, cerca de 3 milhões de libras por ano em arte. A coleção totalizava 2425 peças, avaliadas em 40 milhões de libras, perfazendo 2,9% do total do portefólio completo do fundo. O fundo utilizou a Sotheby's como uma terceira parte consultora e começou a vender a coleção na casa da leiloeira. Os custos inerentes a armazenamento, posse, taxas de administração e seguros da coleção teve um total de 2,3% do valor total do fundo de arte. Começaram a vender em 1987 para aproveitar o *bear market* no mercado de arte. No geral o real retorno do fundo foi de 11,3%, ou de 4% ao ano, depois da inflação. Apesar destes resultados o fundo não conseguiu ultrapassar os resultados do mercado de ações durante o mesmo período. Em suma, muito do sucesso do fundo deve-se à sua estratégia de venda. Este começou a vender quando o mercado estava em alta e parou quando o mercado colapsou e na segunda metade da década de 90 voltou a aproveitar o crescimento do mercado (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Existem diferenças essenciais na estratégia e investimento dos fundos apresentados anteriormente, e dos fundos de arte conhecidos atualmente, mas estes continuam a ser exemplo para os fundos atuais. Apesar de não ter uma estrutura dos fundos de investimento financeiro, e hoje ser considerado como um clube de arte, o fundo *La Peau de l'Ours* mostrou a capacidade de análise estéticas e financeiras através do julgamento de Level, para além de ter investido num nicho de arte emergente que estava em desenvolvimento e o seu sucesso decorreu de um

fecho no tempo certo (Gentile, 2007). Apesar disso, os investidores do *La Peau de l'Ours* eram apreciadores de arte, gostavam do benefício físico em poder ter uma obra de arte em casa antes de a venderem. O investimento inicial era baixo e os investidores e as partes envolvidas eram amigos pessoais do gestor do fundo. Em contrapartida, o *British Rail Pension Fund* é até à data, o único modelo de fundo de investimento institucional a que temos acesso à quase totalidade de informação. Muitos dos detalhes estruturais e considerações operacionais do fundo continuam a ser um modelo de boas práticas para atuais e futuros fundos de investimento (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

O contexto económico alterou-se ao longo do tempo, mas algumas lições desta fragilidade económica continuam a ser relevante. Os investidores estão mais do que nunca à procura de investimentos em ativos alternativos relativamente seguros. Muitas das forças da arte como classe de ativos – a baixa volatilidade, resiliência e maior taxa retorno em relação ao risco – estão a encorajar os gestores a recomendar uma estratégia de alocação diversificada de ativos para um portefólio equilibrado, no qual a arte faz parte ao lado de ações e investimentos de retorno fixo (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010). Frank Schueller, presidente do *Collectores Art Fund*, explica que a ideia de investimento em arte é uma boa ideia, mas comunicar essa intenção aos investidores é muito difícil (Baram, 2005, *apud* Gerlis, 2014).

Na estratégia de venda das participações dos fundos de arte, um dos argumentos mais utilizados para demonstrar as vantagens deste investimento é a oportunidade de adquirir uma seleção de obras de arte de alta qualidade sem os gastos associados à sua aquisição, ao mesmo tempo que tem a capacidade de maior diversificação da carteira e uma gestão contínua dos ativos (McAndrew, 2010). O investidor tem ainda o benefício do conhecimento especializado dos gestores e consultores na aquisição e alienação das obras. O conhecimento do mercado, baixos custos de transação, tratar das *due diligences*, investimento e serviços de consultoria de arte e diversificação de portefólio. Segundo os mesmos promotores, as desvantagens são mínimas, apenas contam com a falta de envolvimento pessoal e estratégia de saída fixas. Quem investe pessoalmente em arte está exposto aos benefícios da recompensa física, gestão pessoal, estratégias de saída e o envolvimento direto no mercado da arte, mas tem de lidar com os custos de transação altos, falta de conhecimento interno do mercado, maior volatilidade e risco, todos estes que o fundo pode eliminar (Gentile, 2007).

Possivelmente são estes benefícios que têm atraído os investidores, dando a possibilidade de vários fundos de arte terem sido criados nas últimas décadas. O número exato de fundos de arte existente é difícil de contabilizar, uma vez que muitos dos fundos não têm

obrigação de registro. Estima-se que no início de 2009 existiam cerca de 50 fundos de arte ativos, sendo a maioria sediada na Índia. Apesar disso, a maioria dos fundos de arte não seguem as diretrizes dos verdadeiros veículos de investimento, tendo uma estrutura básica que funciona como um clube de arte. Respeitando a definição de um veículo de investimento estruturado, os fundos teriam de estar disponíveis a investidores exteriores, ser sujeito a regulação (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

O mercado de fundos de investimento está a tentar ganhar momento depois de 5 anos em declínio. O total do mercado de fundos de arte na primeira metade de 2017 foi conservadoramente estimado em 834 milhões de dólares, abaixo dos 1.03 bilhões em 2016 e 1.02 bilhões em 2015. O mercado americano e europeu continua em declínio. A queda é principalmente causada pelo mercado chinês que tem caído desde 2013 (Deloitte e Art Tactic, 2017).

É difícil de calcular o nível de investimento nos fundos na China porque são poucas as empresas que estão atualmente a dar informação sobre os seus produtos financeiros em arte. Isto pode indicar, como já foi referido, que a atividade de fundos de investimento está a ser feita fora do radar do público e do escrutínio do governo. Pelo contrário, os valores na Europa são sinal que os fundos de investimento continuam a expandir e a entrar novos fundos no mercado. Um exemplo de um fundo europeu de sucesso é o Fine Art Fund Group.

Fundado em 2001 por Philip Hoffman, o Fine Art Fund Group¹³ é gerido como um fundo de investimento privado em que cada investidor tem de pagar \$250,000 para comprar a posição ao que se seguem 2% de custos de gestão, 20% de compensação para os gestores com 6% de taxa mínima de retorno expectável (Horowitz, 2011). O fundo tem quatro etapas no processo de decisão que começa com os colecionadores e investidores a fazerem uma recomendação, os consultores de arte analisam o processo, gestores fazem uma avaliação independente e finalmente o conselho de administração do fundo aprova os custos de transação. Nenhuma obra comprada poderá custar mais de 15 % do capital do fundo, e acima dos 7% do compromisso de capital, é necessária a aprovação conselho de administração do fundo (Horowitz, 2011).

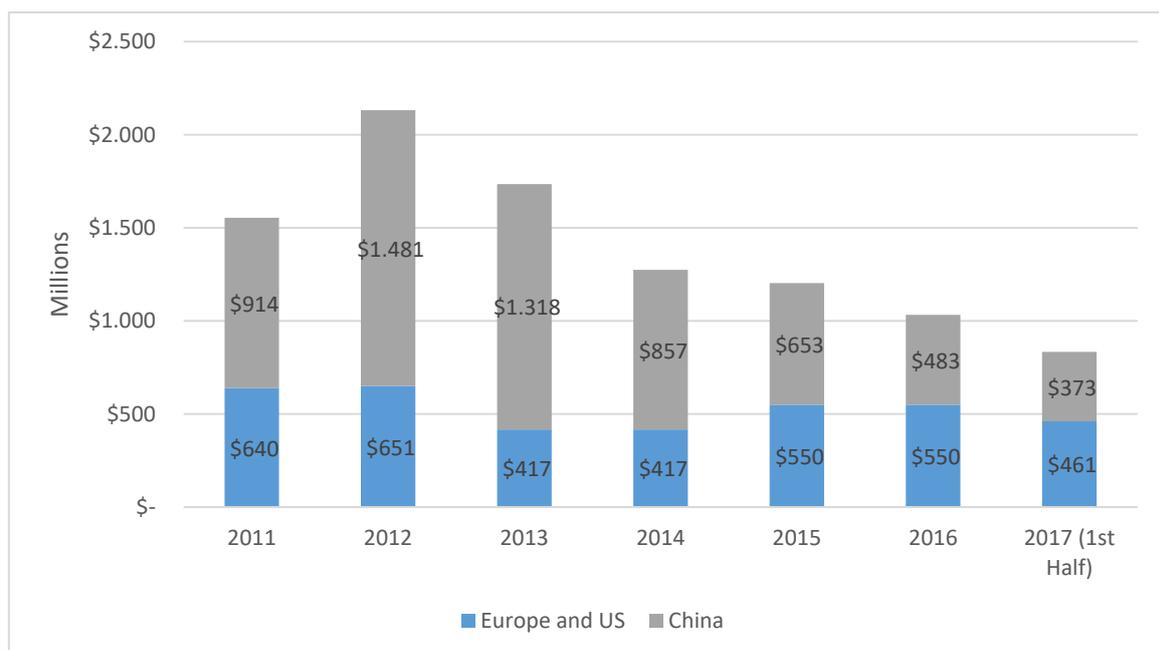
O fundo tem ainda um balanço de 50-60% em dinheiro o que possibilita a compra de obras a vendedores que querem rapidez e evitar as comissões de venda e compra das leiloeiras.

¹³ Atualmente denominado apenas por The Fine Art Group, reflexo do crescimento da empresa e dos serviços oferecidos para além do fundo de investimento.

Tendo em conta a importante reserva de dinheiro que o fundo guarda, este tem mais capital que os dealers, podendo assim reagir mais rápido. Segundo Hopewell Norwood (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010) que é um gestor do fundo, este fundo tem uma estrutura de incentivo aos dealers para que estes se alinhem com o fundo e com as suas iniciativas sendo que também pagam comissões. Os dealers são assim um bom recurso de obras de arte para o fundo, e parece estarem a investir no fundo em vez de competir contra ele. Mas isto não é o que a maioria dos dealers dizem. Não querem competir com um fundo de arte, vão tentar comprar antes. O problema incide precisamente na falta de capital, mas “não lhes falta um bom olho e nariz”. Dizem também que não vendem arte aos fundos porque uma vez vendida, não terão a possibilidade de a comprar novamente como o podem fazer com os colecionadores.

Figura 4

Mercado Global de Fundos de Investimento de Arte, 2011-2017



(Adaptado de Deloitte Luxembourg & Art Tactic Art & Finance Report, 2017)

O sucesso do fundo tem sido visto como um reflexo da utilização das especialidades de toda a equipa para criar um negócio mais eficiente e lucrativo. O fundo reconhece que com a globalização do mercado da arte é necessário um conhecimento de economia do mundo financeiro pela parte dos seus gestores e promover esta perspetiva aos investidores (Gentile, 2007).

Na mesma linha do *Fine Art Fund* que procura ativamente clientes para criar um consórcio de dinheiro para em conjunto adquirir arte, existem atualmente fundos direcionados para o cliente privado que procura ter uma parte dos seus ativos investidos em obras de arte, como é o caso do *ArtVest*. Foi fundado em 2004 por Daniella Luxembourg e está sediada em Génova e Nova Iorque. Mais recente, é o *In Art Fund*, sediado em Luxemburgo. O fundo assegura retornos de longo termo através de investimento em coleções de obras originais de artistas pós-guerra e contemporâneos. O conceito do fundo é diferente porque este adquire toda a coleção de um artista selecionado com a aprovação de um conselho académico. A estratégia passa por estabelecer a avaliação das obras a partir de exposições em museus e publicações, catálogos. Este é possivelmente o primeiro fundo regulado pelo *European Alternative Investment Fund Managers Directive* (Deloitte e Art Tactic, 2017).

O *European Alternative Investment Fund Managers Directive* (EAIFMD) é a regulação da União Europeia aplicada aos *hedge funds* (fundos de investimento altamente especulativos), *private equity funds* e fundos imobiliário. Foi criado como parte de uma ação de aumento da proteção dos investidores levada a cabo depois da crise financeira de 2008, onde os esforços foram redobrados dado o risco sistemático que a crise revelou. O EAIFMD cria normas para o marketing para a angariação de capital privado, para as políticas de remuneração, monitorização e relatórios de risco e para a responsabilidade em geral. Os fundos institucionais que atualmente estão sob o controlo do EAIFMD estavam anteriormente fora das regulamentações financeiras da União Europeia para transparência e divulgação (Investopedia).

O EAIFMD, como o principal regulador Europeu, poderá trazer algumas vantagens aos gestores de fundos de arte – tirando alguns problemas operacionais e de adaptação da regulação – sendo que aumenta o interesse de investidores profissionais que procuram os benefícios da arte como uma ferramenta de diversificação do portefólio e de proteção (*hedge*) contra a inflação. Com estes avanços na indústria de fundos de investimento alternativo, há potencial para o crescente interesse dos investidores, mas também para criar sinergias com os novos instrumentos financeiros para participantes para além dos fundos, como os museus, colecionadores e outras agentes do mercado da arte (Willette, 2016).

As medidas do EAIFMD têm em vista a resolução de um dos maiores problemas apontados pelos investidores deste mercado: a falta de transparência. Em contraponto, os altos valores associados à regulamentação e a complexidade associada à criação destes fundos, leva a que a indústria considere estruturas mais leves, mais *cost-efficient*. O risco associado a esta tendência é possivelmente o que leva estas estruturas para longe do olho público. Assim, o valor

global do mercado dos fundos de investimento de arte é possível que seja maior que os valores disponíveis sugerem. Apesar do anonimato e a descrição serem para alguns um benefício, os colecionadores de arte pedem maior diversidade de produtos de investimento (37% diz que estaria interessado em fundos de investimento) e o EAIFMD é uma oportunidade para os gestores de riqueza conseguirem trazer maior transparência para a indústria de fundos de investimento (Deloitte e Art Tactic, 2017).

Atualmente, é notório que os investidores são chamados para fundos que têm uma estratégia estrutural e de gestão financeira. Um fundo de arte bem-sucedido deve definir uma estratégia que atinja coerência e evite potenciais conflitos de interesse. Em termos gerais os fundos terão de renumerar os consultores de forma a estarem alinhados com os interesses dos investidores; desenvolver um objetivo de investimento atingível em termos de fontes e política de aquisição; oferecer prospectos de retorno atrativos no contexto histórico de retorno de determinada categoria de arte; desenvolver uma estratégia que ofereça prospectos reais de conteúdo com valor acrescentado acima do crescimento do valor de mercado; planear uma estratégia de saída realística que funcione mesmo em mercados ilíquidos; determinar uma estrutura financeira melhorada, aberta ou fechada, considerando as implicações do valor intrínseco e indicado, sem o preço de mercado; marketing agressivo, tentando ultrapassar as questões que os investidores podem criar à volta do mercado de arte dado as suas características apontadas a cima (McAndrew, 2010).

Assim, a estratégia de investimento de um fundo de arte faz uso de técnicas e disciplinas comuns à gestão de qualquer classe de ativos, tal como, a teoria moderna de portefólio, ferramentas de gestão de risco sofisticadas, modelos quantitativos e análise qualitativa. Ao utilizar os conhecimentos e inteligência do mercado, apoiado por uma pesquisa do mercado de arte e financeiro, os fundos de investimento de arte procuram criar acesso a oportunidades tipicamente conseguidas pelos maiores colecionadores e *dealers* de arte (Willette, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Em relação à estrutura de investimento dos fundos de arte, atualmente existem várias em funcionamento, tais como: o método de *pooled-funds* (fundos angariados a diversos investidores), utilizado por alguns bancos privados que compram arte com o potencial investimento em nome de grandes clientes; o método de aconselhamento de profissionais do mercado da arte, que oferece ao investidor o apoio de um especialista para que adquira uma seleção de arte de qualidade para investimento, com ênfase na natureza e qualidade do conselho do profissional; estrutura de um fundo através da participação de múltiplos fundos, como foi

usado em 2004 pelo ABN Amro¹⁴, que criou um fundo baseado numa lista de fundos de arte individuais; e por último o *hedge fund*, que aposta contra uma potencial baixa do mercado usando derivados (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Para além das estruturas identificadas a cima, e apesar dos fundos variarem nas estratégias de mercado, segundo Randall Willette (2010, *apud* McAndrew, 2010), existem duas estratégias básicas que apareceram dos fundos de arte: a estratégia de alocação por sector (*sector-allocation approach*) e a estratégia oportunista (*opportunistic approach*). A primeira prende-se com a aquisição de obras de arte, ou no interesse em obras, que na opinião de um gestor, serão mais valiosas no mercado no imediato ou no futuro. Estes fundos têm um portefólio diversificado, com arte de diferentes setores do mercado, cada um com atributos e performance distintos. Tipicamente investem em obras de categorias mais estabelecidas ou mais populares, como é o caso dos Grandes Mestres, Impressionistas, Arte Moderna e Contemporânea. Cada sector terá assim de corresponder a uma série de critérios como o tamanho e a maturidade significativa para os colecionadores, comportamento independente no mercado, incluindo volatilidade e performance de preços, um histórico de transações relativo, que permita uma maior predictabilidade e seguimento. Os gestores fazem alocações *top-down*¹⁵ entre setores e periodicidade, que permitem o balanço do portefólio, baseado em pesquisa macroeconómica e análise de tendências a longo prazo no mercado da arte. Estes fundos desenvolvem uma gestão ativa através de uma estratégia de aquisição, gestão curatorial permanente e a venda das obras de arte.

A segunda abordagem, a estratégia oportunista (*opportunistic approach*), traduz a atividade dos maiores *dealers* e leiloeiras em identificar transações financeiras oportunas e investimentos diretos que podem resultar em maiores retornos num curto espaço de tempo. Estas oportunidades que os profissionais do mercado procuram, tendem ser regionais e de nicho, em que as obras podem ser adquiridas para uma apreciação de capital a longo prazo e de curto prazo e focados predominantemente em obras de arte contemporânea de mercados emergentes como a China, Índia, Médio Oriente e América Latina, em setores de nicho como fotografia e colecionáveis. Estes fundos fazem investimentos estratégicos de coleções ou portefólios de novas obras, que podem ser vendidas através dos canais tradicionais do mercado

¹⁴ A iniciativa falhou, porque existem poucos fundos que vão de encontro aos critérios financeiros restritos dos bancos.

¹⁵ Este método (*top-down*) permite ao investidor analisar o mercado a partir de uma visão geral, e progressivamente chegar a um ativo individual. Este método é utilizado maioritariamente no mercado de ações (<https://www.investopedia.com/articles/stocks/06/topdownapproach.asp>)

da arte. Os tipos de transação variam entre compra oportunista e vendas de obras para atingir um retorno imediato assim como oportunidades financeiras e participações em capital com significativo potencial de crescimento. Estas oportunidades são geralmente geradas pela dinâmica do mercado da arte que inclui ineficiência, iliquidez, opacidade e heterogenia (Willette, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Noah Horowitz (2011) acrescenta mais uma estratégia de investimento para além da estratégia oportunista e de alocação por sector. A *region-specific* que se prende com a aquisição de obras da região em que o fundo se encontra. Por exemplo, um fundo de arte na China daria primazia à aquisição de porcelanas, antiguidades e artistas vivos do país. Em última análise pode ser uma abordagem dentro da estratégia oportunista.

Pela sua forma simples, os fundos de arte podem ser comparados a *private equity funds*, no sentido em que ambos os modelos são de apropriação de ativos. No mercado financeiro o investimento em *private equity* não é sustentado na gestão de portefólio, mas sim na aquisição de ações de uma empresa privada a partir de *buyouts*¹⁶ alavancados e aquisições na esperança que posteriormente a venda do negócio tenha uma maior avaliação (Investopédia). No mesmo sentido os fundos de arte compram arte com expectativa na sua valorização ao longo do tempo, gerando oportunidade de negócio que ultrapassam outros investimentos. A maior diferença entre os fundos dos dois mercados é o facto de não haver histórico de performance em grande parte do mercado da arte. A falta de um histórico de dados leva a que os fundos tenham uma equipa de especialistas com um extenso currículo de *art-dealing*, que lhes possibilita construir e desenvolver um *proxy* semelhante a uma base de dados (Willette, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Outra diferenciação entre fundos está na subdivisão entre abertos ou fechados. Um fundo fechado, em princípio, não permite aos seus investidores liquidarem a sua participação por sua vontade, tendo de esperar até à data de maturação do fundo, o que se adequa mais ao mercado de arte. Os fundos abertos são mais complicados de gerir no mercado da arte, sendo que a sua estratégia de investimento não possibilita tipicamente aos investidores o direito de resgatar o seu capital (Willette, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Qualquer que seja a forma legal do fundo, a sua entidade de gestão deve delegar todas ou partes das suas funções a terceiros. Estes formam equipas especializadas, internas e externas,

¹⁶ Um *buyout* é a aquisição da participação de controlo de uma empresa, que é usada simultaneamente com a aquisição. *Buyouts* geralmente acontecem quando uma empresa está no processo de privatização. (<https://www.investopedia.com/terms/b/buyout.asp>)

para perceber fatores como as condições económicas, dinâmica do mercado da arte e financeira e outras variáveis que podem influenciar os preços, atividade e oferta. Qual seja a abordagem, a maioria dos gestores de fundos privilegia estruturas com eficiência fiscal que conseguem maior transparência fiscal para os investidores dependendo da sua residência fiscal. Consequência desta preocupação é que entre algumas das jurisdições fiscais mais usadas nos veículos de investimento fiscal estão: Jersey, Guernsey, British Virgin Islands, Luxemburgo, Gibraltar e Ilhas Caimão (Horowitz, 2011).

Através de gestores de fundos e expertise e conhecimento do mercado, apoiado por investigação financeira e do mercado de arte, os fundos de investimento em arte procuram dar aos investidores potenciais oportunidades que tipicamente apenas os melhores colecionadores e *dealers* conseguiriam ter acesso. Geralmente com altos valores de entrada, estes fundos não são para investidores recreativos. Infelizmente, o capital angariado para os fundos de arte continua a ser baixo em relação a investimentos alternativos como os *hedge funds* e *private equity funds*, pela sua falta de escala necessária para atrair investidores institucionais (Willette, 2016).

Conforme já foi referido, implementando alguns *standards* na indústria, como um sistema de *rating* ou um guia de como tratar as diligências, poderia encorajar mais colecionadores a considerar este produto. Uma coisa é certa, o mercado de fundos de investimento não irá crescer até que evolua em termos de transparência, credibilidade e confiança. Isto requer colaboração entre *stakeholders* como os gestores de riqueza, reguladores financeiros, profissionais do mercado da arte, e colecionadores, para desenvolver uma indústria com *standards* para governar esta categoria de produto de investimento (Deloitte e Art Tactic, 2017).

Segundo Randall Willette (2010, *apud* McAndrew, 2010), existem duas principais razões para o mercado dos fundos de investimento não crescer. Em primeiro lugar, e o mais importante, o mercado de arte continua um mistério para muitos que nunca estiveram envolvidos no mesmo. A falta de regulação e transparência permite aos participantes ativos e conhecedores, conseguirem bons resultados em detrimento de gestores de fundos e consultores que veem o mercado como um “território hostil”. Segundo, um fundo de investimento em arte precisa de uma combinação de aptidões para gestão e finanças com um entendimento dos mecanismos únicos do mercado da arte, um equilíbrio que é difícil de gerir. Muitos dos fundos falharam em porque eram construídos por conhecedores do mercado da arte que não tinham conhecimento da estrutura financeira a mecanismos exigidos por investidores institucionais ou

indivíduos. Outros, por outro lado, são pensados por financeiros que não conseguiram perceber as particularidades em operar no mercado de arte.

Lauren Gentile (2007), encontra o problema dos fundos de investimento em arte no facto de estes não irem de encontro às expectativas dos investidores decorrente de uma série de fatores. Entre eles a falta de apoio institucional. Os gestores e os seus clientes dizem ter alguns problemas em investir nos fundos de arte por causa da sua falta de transparência, um rácio de risco confuso, falta de liquidez do mercado e os custos de transações altos. Assim, para os fundos de arte terem sucesso devem envolver e ter o apoio de grandes bancos privados e gestores de ativos. Mas, do ponto de vista institucional, os fundos não são desenhados para o mercado de investimento profissional. Os bancos precisam que os fundos sejam meticulosamente estruturados, desde os seus aspetos organizacionais até ao setor legal. Para além disso, o rendimento da maioria dos bancos vem de comissões das transações e investir em fundos de arte significa que o dinheiro estaria inacessível durante os anos de maturação do fundo e os agentes que tomam as decisões de investimento e quem potencialmente faz o seu dinheiro a partir deste, são contra o encerramento deste património, durante 10 anos.

As principais lacunas que os investidores encontram nos fundos de arte incluem os baixos rendimentos, o conflito de interesses e o *spread*. Este último, por exemplo, por cada 100\$ investidos no início, cerca de 17\$ são gastos em taxas iniciais que vão para os bancos patrocinadores, intermediários, profissionais e consultores. Assim, os investidores estão abaixo de qualquer subida do valor dos ativos comparado com o investimento direto. O investidor beneficia de mais poder de compra e de consultores profissionais, mas o fundo de arte não dá rendimento, logo os custos do fundo devem vir dos lucros dos objetos vendidos ou de juros. Gentile (2007).

Existem ainda os custos administrativos do fundo que pode afetar a taxa de retorno. Para além de todos os problemas de administração básicos comuns a qualquer fundo, um fundo de arte tem também de lidar com outra dimensão associada. Os custos adicionais como os seguros, armazenamento, emolduramento, transportes, gestão contínua do portefólio e *royalties* na venda têm de ser tidas em conta para além das taxas de gestão. Isto leva a que os fundos de arte tenham de apresentar uma estrutura de taxas a cobrar aos investidores, sendo que ficam constrangidos em vender o seu produto, como tradicionalmente os fundos de investimento fazem: uma taxa de 2% e um incentivo de 20% baseado nos lucros, isto tudo partindo do princípio que um fundo de arte que seja eficiente em termos de custos, o fundo de investimento

sob gestão tem de atingir uma certa massa crítica. Todos estes fatores representam desafios significativos para os emergentes fundos de arte (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Existe, porém, uma série de formas de os fundos de arte mitigarem algum do risco em investir em arte. Para começar, os fundos podem oferecer diversificação de setores do mercado de arte, que poderão ter uma baixa correlação entre si, diminuindo o risco. A estrutura dos fundos pode reduzir os custos associados à aquisição e manutenção da arte investindo numa base de *pooled*, pois tem uma fonte de investimento imediato maior e podem negociar taxas e condições com os avaliadores, leiloeiras, seguradoras e outros serviços que normalmente não estariam disponíveis a um comprador individual. As aquisições de um fundo são feitas com base no retorno sobre o investimento, liquidez, diversificação e condições de mercado que são selecionadas por especialistas nos vários campos. Adquirir uma obra de arte e vendê-la no momento certo requer mais conhecimento especializado que a maioria dos investidores tem. Dado os recursos financeiros que o fundo dispõe, tem acesso a obras de artes acabadas de entrar no mercado, que raramente tenham sido vistas no mercado e consequentemente mais valiosas. Os consultores e compradores dos fundos podem ter a possibilidade de comprar arte diretamente a empresas e colecionadores privados, dando a possibilidade de passar à frente de dealers e leiloeiras (Willette, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Segundo o mesmo autor, para investidores que têm interesse em arte para além do seu valor financeiro, existem fundos que dão a oportunidade de emprestar as obras de arte por um tempo limitado para que as tenham nas suas próprias casas. Em adição, alguns fundos beneficiam de conexões para fazerem empréstimos aos maiores museus e exposições, fazendo aumentar o seu perfil no mercado de arte internacional e aumentar o seu valor de investimento. Contam ainda com eficiência e vantagens nos impostos, taxas na compra, mais valias e ganhos de capital. Por último, os fundos de arte mantêm as obras de arte por um período de tempo de anos que poderá tirar vantagens das flutuações de preços e evitar o que consideram ser *overpriced* (Willette, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Sintetizando, o futuro dos fundos de arte depende de dois componentes chave que ainda não foram percebidos pelo facto de serem conceito recentes. Tempo e o volume da indústria. Quantos mais fundos existirem no mercado maior será o volume e a escolha para os investidores, o que é o que estes procuram. Com competição vem apoio público, mas os fundos precisam deste apoio para terem a confiança dos investidores. Porque os fundos não conseguem angariar o dinheiro necessário, a situação é mais difícil de aceitar pelos potenciais investidores. Uma saída fácil do fundo e a liquidez da posição são dois critérios importantes para os gestores

de portfólio e para os seus clientes, mas parece ser impraticável na maioria dos painéis, porque para que um fundo de arte ser possível tem de ser fechado (Gentile, 2017).

Segundo D'Angelo (*apud* Deloitte e Art Tactic 2017), CEO da Arthena, os fundos de arte oferecem uma variedade de benefícios. Estes resolvem o aparente conflito entre o mercado de arte convencional que encoraja os investidores a comprar o melhor que conseguem pagar, e a máxima financeira “de que não se deve manter todos os ovos na mesma cesta”. Distribuindo o capital por múltiplas posições, os fundos de arte são um instrumento financeiro passível de diversificar o portfólio em termos de géneros, artistas, taxas de retorno e volatilidade. As coleções privadas raramente são realmente diversificadas, dado que os gostos pessoais do colecionador, ou as áreas em que o *art advisor* é especialista, faz com que a coleção que pode ser vista e apreciada como um todo coerente. Pelo contrário, os fundos podem ser realmente diversificados e agnósticos até ao ponto em que estes estão libertos de considerações estéticas e emocionais.

Instrumentos Derivados

Os instrumentos derivados são desde cedo utilizados pelos investidores como cobertura (*hedge*) para proteção de riscos recorrentes de grandes variações de preços de um determinado ativo. Originalmente, o conceito de negociar estes instrumentos financeiros começou com a agricultura, sendo que hoje são contratos geralmente negociados com *commodities*, como forma de assegurar um certo preço pelo esforço dispensado para a produção das “mercadorias”, bem como de conseguir *cash flow* para continuar a produção (Silva, 2015).

Existem vários tipos de derivados, entre os quais contratos futuros, opções, *forwards* e *swaps* que são geralmente usados para uma das duas razões: ou para criar *hedge* contra risco ou para adquirir risco através de especulação. Conforme vimos ao longo deste trabalho, um dos maiores problemas no investimento em arte é o risco, ou o nível de incerteza quanto à taxa de rentabilidade do investimento. Assim, como resultado de um crescente interesse na engenharia financeira, o mercado da arte viu nos contratos derivados, futuros e opções, uma oportunidade de criar ferramentas que protegem os investidores (Poli, 2016).

Em 2010, a galeria MurmurART e o artista Tom Saunders, exploraram a oportunidade nos contratos de opções e com a ajuda da firma de advogados Ferguson *Solicitors* criaram três contratos de opção de compra com o valor de 2000 libras cada. Por contrato de opção entende-se um contrato que dá ao comprador o direito, mas não uma obrigação, de comprar (*call option*)

ou vender (*put option*) um ativo numa determinada data a um preço previamente fixado. (Silva, 2015). No caso da obra de Tom Saunders, *Emerging Artist Derivative Contract*, passados 10 anos após a celebração do contrato, o comprador tem a opção de escolher uma obra do portfólio do artista, a qual terá de ser um exemplar reconhecido da sua obra (Saunders, 2010).

Segundo Rupert Beecroft da Ferguson Solicitors, “em termos gerais, uma opção sobre um artista não difere de uma opção sobre uma ação”, sendo que “o principal desafio é o elemento humano do contrato e a necessidade de definir a constante mudança do trabalho artístico para possibilitar a opção de ser exercida e assegurar as obrigações do contrato” (Casciato, 2010). O processo é salvaguardado por cláusulas que protegem o investidor no caso de o artista parar de produzir ou em caso de morte prematura em relação à data de conclusão do contrato. Em suma, se o artista singrar e a sua obra despertar o interesse do mercado da arte o investidor terá feito um bom negócio. Pelo contrário, se o artista ficar aquém das expectativas, o investimento terá sido em vão (Casciato, 2010).

Numa perspetiva mais abrangente do mercado da arte e de um dos seus principais agentes, os artistas, os contratos de opção permitem aos artistas emergentes o financiamento das suas obras e do seu início de carreira. Possibilita que estes se concentrem na produção das suas obras enquanto os investidores diversificam o seu investimento ao comprar um tipo de derivado da arte (Poli, 2016).

Em consonância com os esforços feitos pelo mercado de arte para aumentar a proteção contra o risco dos colecionadores e investidores, também as leiloeiras têm desenvolvido produtos como as garantias financeiras, como já tivemos a oportunidade de referir. Apesar dos constantes valores elevados que algumas obras têm atingido em leilão, a realidade é que o vendedor nunca terá a certeza dos valores que a obra poderá atingir. Enquanto alguns conseguem ótimos valores, a volatilidade e liquidez do mercado conduzem a que por exemplo apenas 45% das obras levadas a leilão em junho de 2017 na Christie's e na Sotheby's atingissem valores acima da estimativa mais baixa e 20% nem conseguissem atingir mais que o valor de reserva (Pi-eX Ltd, s.a.).

Porém, o sistema encontrado pelas leiloeiras continua a ter alguns problemas em termos da transparência do sistema, os valores acordados nas garantias podem não refletir os valores de mercado correspondendo apenas ao interesse de um grupo de pessoas, e finalmente não diversifica o risco pelas diferentes partes. Com vista a resolução destes problemas, no início do ano de 2016, a Londrina Passion Investment Exchange (Pi-eX, Ltd.) desenvolveu um novo

instrumento financeiro para o mercado da arte designado de *Contracts on Future Sales* (CFS), autorizado pela *Financial Conduct Authority*¹⁷.

Segundo Christine Bourron, CEO da Pi-eX Ltd., a empresa cria ferramentas que ajudam os colecionadores de arte a perceber e gerir o risco e volatilidade do mercado da arte (Deloitte e Art Tactic, 2016, p. 226). Neste sentido o contrato de vendas futuras é essencialmente um derivado que possibilita os compradores e vendedores cobrirem os riscos que envolve a venda de uma obra de maior valor (Forbes, 2016)

Ao contrário de um contrato de opção em que o comprador tem opção de escolha na compra do produto final, num contrato de Futuros tanto o vendedor como um comprador têm uma obrigação com a sua contraparte (Silva, 2015). Segundo a CMVM a definição de Futuros é um “contrato padronizado, reversível, de compra e de venda de uma dada quantidade e qualidade de um ativo (financeiro ou não) numa data futura específica, a um preço fixado no presente. (...) Os contratos de futuros podem ser objeto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do ativo na data da liquidação”¹⁸

No caso dos contratos da Pi-eX Ltd., a liquidação entra as duas partes é financeira, sendo que a obra é vendida a uma terceira parte em leilão. É exatamente o valor do martelo atingido em leilão que determina o valor da liquidação (Deloitte e Art Tactic, 2016). Uma das mais valias do contrato apontada pela Pi-eX Ltd., é o facto dos investidores compram apenas uma posição do mercado da arte, sem a preocupação da aquisição e manutenção de uma obra de arte por longos períodos de tempo, ao mesmo tempo que diversificam o risco da sua carteira.

Na apresentação do produto no site da empresa é ainda possível ler que o contrato pode ser utilizado pelos vendedores e por leiloeiras com base numa obra de arte específica que se entenda ser para vender. Em termos de condições, a obra tem de ter uma estimativa por baixo de 500.000 libras; o proprietário tem de concordar em vender a obra numa leiloeira e ter disponíveis os documentos de autenticidade e proveniência. No caso dos investidores, têm apenas de ser uma contraparte elegível ao contrato (Pi-eX Ltd., s.a)

¹⁷ O *Financial Conduct Authority* (Autoridade de Conduta Financeira) é um órgão regulador regula os serviços da indústria financeira do Reino Unido. O seu papel passa por proteger os consumidores e manter a indústria estável.

¹⁸<http://www.cmvm.pt/pt/SDI/ProdutosFinanceirosComplexos/Pages/Gloss%C3%A1riodetermosrelativosalInstrumentosFinanceiros.aspx>

A pouca informação disponível e o facto de ser um produto bastante recente, leva a que se levantem algumas questões em relação aos contratos de futuros e a sua utilização no mercado da arte, como é o caso das obras que acabam por não ser vendidas em leilão (*bought in*) e se os gestores de fundos poderão negociar futuros de arte da mesma forma como o fazem para outras *commodities* (Forbes, 2016).

Em suma, os contratos futuros de arte poderão cobrir os riscos da volatilidade do mercado da arte permitindo, ao mesmo tempo, novos investidores entrarem no mercado da arte. A questão da transparência é também levantada, sendo que a emissão, comercialização e a liquidação dos *Contracts on Future Sales* é acompanhada e comunicada como qualquer instrumento derivado regularizado; também os valores em contrato são definidos pelo mercado por meio de um processo de oferta pública ou *book building* (Pi-eX Ltd., s.a). Os mercados de derivados são considerados importantes na estrutura informacional do sistema financeiro, permitindo que a informação circule mais facilmente, tornando o mercado mais eficiente. O mesmo é esperado para o mercado da arte.

CONCLUSÃO

O *World Economic Forum* em Davos, Suíça, reúne todos os anos os principais líderes políticos e empresariais do mundo para debater as principais problemáticas mundiais. Em 2015, Nouriel Roubili, um dos economistas mais respeitados do mundo, fez uma apresentação sobre a regulação do mercado da arte. Esta acabou por ser a apresentação com mais cobertura pelos media, mesmo estando ao lado de discursos sobre políticas macroeconómicas. Baseado no atual tamanho do mercado da arte e na sua utilização em portefólios de investimento, Nouriel Roubili, afirma que a arte deverá ser considerada e regulamentada como uma classe de ativo (Thompson, 2017).

A discussão levantada por Roubili, teve maior impacto pelo momento que o mercado de arte atravessava, uma vez que foram atingidos valores históricos nos anos imediatamente anteriores a 2015, conforme foi apresentado no início deste trabalho (Figura 1). Apesar do seu abrandamento em 2015 e 2016, o mercado da arte voltou a subir em 2017 com um volume de vendas de \$63.7 bilhões de dólares, representando um crescimento de 12% em relação ao ano anterior (Art Basel e UBS, 2018). Há data da conclusão desta dissertação, o último relatório da Art Price¹⁹ da primeira metade de 2018, apontava para um crescimento de 18% no mercado leiloeiro em relação ao mesmo período do ano passado.

Apesar do positivismo em torno do mercado nos últimos meses, o ano de 2016 levou a que a percentagem de colecionadores que compram arte com vista o investimento tenha baixado dos 72% referidos no início deste trabalho, para 65%. Estes números podem ser reflexo do baixo retorno que o mercado da arte teve em 2016, em combinação com a melhoria na performance de outros ativos financeiros e o crescimento económico na mesma altura. Neste contexto, e levantando para a principal premissa da presente dissertação, estes números podem ser reveladores da ligação entre os mercados da arte e financeiro (Deloitte e Art Tactic, 2017).

Estas alterações nas motivações dos colecionadores para comprar arte ao longo dos diferentes anos, é um reflexo da potencial capacidade da arte como ativo manter o seu valor por um determinado período de tempo e a sua baixa correlação com outras classes de ativos mais convencionais (Robertson, 2008). que significa que a arte pode ser uma adição rentável a uma carteira de investimento diversificada. Em vez de ter uma volatilidade elevada no início, terá uma baixa volatilidade a longo termo. Como concluímos anteriormente, a maioria dos

¹⁹ <https://www.artprice.com/artprice-reports/global-art-market-in-h1-2018-by-artprice-com>

colecionadores são indivíduos com grande poder de compra, para além dos museus, empresas e os dealers e galerias. Significa assim que o mercado não está relacionado com as flutuações normais de mercados de rendimento médio, e leva a que o mercado da arte se comporte de forma surpreendente em períodos de crise como verificamos na crise de 2008. (Quattrocchi, 2014).

Em última análise, a viabilidade e atratividade da obra de arte como uma classe de ativo alternativo de investimento depende na percepção de prospectos relativos para o mundo dos mercados financeiros *vis-à-vis* os vários setores do mercado da arte. A arte é interessante para certos investidores por causa da sua “*hard-asset-based backing*” e o seu relativamente favorável retorno de risco ajustado (Eckstein, 2010, *apud* McAndrew, 2010).

Em todo o caso, a diversidade de produtos financeiros oferecidos atualmente ao investidor leva a que sejam ponderados uma série critérios tais como o risco, tempo e volatilidade, conforme foi analisado na primeira parte deste trabalho. Adicionalmente, são vários os autores referidos durante este trabalho e apesar de alguma discordância na viabilidade da arte como uma classe, são unânimes quando ditam as principais questões do mercado da arte, sejam elas o conflito de interesses, os altos custos de transações, a falta de transparência e a pouca regulamentação.

Por conseguinte, o mercado da arte vindo a assistir a uma torrente de soluções e ideias que respondam, ou possam vir a responder, às preocupações dos agentes do mercado no investimento em arte. Neste sentido, ao longo desta exposição, foram numerados os principais e mais divulgados veículos e instrumentos de investimento adaptados ao mercado da arte.

A presente dissertação teve como principal premissa o estudo da questão da obra de arte como ativo alternativo de investimento a partir de uma análise de conceitos básicos de investimento tendo em conta as especificidades do mercado da arte, e concluindo com a apresentação de exemplos, hoje conhecidos, de instrumentos financeiros que utilizam a obra de arte como ativo. Apesar disso, seria pertinente, fazendo-se notar a prontidão dos agentes do mercado em desenvolver novos produtos de investimento que vão de encontro às carências da indústria, sugerir para estudos futuros a análise de instrumentos não foram contemplados nesta dissertação, na sua maioria impulsionados pelas inovações tecnológicas ou adaptação de tecnologias existentes, como é o caso do *blockchain*.

Em conclusão, e mencionando Melanie Gerlis (2007, p.13), é importante começar a aceitar a arte como um ativo. A maioria as pessoas estão dispostas a comprar e esperam

conseguir vender obras de arte, independentemente das suas motivações. A demais, o mercado da arte é uma fonte de rendimento para vários agentes e intermediários, com cerca de 23000 leiloeiras e 375000 *dealers*, sem contar com os artistas. A indústria cresceu e as pessoas pagam para ir a exposições, comprar livros, jornais, revistas bem como serviços de consultoria. Independentemente do seu valor financeiro, a arte é tratada como um ativo de valor.

BIBLIOGRAFIA

- Angelov, Irena Chloé e Anna Fischer (2008), *ART A New Alternative Investment Vehicle? An analysis of Art as an investment opportunity for institutional investors*, Dissertação de mestrado em Finance & Strategic Management, Copenhagen, Department of Finance, Copenhagen Business School
- Anson, J. P. Mark, Frank J. Fabozzi, Frank J. Jones (2011), *The Handbook of Traditional and Alternative Investment Vehicles – Investment Characteristics and Strategies*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Antunes, Pedro Eiras e Álvaro Caires Peixoto (1993), *Fundos de Investimento: Análise, Gestão e Performance*, Cacém, Texto Editora
- Art Basel e UBS (2018), *Global Art Market Report*
- Bastardo, Carlos (2011), *Gestão de Activos Financeiros. Back to Basis*, Lisboa, Escolar Editora
- Blackman, Andrew (2015), “Art Plays a Growing Role as Collateral. With art prices surging, lenders increasingly offer loans secured by borrowers’ collections” (online), consultado em 16.08.2016. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/art-plays-a-growing-role-as-collateral-1434054783>
- Brito, Alexandra (2016), “Quais são os custos associados aos fundos de investimento?” (online), consultado em 10.06.2016. Disponível em: <http://saldopositivo.cgd.pt/quais-sao-os-custos-associados-aos-fundos-de-investimento/>
- Brown, Ainsley (2010), “Art as an Option: An Alternative Form of Investment” (online), consultado em 25.04.2016. Disponível em: <http://www.commerciallawinternational.com/?p=828>
- Bruins, Annalien (2016), “Art: The New Asset Class. For Art Collectors and Their Fiduciaries: Wealth Managers, Family Offices and Trust & Estate Attorneys”, New York, Tang Art Advisory Publication
- Buss, M. (2010), *Art as an Alternative Investment during the Global Financial Crisis: The Case for the Dutch Art Market*. School of Business & Economics, Maastricht University
- Cadete, Maria José (2012), *Art Invest - FEIF. Fundo Especial de Investimento Fechado Mobiliário*, Dissertação de Mestrado em Mercados de Arte, Lisboa, Departamento de História, ISCTE
- Campbell, Rachel A. J. (s.a.), *Art as Collateral: Credit Default Swap Derivates in Baking*. Maastricht University
- Casciato, Paul (2010), “Even buying art is art with new financial product” (online), consultado em 10.04.2016. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-finearts-derivatives/even-buying-art-is-art-with-new-financial-product-idUSTRE64G4F320100517>
- Chanel, Oliver, Louis-André Gérard-Varet e Victor Ginsburgh (1996), “The Relevance of Hedonic Price Indices. The Case of Paintings”, *The Journal of Cultural Economics*, 20, p. 1-24
- Christ, Thomas e Claudia von Selle (2012), “Basel Art Trade Guidelines. Intermediary Report of a Self-regulation Initiative” (online), consultado em 24.02.2016. Disponível em: https://www.baselgovernance.org/sites/collective.localhost/files/publications/biog_working_paper_12.pdf
- Chong, Derrick (2010), *Arts Management*, Londres e Nova Iorque, Roulledge
- Deloitte e Art Tactic (2017), *Art & Finance Report*
- Deloitte e Art Tactic (2016), *Art & Finance Report*
- Deloitte e Art Tactic (2014), *Art & Finance Report*
- Dixon, Hugo (2000), *The Penguin Guide to Finance*, London, Penguin Books Ltd
- Dizard, John (2016), “The business of lending against art has never been better” (online), consultado em 16.08.2016. Disponível em: <https://www.ft.com/content/0d4a50f0-cbff-11e5-a8ef-ea66e967dd44>

- Fernades, Alexandra e Luís Urbano Afonso (2013). *Os Leilões e o Mercado da arte em Portugal. Estruturas, História, Tendências*, Lisboa, Scribe
- Ferreira, Telmo (2012), *Análise à Volatilidade do Mercado da Arte*, Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas, Lisboa, Faculdade de Economia e Gestão, Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias
- Folger, Jean (2010), “Investing in Artist Futures” (online), consultado a 25.04.2016. Disponível em: <http://www.investopedia.com/financial-edge/0610/june-4-investing-in-artist-futures.aspx>
- Forbes, Alexander (2016), “5 Things to Know about Investing in Art Right Now” (online), consultado a 31.05.2016. Disponível em: <https://www.artsy.net/article/artsy-editorial-5-things-to-know-about-investing-in-art-right-now>
- Frey, Bruno S., Reiner Eichenberger (1995), “On the rate of return in the art market: Survey and evaluation”, *European Economic Review*, 39
- Frey, Bruno S., Reiner Eichenberger (1995), “On the return of art investment return analyses”, *Journal of Cultural Economics*, 19
- Gentile, Lauren (2007), *The Rationale of Art Funds: Success, Failure, and the Future*, Master’s degree dissertation in Art Business, London, Sotheby’s Institute of Art
- Gerlis, Melanie (2014), *Art as an Investment? A Survey of Comparative Assets*, Farnham, Lund Humphries
- Ginsburgh, Victor, Jianping Mei e Michael Moses (2005), “On the Computation of Prices Indices” (Online), consultado a 6.01.2016. Disponível em: <https://dipot.ulb.ac.be/dspace/bitstream/2013/3303/.../vg-0175.pdf>
- Horowitz, Noah (2011), *Art of the Deal. Contemporary Art in a Global Financial Market*, Princeton e Oxford, Princeton University Press
- Investopedia, “Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)”, consultado a 26.04.2016. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/a/alternative-investment-fund-managers-directive-aifmd.asp>
- Kaplon, Megan (2016), “Borrowing with Art as Collateral” (online), consultado a 16.08.2016. Disponível em: <http://artbusinessnews.com/2016/05/borrowing-with-art-as-collateral/>
- Korteweg, Arthur G., Roman Kräussl e Patrick Verwijmeren (2015), “Does It Pay to Invest in Art? A Selection-Corrected Returns Perspective” (online), consultado em 6.01.2016. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2280099>
- Macedo, Leonor Leite de (2013), *Coleccionadores de Arte: Tendências e Motivações*, Dissertação de Mestrado em Mercados de Arte, Lisboa, Departamento de Sociologia, ISCTE
- Malaquias, Pedro Ferreira *et al*, (2009), “Modelos de Regulação (ou Supervisão) do Setor Financeiro”, *Atualidad Jurídica*, 22
- McAndrew, Clare *et al* (2010) (org.), *Fine Art and High Finance. Expert Advice on the Economics of Ownership*, Nova York, Bloomberg Press
- Melo, Alexandre (2012), *Sistema da Arte Contemporânea*, Lisboa, Documenta
- Moskowitz, Dan (2015), “The Advantages of Investing in Art & Collectibles” (online), consultado a 24.03.2016. Disponível em: <http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/061815/advantages-investing-art-collectibles.asp#ixzz4Gw7Twzcr>
- Mota, António Gomes *et al* (2014), *Introdução às Finanças - Fundamentos de Finanças com Casos Práticos Resolvidos e Propostos*, Lisboa, Edições Sílabo (2ª Edição)

- Neves, Maria Elisabete e Ana Paula Quelhas (2013), *Carteiras de Investimento – Gestão e Avaliação do Desempenho*, Coimbra, Edições Almedina, S.A.
- Pi-eX Ltd (s.a.), “Pi-eX CFS are a Sustainable Answer to Volatility in the Fine Art Market” (online), consultado em 31.05.2016. Disponível em: <http://www.pi-ex.co/products.html>
- Pinho, Carlos e Isabel Soares (2008), *Finanças – Mercados e Instrumentos*, Lisboa, Edições Sílabo (2ª Edição)
- Pires, Cesaltina (2008), *Mercados e Investimentos Financeiros*, Lisboa, Escolar Editora (2ª Edição)
- Poli, Luca (2016), “Art and derivative contracts” (online), consultado em 10.04.2016. Disponível em: <http://news.mytemplart.com/art-and-derivative-contracts/>
- Quattrocchi, Laura e Strati Francesco (2014), “Art & Finance: Fine Art Derivates”, *Atti della Accademia Peloritana dei Pericolanti - Classe di Scienze Fisiche, Matematiche e Naturali* consultado a 15.12.2017. Disponível em: <http://cab.unime.it/journals/index.php/AAPP/article/view/AAPP.92S1B3/AAPP92S1B3>
- Rappaport, Alfred e Michael J. Mauboussin (2002), *Análise de Investimentos - Como transformar incertezas em oportunidades lucrativas. Como interpretar corretamente o preço das ações*, Rio de Janeiro, Editora Campus
- Robertson, Iain and Chong, Derrick. (2008). *The Art Business*. Routledge
- Santos, Fernando Teixeira dos (2002), “A Regulação do Sistema Financeiro”, comunicação apresentada na Conferência *O Sistema Financeiro e a Globalização*, organizada pelo IDEF-ISEG, 17 de junho de 2002, Lisboa
- Saunders, Tom (2010), “Emerging Artist Derivative Contract” (online), consultado em 10.04.2016. Disponível em: <http://www.tomsaunders.eu/post/84217798917/emerging-artist-derivative-contract-2010>
- Silva, Eduardo Sá (2012), *Dicionário de Finanças e Negócios Internacionais*, Porto, Vida Económica - Editorial, SA
- Silva, Eduardo Sá (2014), *O Cálculo do Risco em Projetos de Investimento (método probabilístico)*, Porto, Vida Económica - Editorial, SA
- Silva, Miguel Gomes (2015), *Bolsa. Investir nos Mercados Financeiros*, Lisboa, Bookout (4ª Edição)
- Skaterschikov, Sergey (2009), *Skate's Art Investment Handbook: The Comprehensive Guide to Investing in the Global Art and Art Services Market*, McGraw-Hill
- The European Fine Art Foundation (2016), *TEFAF Art Market Report*, Helvoirt, The European Fine Art Foundation
- Thompson, Don (2017), *The Orange Balloon Dog. Bubbles, Turmoil And Avarice In The Contemporary Art Market*. Douglas & McIntyre
- Tomé, José (1999), *Mercados Financeiros, Teoria e Prática*, Lisboa, Edição Cília
- Torcello, Adriano Picinati di (2012), *Why shoul art be considered as an asset class?*, Luxembourg, Deloitte
- Tully, Kathryn (2014), “How Useful are Art Indices?” (online), consultado em 8.03.2016. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/kathryntully/2014/09/05/how-useful-are-art-indices/#30ced1cb3c32>
- Tully, Kathryn (2014), “How easy is it to Get an Art-Backed Loan?” (online), consultado em 8.03.2016. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/kathryntully/2014/10/27/how-easy-is-it-to-get-an-art-backed-loan/#289f532a83d4>
- Velthuis, Olav e Erica Coslor (2012), “The Financialization of Art” em Karin Knorr Cetina e Alex Preda (orgs) *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, Oxford, Oxford University Press

Willette, Randall J. e David Eckner (2016), “Art Investment Vehicles and the Challenges of the Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD)”, *Fine Art Wealth Management Ltd.*

