

***ART INVEST - FEIF***  
**Fundo Especial de Investimento Fechado Mobiliário**

**Maria José Renda Guerreiro Cadete**

**Projecto de Mestrado em Mercados de Arte**

Orientador:

Prof. Doutor Luís Urbano de Oliveira Afonso, Prof. Auxiliar da Faculdade de Letras da  
Universidade de Lisboa, Departamento de História de Arte

Junho 2012

## ÍNDICE

Curricula Vitae .....	4
Agradecimentos .....	5
Abstract .....	6
I – HISTÓRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ARTE .....	7
I.1 “La Peau de L’Ours” .....	7
I.1.1 Um Clube de Investimento em Arte .....	7
I.1.2 Os Fortes Ganhos Gerados pela Venda da Colecção “La Peau de L’Ours” ..	8
I.2 British Rail Pension Fund (BRPF) .....	10
I.2.1 BRPF Património Autónomo de Activos em Arte .....	10
I.2.2 Liquidação do Património Autónomo de Activos em Arte do BRPF .....	12
I.2.3 O Retorno Verificado no Património do BRDF .....	15
I.3 Outros fundos de investimento em arte .....	16
I.3.1 Casos Tentados com Fracas Rendibilidades .....	16
I.3.2 Casos Português da Ellipse Foundation .....	17
II – O QUE SÃO OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ARTE .....	19
II.1 Matriz Teórica .....	19
II.2 Fundo de Arte Como Investimento Colectivo .....	22
III - “THE FINE ART FUND GROUP” .....	26
III.1 The “Fine Art Fund Group” .....	29
III.2 “The Fine Art Fund” .....	32
III.3 “The Fine Art Fund II” .....	37
III.4 “The Fine Art Fund III” .....	38
III.5 “The Middle Eastern Fine Art Fund” .....	42
III.6 “The Indian Art Fund” .....	43
III.7 “The Chinese Fine Art Fund” .....	44
III.8 Co-investimento individual suportado pela estrutura do “The Fine Art Fund” .	46
IV - O CASO DO ART INVEST – FEIF .....	48
IV.1 Apresentação do Caso - Os fundos especiais de investimento: o caso do ART INVEST .....	48
IV.1.1 ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Fechado .....	48
IV.1.2 ART INVEST – Análise de Risco .....	52
IV.1.3 ART INVEST – Investimento e Desinvestimento .....	57
IV.2 Enquadramento de Contexto .....	62

IV.3 A Arte de Inovar com Arte .....	64
IV.4 Detalhes acerca do ART INVEST – FEIF .....	67
IV.4.1 Composição dos Activos do FEIF .....	67
IV.4.2 Órgão de Gestão do ART INVEST .....	69
IV.4.3 Resumo das condições e encargos sobre o “valor líquido global” do Fundo .....	71
IV.4.4 Composição discriminada da carteira de aplicações e respectivos valores .....	73
IV.5 Análise Financeira do ART INVEST – FEIF .....	94
IV.5.1 Participação e indicadores do “The Fine Art Fund I” .....	95
IV.5.2 Análise dos dados obtidos e dos gráficos, relativos ao The Fine Art Fund .....	100
IV.5.3 Mapas financeiros e indicadores do ART INVEST – FEIF .....	102
IV.6 Considerações acerca dos fundos de arte .....	107
IV.7 Questões que se colocam sobre arte como produto financeiro .....	111
V – UM NOVO PARADIGMA NO MERCADO DE ARTE .....	119
V.1 A Euforia dos Preços no Mercado Leiloeiro .....	119
V.2 Philip Hoffman um Lunático ou um Grande Manipulador .....	120
V.3 O Que Está a Mudar no Modo de Encarar a Arte .....	123
GLOSSÁRIO .....	132
BIBLIOGRAFIA .....	135
Referências Bibliográficas .....	135
Referências Internet .....	136

**Maria José Renda Guerreiro Cadete**, com licenciatura em OGE/ISCTE e pós-graduação em Direito Comunitário, fez carreira na Administração Pública como técnico superior de informática, desempenhou funções de chefe de divisão e representou Portugal como perito em projectos comunitários. Obteve o grau de mestre pelo ISEGI/UNL, sendo docente durante vários anos, no ensino superior universitário privado.

Paralelamente dedica-se à pintura, tendo feito o curso no atelier ArteIlimitada e participado em várias exposições individuais e colectivas. Fez a parte curricular do mestrado em História de Arte da UNL e investigação sobre o período romano no Algarve, publicando vários artigos. No ISCTE fez a parte curricular do mestrado em Mercados de Arte e está a desenvolver a dissertação subordinada ao tema “Fundos de Investimento em Arte”.

[mariajose.cadete@sapo.pt](mailto:mariajose.cadete@sapo.pt)

**Luís Urbano de Oliveira Afonso**, é docente da Universidade de Lisboa desde 1997, onde ingressou por concurso público. Leciona e investiga matérias relacionadas com Arte Medieval, Mercados da Arte, Estudos de Pintura e, mais recentemente, Interações Artísticas Europa-Ásia. É autor dos livros *A Pintura Mural Portuguesa entre o Gótico Internacional e o Fim do Renascimento: Formas, Significados, Funções* (2 vols., F. C. Gulbenkian, 2009), *O Ser e o Tempo. As Idades do Homem no Gótico Português* (Caleidoscópio, 2003), *Convento de S. Francisco de Leiria. Estudo monográfico* (Livros Horizonte, 2003), e editou os livros *The Materials of the Image. As Matérias da Imagem* (Campo da Comunicação, 2010) e *Out of the Stream. Studies in Medieval and Renaissance Mural Painting* (Cambridge Scholars Press, 2007). Publicou cerca de meia centena de artigos científicos, entre os quais se contam textos impressos nas revistas *Artibus et Historiae*, *eHumanista*, *International Journal of Conservation Science*, *Mediterranean Studies*, *Mitteilungen der Carl Justi Vereinigung*, *Quintana*, *South African Journal of Art History* e *The Medieval History Journal*. Dirigiu, ou co-dirigiu, três projetos de investigação financiados pela FCT e participou como investigador em vários outros. Orienta, ou orientou, cinco teses de doutoramento e dezassete teses de mestrado nos domínios científicos da História da Arte e dos Mercados da Arte, matérias a respeito das quais realizou perto de uma centena de comunicações, em Portugal e no estrangeiro. É membro do conselho de redação das revistas *Goya. Revista de Arte*, *Artis* e *International Journal of Arts*. É co-director do mestrado em Gestão de Mercados da Arte, realizado em regime de consórcio entre o ISCTE-IUL e a Universidade de Lisboa, classificado em 2011 pela agência Eduniversal como o 23º melhor programa de mestrado na área de *Arts and Cultural Management* em termos mundiais.

luis.afonso@fl.ul.pt

Faculdade de Letras da Universidade de Lisboa, Alameda da Universidade, 1600-214 Lisboa

## **Agradecimentos**

Queremos agradecer a preciosa contribuição recebida, de um grupo de Amigos, que contribuiu para a qualidade da presente dissertação:

- ✓ António Fernando Palhinha Machado, Economista, Consultor Financeiro Independente Especializado em Instituições e Mercados Financeiros, regente de cursos de pós-graduação no ISFB, com um vasto número de artigos publicados, que contribuiu com o seu profundo conhecimento teórico e experiência para que fosse possível abordar a matriz teórica dos fundos de investimento bem como corrigir determinados conceitos que precisaram ser melhor definidos;
- ✓ Maria de Fátima dos Santos Asseiceira, licenciada em Línguas e Literatura Moderna pela Faculdade de Letras da Universidade de Lisboa, pela preciosa colaboração prestada na revisão do texto.

(o presente documento segue o anterior acordo ortográfico)

**“A Arte é uma forma elevada de conhecimento, é um instrumento poderoso de enriquecimento da nossa mente que torna as pessoas mais criativas”**

## **ART INVEST - Fundo Especial de Investimento Fechado Mobiliário**

### **Abstract**

O primeiro clube de investimento em arte com sucesso, surgiu em França em 1904 – 1914, sob a forma de associação de investidores, com a colecção de *La Peau de l'Ours*, fundada por André Level. Outras tentativas semelhantes que se seguiram resultaram em fracassos.

No Reino Unido, 1974 – 1990, uma das maiores empresas empregadoras ligadas ao caminho de ferro cria o British Rail Pension Fund (BRPF), tendo como consultora Sotheby's, com potencial conflito de interesses. Outros fundos semelhantes apareceram mas produziram retornos decepcionantes com perdas nalguns casos superiores a 40%.

O **ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Fechado (FEIF)**, também designado pela CMVM por OIC (Organismos de Investimento Colectivo), é uma Entidade de Investimento Colectivo, iniciando-se o processo da sua criação em 2003 e a actividade em 30 de Janeiro de 2004.

A autorização do Fundo de Investimento pela CMVM é de 20 de Outubro de 2003. Actualmente encontra-se já numa fase de desinvestimento. A denominação de fundo fechado, prende-se com a existência do montante inicial autorizado de € 10.000.000, correspondendo ao número total de unidades de participação a comercializar.

A carteira é composta por obras de arte e participações noutros fundos de arte, com um total de 500.000 unidades de participação em circulação, com uma cotação aproximada a 5€ e um montante total de investimento de 2.500.000€.

O **FEIF** é composto essencialmente por dois grandes núcleos, um conjunto de 19 obras de arte e complementarmente uma participação muito significativa no “The Fine Art Fund” (fundo de investimento fechado, a 10 anos, de “Western art”, registado em Delaware, nos EUA e gerido a partir de Londres).

Dada a composição do **FEIF**, é feita uma abordagem detalhada quer do “The Fine Art Fund Group” quer das obras e artistas que integram a colecção. Apresentam-se também opiniões que correspondem às conclusões da autora, sobre os Fundos de Investimento em Arte bem como de outras formas semelhantes de investimento, em que as obras de arte estão presentes.

**PALAVRAS CHAVE:** ART INVEST; Arte como Reserva de Valor; Fundos de Investimento em Arte; Mercados de Arte.

## I - HISTÓRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ARTE

### I.1 “La Peau de L’Ours”

#### I.1.1 Um clube de Investimento em Arte <sup>1, 2, 3</sup>

Inicialmente, um clube de Investimento era um tipo de associação sem personalidade jurídica e com fins lucrativos, que juntava pessoas com um interesse comum de investimento, com o objectivo específico de investir nos mercados de capitais de forma controlada. Estes interesses comuns eram guiados por um gestor com elevados conhecimentos dos mercados a quem eram atribuídas funções de tomada de decisão e de gestão do processo. Dado os montantes envolvidos, esta forma de agrupamento permitia partilhar ideias de investimento, visões, riscos e ao mesmo tempo usufruir de benefícios e de redução de comissões nas transacções e na guarda dos títulos.

Os primeiros clubes de investimento surgiram nos países anglo-saxónicos, por volta de 1800, quando os mercados de capitais se encontravam em ebulição, com o aparecimento de pequenos grupos de investidores agrupados, que reuniam recursos financeiros e humanos com o objectivo de maximizarem os seus investimentos, permitindo a diversificação das estratégias de investimento e diluindo o risco associado. <sup>4</sup>

Os fundos de investimento que surgiram posteriormente, assemelham-se aos clubes de investidores mas não são uma alternativa, na medida em que o participante no fundo não interfere com a política de investimentos nem com as suas decisões. Estamos perante produtos financeiros, massificados nos últimos anos, que apresentam diversas políticas de investimento, existindo partilha de risco e redução de custos, com uma gestão profissional, sendo cobradas várias comissões que podem apresentar um custo elevado.

O primeiro clube de investimento em arte conhecido e com sucesso, surgiu em França em 1904 e durou até 1914. Foi fundado por André Level (1863-1946) (Fig. 1), com a colecção de *La Peau de l’Ours* <sup>5</sup>. Oriundo de uma grande família de industriais, André Level era um homem culto que se interessava pela arte desde muito jovem, frequentando galerias e começando uma pequena colecção de arte moderna, comprando obras de algumas dezenas de francos. No seguimento da visita ao Primeiro Salão de Outono de 1903 de Paris, como não

<sup>1</sup> <http://investidor.pt/clubes-de-investidores-ou-investimento/>

<sup>2</sup> [http://timetrade.eu/wiki/index.php/Investment\\_Club](http://timetrade.eu/wiki/index.php/Investment_Club)

<sup>3</sup> <http://www.associacaodeinvestidores.com/>

<sup>4</sup> [http://pt.wikipedia.org/wiki/Clube\\_de\\_investimentos](http://pt.wikipedia.org/wiki/Clube_de_investimentos)

<sup>5</sup> <http://www.centaures.com/lapeaudelours.html>

tinha recursos financeiros suficientes tem a ideia de juntar um grupo de treze familiares e amigos e formar uma coleção indivisa de quadros, em que cada membro participava anualmente com onze ações no valor de 250 francos e tinha direito a desfrutar das obras nas paredes das suas casas. Foi então formada a associação, registada em 24 de Fevereiro, em que se estabeleceram nos estatutos as regras do seu funcionamento. A gestão era exercida por André Level com a assessoria de um pequeno comité de associados. A coleção foi constituída por um período de dez anos, com obras de pintores jovens que começavam a criar notoriedade, entre eles Van Gogh, Gauguin, Matisse, Signac, Pissarro e Picasso.

### **I.1.2 Os Fortes Ganhos Gerados pela Venda da Coleção “*La Peau de L’Ours*”**

Em 1914, imediatamente antes do início da I Guerra Mundial<sup>6</sup>, a coleção da associação "La Peau de L'Ours" foi vendida com fortes ganhos, em leilão em 2 de Março no *Hôtel Drouot*, o que elevou muito a cotação de mercado de um grupo de artistas europeus emergentes, que integravam a coleção.<sup>7</sup> Esta venda foi certamente a primeira grande venda de arte contemporânea em França: 145 lotes de 54 artistas diferentes foram assim dispersados. O produto da venda quadruplicou o valor investido e foi atribuídos 20% do valor da liquidação da coleção a André Level pela sua eficiente gestão, 20% foram para serem distribuídos pelos pintores e o restante pelos investidores nas respectivas proporções investidas.<sup>8</sup> Surge aqui então o que viria ser denominado de *Droit de Suite - Direito de Sequência*<sup>9</sup>, embora hoje esteja consignado na lei como obrigação legal, na época foi uma decisão voluntária expressa nos estatutos da associação.

A venda foi um sucesso e um escândalo. Um quadro de Pablo Picasso foi arrematado por 11.500 francos ouro, uma soma muito elevada para a época: *Les bateleurs ou famille de saltibanques de 1905*, hoje na *National Gallery Washington* (Fig. 2). Esta operação com o elevado retorno que gerou, sem precedentes especulativos, colocou a arte contemporânea na vanguarda da cena artística e ofereceu a Picasso seu primeiro grande sucesso público.

<sup>6</sup> Em 28 de Junho de 1914 um estudante bósnio assassina a tiro o herdeiro do trono austro-húngaro e a sua mulher, Viena publicou em 28 de Julho uma declaração de guerra e seguem-se outras declarações de guerra por outros países, assim se desencadeia todo o processo que conduz à I Guerra Mundial (Fonte: Enciclopédia FOCUS)

<sup>7</sup> <http://www.centaures.com/lapeaudelours.html>

<sup>8</sup> As regras da liquidação, incluídas nos estatutos da associação, estabelecia que a partilha seria proporcional à participação, se o produto da venda fosse superior cada associado retiraria ainda 3,5% para remuneração dos seus capitais investidos, resultando um saldo, seriam atribuídos 20% ao gerente a título de remuneração dos seus serviços, e seriam reservados mais 20% para serem repartidos por determinados artistas, famílias, associações de pintores, a determinar (<http://www.centaures.com/lapeaudelours.html>)

<sup>9</sup> This profile considers *droit de suite*, a royalty for visual artists on the resale of artworks (<http://www.caslon.com.au/droitprofile.htm>)



André Level

Figura 1

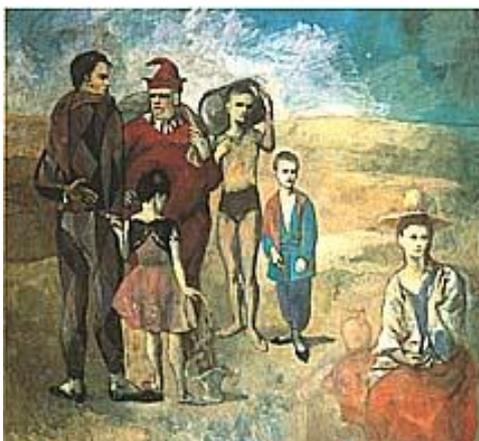
*Les bateleurs ou famille de saltimbanques de Picasso, 1905*

Figura 2



Desenho de Picasso, 1905, dedicado a André Level "à mon ami André Level, souvenir de mon grand tableau de 1905 "

Figura 3

Recentemente, em 3 de Junho de 2010, a Sotheby's dispersou em Paris várias obras da colecção de André Level,<sup>10</sup> entre elas este desenho de Picasso datado de 1905 e dedicado especialmente a André Level "*à mon ami André Level, souvenir de mon grand tableau de 1905*" (Fig. 3). Esta dedicação faz referência ao quadro "*Les bateleurs ou famille de saltimbanques*" que tinha feito parte da "*la Peau de l'Ours*".

Os documentos que ainda existem e nos fornecem informação sobre este processo são os Estatutos da Associação *la Peau de l'Ours*, um excelente catálogo elaborado aquando da venda da colecção editado pela galeria Bemheim-Jeune e E. Druet e o extractos das contas de liquidação.<sup>11</sup>

Outras tentativas semelhantes que se seguiram, resultaram em grandes fracassos, uma vez que o contexto de guerra não era favorável a iniciativas deste tipo. Os historiadores ignoram o falhanço de Matisse e alguns contemporâneos alemães, os quais reuniram esforços para estabelecer regimes semelhantes ao do clube de arte "*la Peau de l'Ours*", que não resultaram, por isso não se encontra informação disponível sobre o assunto.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> [http://www.artdaily.org/index.asp?int\\_sec=11&int\\_new=38259](http://www.artdaily.org/index.asp?int_sec=11&int_new=38259)

<sup>11</sup> <http://www.centaures.com/lapeudelours.html>

<sup>12</sup> <http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm#brpf>

## I.2 British Rail Pension Fund (BRPF) <sup>13</sup>, <sup>14</sup>, <sup>15</sup>

### I.2.1 BRPF Património Autónomo de Activos em Arte

O precursor dos investimento em arte foi o British Rail Pension Fund (BRPF), uma das maiores empresas empregadoras no Reino Unido ligada aos caminhos de ferro, que no período de 16 anos, entre 1974 e 1990 diversificou o portefólio dos seus investimentos, criando um património autónomo de activos em arte, não era um verdadeiro fundo de investimento, dado que tinha um só Participante com uma única Unidade de Participação emitida. Tendo uma parceria técnica com a Sotheby's, através da intermediação da qual comprou e vendeu, quase em exclusividade, todas as obras, gerando nas transacções potencial conflito de interesses. <sup>16</sup>

Em 1974, no seguimento da crise energética de 1973, a forte subida do preço do barril do petróleo criou um impacto devastador e estimulou o aparecimento de novos mercados para investimentos estratégicos. Neste contexto as bolsas sofrem dramáticas perdas, com o principal índice do R. U. "FT-Actuaries Index" a cair 70% e o índice americano "U. S. Dow Jones Industrial Average" a recuar mais de 40%. A taxa de inflação anual, por seu lado, sobe consideravelmente, situando-se no final de 1974 em valores à volta de 30% no R.U. e nos E.U.A. acima de 12%. Para fazer face a esta situação a libra esterlina inglesa sofre uma depreciação considerável bem como as outras moedas europeias e o dólar americano. <sup>17</sup>

Em Portugal o contexto foi semelhante, a conjugar com uma mudança de regime levada a cabo em 25 de Abril de 1974. Perante o desmantelamento dos grupos económicos e as nacionalizações, dá-se a saída do país de investidores e de objectos de arte, que os levam consigo. Várias colecções particulares foram vendidas nas leiloeiras no estrangeiro, com o objectivo de criarem liquidez que permitisse refazer o património, nomeadamente no Brasil.

Quando da Grande Depressão de 1929, verificou-se que o mercado da arte tinha sobrevivido razoavelmente. Neste período de 1974, de forte inflação, dão-se substanciais valorizações dos preços de algumas obras de arte, compreendendo pinturas, esculturas, manuscritos, pratas e outros objectos de arte.

---

<sup>13</sup> Eckstein, Jeremy, *Fine Art and High Finance*, Art Funds as Asset Class, pp. 136-151

<sup>14</sup> Eckstein, Jeremy, *The Art Business*, Investing in art: art as an asset class, pp. 69-81

<sup>15</sup> <http://www.railwaypensions.co.uk/pensioners-p40.html>

<sup>16</sup> <http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm#brpf>

<sup>17</sup> Eckstein, Jeremy, *Fine Art and High Finance*, The British Rail Pension Fund, pg. 139

No referido enquadramento económico, os gestores responsáveis pelo British Rail Pension Fund (BRPF), esquema para complemento da aposentadoria do sector nacional dos transportes ferroviários, um dos maiores empregadores do Reino Unido e um dos maiores fundos de pensões do país, quando começou a investir em trabalhos de arte no fim de 1974, o valor total dos seus activos para investimentos era de £ 1 bilião (\$2.4 bilião). Por seu lado, para diversificar investimentos, decidiram investir apenas uma pequena quantia do capital num património autónomo de activos em obras de arte.

Pretendeu-se diversificar a carteira de investimentos do BRPF e optou-se pelo investimento de £ 40 milhões (2,5% do total do fundo de pensões), a longo prazo, mais de dez anos, consistindo na compra das peças em leilão e em revendedores, com o objectivo de venda futura e não de formar uma colecção. Como assessoria técnica optou-se pela Sotheby's, que levantou críticas pelas entidades reguladoras, face à existência nítida de conflitos de interesses.

Apresenta-se o Investimento do British Rail Pension Fund (tabela 1), com a distribuição dos montantes de investimento por anos (1974-1980), tendo como fonte a consultora *Eckstein and Associates*, que acompanhou o ciclo de vida do Fundo, bem como *Jeremy Eckstein* que entre 1979 e 1990 foi gestor de fundos na Sotheby's, com a função de Chefe de Pesquisa e ligado ao cliente BRPF. A partir de 1980 deixam de ser feitas mais aquisições e passa-se à fase de liquidação do património do Fundo.

Investimento do British Rail Pension Fund	
ANO	Montante do Investimento (£MM)
1974	0,5
1975	4,8
1976	7,4
1977	7,6
1978	8,2
1979	8,1
1980	3,4
<b>Total</b>	<b>40</b>

Tabela 1 - Fonte: *Eckstein and Associates* (2009)<sup>18</sup>



Em 1980 o BRPF já tinha um total de 2.500 peças adquiridas em seis anos de actividade, onde se incluíam pinturas dos impressionistas, escultura, pratas, mobiliário, manuscritos e cerâmicas orientais. Não se investiu em arte contemporânea porque se percebeu a incerteza e a

<sup>18</sup> Eckstein, Jeremy, *Fine Art and High Finance, The British Rail Pension Fund*, pg. 141

potencial volatilidade deste sector de mercado. A tabela 2 apresenta a composição percentual do portefólio dividido por colecções (*Eckstein and Associates*).

Composição do portefólio do BRPF dividido por sector <sup>19</sup>

Colecções	Peso no fundo (%)
Old Master (pinturas)	18.8
Old Master (desenhos)	11.1
Arte Impressionista	10.2
Arte Chinesa	10.2
Livros e Manuscritos	10.0
Antiguidades	8.3
Arte Medieval/Renasença	6.9
Outros	24.0
_ Old Master (gravuras)	2.0
_ Arte Japonesa	1.0
_ Arte decorativa séc XIX	2.0
_ Paisagens Continental	2.0
_ Paisagens Inglesas	2.0
_ Mobiliário	3.0
_ Virtu	4.0
_ Prata	2.0
_ Outros	6.0

Tabela 2 - Fonte: *Eckstein and Associates* (2009)

### I.2.2 Liquidação do Património Autónomo de Activos em Arte do BRPF

Face à mudança de gestão do património autónomo de activos em arte e ao aumento verificado nos preços, a partir de 1980, e por um período de dez anos, o BRPF começou a liquidar progressivamente as participações e vendeu inicialmente cerca de 1.000 itens, pelo montante de \$24 milhões, com um retorno de 11% ao ano, retorno inferior ao das acções em igual período de tempo.

Em 1989, no auge do mercado em que os preços estavam demasiado elevados devido a especuladores e compradores do Extremo Oriente, o BRPF vendeu 25 obras de impressionistas e modernos, através da Sotheby's, por \$34,8 milhões, correspondendo a 20% da massa final global do fundo.

O BRPF obteve em vendas totais o montante de £170 milhões, com um retorno anual de 20%, obtido com o investimento de £2.700.000 feito em vários leilões da Sotheby's e Christie's na década de 1970. As restantes vendas efectuaram-se na década de noventa. O

<sup>19</sup> Eckstein, Jeremy, *Fine Art and High Finance*, The British Rail Pension Fund, pg. 142

retorno total composto situa-se em 11,3%, cerca de 4% depois de corrigido pelo índice da inflação.<sup>20</sup>

Contudo, no final de 1990, as condições do mercado deterioraram-se rapidamente, o BRDF suspendeu temporariamente o programa de vendas e apenas algumas obras foram vendidas nos anos seguintes. Em 1994, quando o mercado recuperou um pouco, o Fundo retomou a sua actividade de vendas. Finalmente em Dezembro de 2000, estavam concluídas as vendas, no montante de £168 milhões, com uma TIR de 11,3%, ou 4% por anos em termos reais, retirando o efeito da inflação.

O espaço temporal em que o património autónomo de activos em arte esteve activo e a estratégia de vendas seguida foi muito relevante para os resultados obtidos, com toda uma conjuntura favorável. O caso do BRPF é relatado em todo o mundo como o exemplo das finanças de arte, e um modelo de boas práticas. Pensamos, no entanto, que o sucesso do BRPF foi fruto de um conjunto de circunstâncias e coincidências, pois fizeram tudo certo num tempo certo. Na verdade compraram e venderam no momento exacto, tal como poderia ter acontecido com uma carteira de títulos.

Vendas do British Rail Pension Fund dde 1987 a 1990<sup>21</sup>

Vendas	Data	Localidade	Retorno (TIR anual)
Old Master (impressões)	Jun-87	Londres	11% (2,5% depois inflação)
Prata Inglesa	Nov-87	Londres	15,7% (2,5% depois inflação)
Impressões Japonesas	Dez-87	Londres	Vendido por 3 x custo original
Arte Oceânica	Jul-88	Londres	Vendido pelo custo original
Livros e Manuscritos	Set-88	Londres	8,7% (0,9% depois inflação)
Porcelana Continental	Out-88	Londres	11,40%
Prata Continental	Nov-88	Geneve	14,10%
Móveis Franceses	Nov-88	Londres	11,60%
Impressionistas e Arte Moderna	Abr-88	Londres	21,3% (12,9% depois inflação)
Porcelana Chinesa	Mai-89	Hong Kong	15,4% (8,2% depois inflação)
Arte Tribal Africana	Jul-89	Londres	4,1% (negativa depois inflação)
Cerâmica Chinesa	Dez-89	Londres	15,8% (8,2% depois inflação)
Caixas de Ouro e Virtu	Mai-90	Geneve	12,9% (4,5% depois inflação)
Paisagem Continental	Jun-90	Londres	14,6% (6,2% depois inflação)
Paisagem Vitoriana	Jun-90	Londres	17,6% (9,3% depois inflação)
Old Master (impressões)	Dez-94		12,8% (5,6% depois inflação)
Old Master (impressões)	Jul-95		6,9% (1,3% depois inflação)
Old Master (impressões)	Jul-96		5,4% (perda depois inflação)
Old Master (impressões)	Jan-97	Nova York	6,8% (0,5% depois inflação)

Tabela 3 - Fonte: *Eckstein and Associates* (2009)

<sup>20</sup> Eckstein, Jeremy, *Fine Art and High Finance*, The British Rail Pension Fund, pg. 145

<sup>21</sup> Eckstein, Jeremy, *Fine Art and High Finance*, The British Rail Pension Fund, pg. 145

Verifica-se que as rubricas da tabela 2, “composição do portefólio do BRPF dividido por sector” e da tabela 3, “venda do BRPF de 1987 a 1990” as rubricas não são coincidentes. A grande maioria do retorno veio apenas de algumas categorias, o que se pode verificar nas TIRs alcançadas, o que nos mostra que por um lado um portefólio diversificado é bom mas também pode ser prejudicial. Os melhores retornos foram produzidos por um número de peças muito limitado, cerca de 50.

Dado o grande número de peças (2.500) e a diversidade dos objectos, se a colecção fosse menor e mais focada em determinadas categorias, teria sido mais fácil gerir a colecção e obter maiores retornos. Os custos de curadoria e seguros foram significativos, para os minimizar, o fundo emprestou peças da sua colecção a museus do R. U. e dos E. U. A.. No entanto poderia mais facilmente emprestar mais obras a museus e reduzir mais as despesas de manutenção e seguros se a colecção fosse menor em quantidade e mais homogénea na qualidade das peças. Os empréstimos em valor, a museus conceituados, nos anos oitenta, situaram-se entre 30% a 40% do total da colecção, o que reduziu significativamente os custos de seguro e armazenagem, o que contribuiu para lhes aumentar a cotação.

Da análise efectuada verificou-se que a maioria das peças não viabilizaram retornos excepcionais, mas houve peças que geraram fortes encaixes com especial destaque para uma das estrelas, a obra de Monet de 1908, *Santa Maria della Salute et le Grand Canal, Veneza*,<sup>22</sup> responsável por 20% das vendas.<sup>23</sup> Foi vendida pelo preço de martelo do dobro do estimado, £6.100.000, tendo sido comprado 10 anos antes na Sotheby's por £253.000, hoje integra uma colecção privada. Outro quadro semelhante de Claude Monet de 1908, da série Grand Canal, foi vendido quinze anos mais tarde em Nova York, na Sotheby's, por 11,5 milhões de dólares.

Um outro exemplo de grande sucesso de venda foi *La Promenade*, adquirido para integrar o *J. Paul Getty Museum's*, em Los Angeles. Foi adquirido pelo BRPF em 1976 por US\$692.000 e vendido em Abril de 1989 por US\$17,8 milhões. O pintor integra uma jovem e um jovem na natureza de cores luminosas, pintado directamente do natural.

---

<sup>22</sup> <http://www.the-athenaeum.org/art/detail.php?ID=3921>

<sup>23</sup> Claude Monet no Outono de 1908 visita Veneza, já com um problema de cataratas na vista que torna a visão opaca e altera as cores, utiliza uma composição desfocada semelhante à dos quadros de Turner, pintando Veneza e as amarras das gôndolas. Desta série de pelo menos seis exemplares, quatro encontram-se em colecções privadas, um no *Museum of Fine Arts Boston* e outro no *Fine Arts Museums of San Francisco*.



*La Promenade (Pierre-Auguste Renoir),  
óleo sobre tela, 81,3 x 65 cm, 1870*

Figura 4



*Le Grand Canal et Santa Maria della Salute (Claude Monet),  
óleo sobre tela, 73 x 92 cm, 1908, (W 1740) <sup>24</sup>*

Figura 5

### I.2.3 O Retorno Verificado no Património do BRPF

O BRPF continua a ser uma excepção. Efectivamente o BRPF alcançou os objectivos estabelecidos pelos seus accionistas. Na prática o desempenho não foi tão espectacular como alguns dados que nos são referidos parecem mostrar. Existe a necessidade de apresentar resultados líquidos retirando o valor de todas as comissões e custos associados, o que não é possível dado não se dispor de informação suficiente para tal.

Como em geral as transacções se fizeram em leilão, temos as comissões de compra e de venda em leilão podem ser de 10% a 20% cada, bem como presentemente 4% de direito de sequência. Também é de considerar outras despesas como os seguros, restauros, armazenagem, transporte, e em colecções de grande escala como esta, serviços de curadoria. Além disso, é ainda necessário aplicar o índice de inflação e os efeitos da fiscalidade pela existência de mais valias. No caso em análise temos 2% ao ano para despesas de gestão e 20% no final do período para remunerar o desempenho.

Na maioria dos casos, os artigos insertos em revistas da especialidade e livros sobre a colecção do BRPF são de autores que, de certo modo, estiveram ligados directa ou indirectamente à gestão do Fundo, nomeadamente *Jeremy Eckstein*, estatístico de profissão, que iniciou a sua actividade como gestor de fundos e que ingressa na Sotheby's em 1979, como Chefe de Pesquisa com a responsabilidade de monitorizar o desempenho da carteira do BRPF,

<sup>24</sup> <http://www.flickr.com/photos/7208148@N02/4938242701/>

e que em 1990 passou a trabalhar como consultor independente e professor. Também os dados financeiros apresentados da *Eckstein and Associates* são de uma consultora ligada ao processo.

Nos dias de hoje, perante as dificuldades económicas que se atravessam e as mudanças a nível mundial, a forma como se gere a arte mudou também. Certa arte, ou os metais preciosos, são activos limitados, fáceis de movimentar e requerem pouca manutenção, se comparados com o imobiliário. Por outro lado alguma arte é um valioso activo para investimento com uma correlação mais baixa do que outros tipos de investimento e com a inflação, podendo reduzir o risco, mas só é verdadeiro este raciocínio para determinado tipo de arte, o que exige um elevado conhecimento e competência técnica nestas matérias. As acções e obrigações, podem sofrer perdas fortes num dia, já sem falar em produtos tóxicos, mas determinadas obras de arte não são vendáveis, como no presente caso sucedeu com a arte tribal africana.

### **I.3 Outros fundos de investimento em arte**

#### **I.3.1 Casos Tentados com Fracas Rendibilidades**

Os veículos de investimento em arte contemporânea (AIVs) só surgiram depois de 2000. No virar do milénio apareceram mais de 50 propostas de criação de fundos de arte destinados a clientes individuais ou a grandes bancos. Por um lado pensava-se que seria fácil voltar a ter sucesso como sucedeu no caso do BRPF, por outro lado considerou-se que a arte era uma nova classe de investimentos para pessoas ricas ou instituições financeiras.

Sendo encorajados investimentos em produtos sofisticados ligados à arte, por instituições e peritos em arte, que prometiam retornos muito aliciantes, que não vieram a verificar-se, apareceram fundos de investimento em arte que em geral produziram retornos decepcionantes, com perdas nalguns casos, superiores a 40%. Deles pouco se fala. Apresentam-se alguns exemplos elucidativos.<sup>25</sup>

O Chase Art Fund, gerido por Chase Art Investors, um braço do Chase Manhattan foi um fracasso num investimento de US\$300 milhões, em 1989.

O investimento em arte do BNP Paribas Fund (BNNPPF) foi desastroso. Assessorado pelo Conseil Investissement Art, do grande banco francês BNP Paribas, estima-se que este fundo tenha perdido cerca de 40% de US\$8 milhões investidos em arte, perda semelhante à que se verificou por outros fundos em 2007. Estas perdas foram atribuídas a valores altos de

---

<sup>25</sup> <http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm#brpf>

aquisição pelas obras que constituíam os acervos, bem como às más condições do mercado durante o período em que se efectuaram as vendas.

O Banco ABN Amro, banco holandês que chegou a ter 120.000 trabalhadores e 2.600 agências espalhadas pelo mundo, recentemente desmantelado e nacionalizado, sendo vendidos os vários negócios que detinha fora da Holanda e reduzido apenas a operar no mercado interno, fez uma incursão em fundos de arte com a criação de fundos independentes, destinados a investidores particulares e institucionais, formando parcerias com outros bancos como o Citigroup Private Banking, o Deutsche Bank e o UBS, bem como com importantes casas leiloeiras, nomeadamente a Christie's e a Sotheby.<sup>26</sup>

### 1.3.2 Casos Portugêses da Ellipse Foundation<sup>27</sup>

Em Portugal, um caso paradigmático é o do Banco Privado Português quando iniciou em 2004 a colecção Ellipse Foundation. Inicialmente este projecto visava criar um fundo internacional de investimentos em arte, o que não veio a acontecer, em que dez por cento do capital estava assegurado pelo banco. Pretendia-se constituir uma colecção que poderia vir a ser vendida em bloco, ao fim de dez anos.<sup>28</sup>

Efectivamente, no ano de 2004 o BPP concretiza uma operação de *Private Equity*, a constituição da *Ellipse Foundation (Stichting Ellipse Foundation)*<sup>29</sup>, uma Fundação sem fins lucrativos com sede em Rokin 55 1012KK Amsterdam, atribuindo-lhe a dotação de 20 milhões de euros, com o objectivo de criar uma importante colecção de Arte Contemporânea, iniciada no século XXI, conciliando um investimento de cariz financeiro com uma posição de fomento da Arte. No relatório de gestão de 2006 do BPP, encontramos na página 18 referência à Stichting Ellipse Foundation, especificando que a Privado Development Capital Adviser, Ltd., constituída em 2000, com sede no paraíso fiscal das Ilhas Cayman, é responsável pela gestão da Ellipse.

O objectivo era de tal modo ambicioso que teve como referência a Fundação Dia em Nova Iorque. A missão definida era a de ser um *player* de referência no mundo internacional de arte contemporânea. Ser um catalisador e, portanto, ajudar a produção e a circulação artísticas. Como investidores pretendia-se agregar um conjunto de 20 coleccionadores

<sup>26</sup> <http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm#funds>

<sup>27</sup> <http://www.ellipsefoundation.com/site/en/index.html>

<sup>28</sup> <http://artecapital.net/entrevistas.php?entrevista=8>

<sup>29</sup> <http://www.hotfrog.nl/Companies/Stichting-Ellipse-Foundation>

portugueses espanhóis e brasileiros, onde se incluiria João Rendeiro bem como o Banco Privado Português numa posição largamente maioritária. Na realidade, pela falta de investidores o que se utilizou foi dinheiro dos veículos do BPP para fazer as aquisições dos objectos de arte, a preços por vezes muito acima do valor do mercado. Decorridos que são vários anos, foi requerida a insolvência da sociedade Holma-Serviços de Consultadoria SA, empresa do grupo Privado Holding, que concentra as obras de arte do grupo, parte da colecção Ellipse está apreendida no âmbito do processo-crime principal do BPP.

## II – O QUE SÃO OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM ARTE

### II.1 Matriz Teórica

Os Fundos de Investimentos podem distinguir-se em dois grandes grupos: “Fundos Fechados” ou “Fundos Abertos.

a) Um Fundo de Investimento Fechado (FIF) caracteriza-se por:

- ✓ As Unidades de Participação não conferem a quem delas seja titular o direito a uma “opção de resgate” a ser exercida contra o património desse Fundo de Investimento, só no fim do período é que são liquidadas;
- ✓ Consequentemente, o número de Unidades de Participação subscritas e realizadas na Oferta Inicial de Aquisição não sofre alteração até que o Fundo de Investimento seja liquidado.

b) Num Fundo de Investimento Aberto (FIA) a situação tem um dinamismo bem diverso já que:

- ✓ Cada Unidade de Participação tem embutida uma "opção de resgate" subscrita pelo próprio FI, que pode ser exercida a qualquer momento, ou em datas bem determinadas (menos frequente), e cujo Preço de Exercício é função do valor divulgado para essa Unidade de Participação na Data de Exercício;
- ✓ O período de Oferta nunca encerra até o FI ser liquidado;
- ✓ Consequentemente, o nº de Unidades de Participação "vivas" (isto é, emitidas e não resgatadas) pode variar de dia para dia. Uma outra distinção interessante, ainda que menos profunda, é entre FI Alavancados (isto é, que podem emitir dívida e/ou empreender "estratégias credoras") e Não Alavancados (os que não podem recorrer a dívida, pelo que o valor do património bruto e do património líquido coincidem);

c) Os custos que a posse do activo subjacente implica (dito de outro modo, o custo de uma "posição longa") designa-se por "carry cost" ou "custo de posse". Alguns activos físicos (como o ouro, outras “commodities” e obras de arte) implicam "custos de posse", que variam na razão directa do tempo, muito elevados;

- d) O risco de uma dada posição não encontrar comprador designa-se por "risco de iliquidez";
- e) Os custos suportados no acto de compra ou de venda designam-se por "custos de transacção" e não devem ser confundidos com o "custo de posse" que são custos suportados por deter unidades de participação de um fundo;
- f) Na realidade, num FI registado (mesmo nos FI que têm a Arte como activos subjacentes), as compras e vendas que movimentem o respectivo património não se encontram sujeitas ao livre arbítrio do gestor (por regra, uma Sociedade Gestora). Têm de estar conformes ao respectivo Regulamento de Gestão e aos critérios de investimento que aí se encontrem claramente enunciados. O certo é que muitos Supervisores não dão a necessária importância, quer aos critérios de investimento descritos, quer a clareza e rigor com que se encontrem descritos no Regulamento. Tem sido o caso da CMVM. Verifica-se recentemente que por força do aparecimento de comportamentos lesivos do património dos investidores, num novo contexto internacional, criando problemas muito graves e desconfiança no sector, forçou os Supervisores a melhorarem os seus procedimentos, em grande medida para cumprirem novas regras impostas por autoridades internacionais;
- g) Um FI de Arte não pode assumir a forma de FI Aberto, pelo género de activos que o compõem. Para proceder às aquisições de obras de arte em leilão é preciso ter liquidez, a responsabilidade assume-se no acto da licitação e com o martelo concretiza-se a transacção, o que se consegue com a subscrição pelos investidores de Unidades de Participação na Oferta Inicial de Aquisição para o FI. Só quando o FI é liquidado, com a venda dessas obras, geralmente também em leilão, se sabe quanto renderam, não é como as acções que estão cotadas em bolsa ou as obrigações que são empréstimos e como tal sabe-se o montante do mesmo. Uma obra de arte só tem valor quando é transaccionada podendo ser muito diferente do valor pelo qual foi adquirida, acresce que o investidor tem Unidades de Participação e não pode ter partes ou uma obra específica, a não ser a posse por empréstimo ou alugar segundo regras expressas no Regulamento de Gestão do FI. Parece óbvio porque é que um FI Arte não pode assumir a forma de FI Aberto, os investidores não podem andar a entrar e sair porque não funciona com este tipo de activos dada a sua especificidade;

- h) As entidades que, aos seus balcões, registam a subscrição (no caso de todos os FI) e o resgate (no caso dos FI Abertos) de Unidades de Participação (por norma, Instituições Financeiras), designam-se por "Entidades/Instituições Colocadoras" e devem estar referidas no Prospecto (o outro documento fundamental de um FI) que acompanha a Oferta Inicial ou a emissão continuada;
- i) Nada impede que um FI ofereça, não ele próprio naturalmente, mas um terceiro em seu nome, garantia do capital investido. Necessariamente, tal só se aplica a FI Fechados e a garantia valerá o que valer. Num passado muito recente em Portugal, verificaram-se elevadas perdas de investidores que tinham feitos aplicações em FIF, que se apresentavam como sendo "quase" depósitos a prazo, com o nome de "aplicações de retorno absoluto na maturidade", na prática era um modo de camuflar um investimento de elevado risco e verificou-se que os investidores, em geral, confiavam demasiado em quem "com engenho e arte" lhes propunha tais investimentos e ignoravam as regras como funcionam os FIF. Nos USA, FI Fechados com garantia de capital eram designados "Absolute Return";

Perante este casos recentes em todo o mundo, que tantos danos tem causado, pensa-se que deveriam os Reguladores promover esclarecimentos públicos de modo a que os investidores não esclarecidos pudessem ser alertado para os perigos que correm, infelizmente não se conhece que a CMVM tenha alguma vez promovido qualquer campanha ou brochura elucidativa, como se pensa que seria desejável. A bibliografia que existe é muito técnica e em geral em língua inglesa;

- j) A taxa de juro (melhor, o custo do capital) só influencia a rentabilidade de um FI em duas situações:
- ✓ Se o FI for alavancado (todos os FI Abertos o são);
  - ✓ Se se entrar com o conceito de "custo de oportunidade do capital" tão caro à Teoria do Portefólio, mas que, na verdade, não se sente nos bolsos;
- k) Existe a denominação de SICAF (Sociedade de Investimento em Capital Fixo incorporando fundos de investimento, isto é, foi constituída sob a forma de sociedade comercial e, não, de património autónomo). Num SICAF (como num SICAV – Sociedade de Investimento em Capital Variável), o património não está representado por Unidades de Participação, mas por Acções. E como acontece nas

sociedades comerciais em geral, também nos SICAF/SICAV se podem formar maiorias de gestão, diferentemente do que se passa nos FI (patrimónios autónomos);

l) Para caracterizar um FI (ou um SICAF/SICAV)<sup>30</sup> há que referir:

- ✓ o Regulamento;
- ✓ o Prospecto;
- ✓ a Entidade Gestora (ou a sucessão de Entidades Gestoras);
- ✓ as Instituições Colocadoras;
- ✓ as Entidades Depositárias.

## II.2 Fundo de Arte Como Investimento Colectivo

Quando anteriormente se considerou o BRPF como o precursor dos fundos especiais de investimento em arte, referíamos-nos à ideia de considerar a arte como um activo financeiro passível de gerar retorno, tratava-se de um património autónomo em arte, como já se referiu, e não um verdadeiro fundo. Na realidade os actuais fundos de investimento em arte apresentam-se sob várias formas e são realidades de investimento muito mais complexas, num contexto global que se alterou profundamente nas últimas décadas. De um modo global pode afirmar-se que os fundos de arte são veículos de investimento, como quaisquer outros veículos, que visam fornecer substanciais retornos para aqueles que neles investem, permitindo a aquisição de obras de arte por aqueles que fazem a gestão do fundo. Na prática existe uma gestão profissional do fundo, compreendendo gestores, consultores diversos e um variado número de prestadores de serviços especializados, cujos interesses não são coincidentes e que representam um encargo bastante considerável a suportar pelo desempenho do próprio fundo.

Apesar de se estar perante objectos que por vezes têm grandes valores simbólicos e são património cultural, o objectivo não deixa de ser o de maximizar a taxa de retorno dos valores investidos. Pretende-se manter as obras o período de tempo suficiente de modo a criar um equilíbrio entre a remuneração que satisfaça os investidores e os diversos encargos com a gestão do fundo e, ao mesmo tempo, encontrar um bom momento para vender, de modo a obter a maximização do lucro das diversas obras que compõem o património do fundo. Durante o período de vida em que o fundo está activo podem ser efectuadas vendas e compras, de acordo com as opções do seu gestor, dependendo de retornos obtidos ou por motivo de segurança ou

---

<sup>30</sup> <http://www.lcg-luxembourg.com/Investment-funds-SICAV-SICAF.474+M52087573ab0.0.html>

ainda a compra de novas obras que se esperam que tenham maiores retornos. As vendas podem ser também efectuadas com o objectivo de liquidar o fundo.

Normalmente o número de participantes no capital dos fundos de arte é pequeno, pois são mais ajustados a um pequeno número de investidores ricos que esperam mais tempo para se efectuarem transacções e terem liquidez do que a um grande número de investidores pobres que pretendem saídas de curto prazo e transacções rápidas.

Este tipo de fundo, faz parte de um grupo designado por “**Fundos Especiais de Investimento Fechados - FIF**”, caracterizado por as UP não conferirem aos seus titulares o direito a uma “opção de resgate”, só podem ser liquidadas no fim do período, não sofrendo por isso alteração o número de Unidades de Participação subscritas e realizadas na Oferta Inicial de Aquisição até que o Fundo de Investimento seja totalmente liquidado no final do período. Nos fundos fechados, que se liquida no final do período, há em regra ter de considerar abater uma comissão de 20%, para remunerar o desempenho da gestão do fundo “performance”.<sup>31</sup> Estamos perante um fundo mobiliário, já que as obras de arte de que estamos a falar, são normalmente objectos móveis. Não estamos a falar, pois, nem de obras edificadas nem de “performances” ou outras formas de arte semelhantes.

Já num “**Fundo de Investimento Aberto – FIA**”, as Unidades de Participação são adquiridas aos balcões das entidades que as colocam no mercado em qualquer altura, sujeitas a uma comissão de compra e normalmente também existe uma comissão de resgate, criando-se um dinamismo bem diverso na medida em que nunca encerra o período de Oferta até ao FI ser liquidado. O preço da Unidade de Participação é função do valor fixado divulgado, podendo variar de dia para dia.

O investimento em arte, ao contrário dos investimentos em activos financeiros e imobiliários, é extremamente subjectivo e muito difícil de avaliar, não existindo muitos instrumentos disponíveis para análise dos mesmos. Existe um índice exclusivamente dedicado à arte, o Mei Moses Fine Art Index, desenvolvido por Michael Moses, professor de finanças da New York University’s Stern School of Business, que regista o valor pelo qual são revendidas as mesmas obras de arte em leilão. Este índice mostra-nos que nos últimos 50 anos o retorno do investimento em determinada arte é superior ao das obrigações e o seu desempenho bastante

---

<sup>31</sup> “A entidade gestora cobrará ainda uma comissão de performance equivalente a 20 % da diferença positiva entre a valorização do fundo e a Taxa de Juro dos Bunds a 10 anos (Regulamento de Gestão do ART INVEST, pg 16)”

perto da do SP500 acções. Um outro índice, é o da empresa de origem francesa que não exerce actividade mercantil neste campo, que actua na área da arte, o “artepriice.com”, com uma equipe de especialistas onde se incluem historiadores de arte e econometristas do mercado de arte.<sup>32, 33</sup>

Considerando que o investimento em arte é de risco e de longo prazo, os retornos nalguns casos poderão ser interessantes, mas há que proceder a uma análise onde se equacionem todas as variáveis que compõem o pacote de custos associados, de modo a obter efectivamente o resultado líquido do investimento. Só um pequeno número de investidores realiza mais valias e esse número é percentualmente menor do que o do investimento em acções.

Qualquer Fundo não oferece garantia de capital pelo que não está assegurado o montante investido. Os riscos associados ao investimento em fundos de arte são múltiplos. Entre outros destacamos os seguintes risocs: cambial, de mercado, de aquisição de obras de arte falsificadas, de deterioração das obras adquiridas, subjectividade das avaliações das obras.

A um fundo há sempre um conjunto de custos associados, que podem ser bastante significativos. Temos o custo de aquisição das obras, o custo de negociação, o custo de manutenção, o custo de especialização dos parceiros envolvidos no processo, o custo de revenda, o custo de armazenagem, o valor do seguro e também um custo final de desempenho que ronda os 20%. Todos somados formam um valor que é preciso tomar em linha de conta e que influencia em muito a rentabilidade líquida do fundo.

Além dos custos referidos, há a considerar outros factores como a taxa de juro, inflação, referências feitas por estudiosos e instituições, expectativas de investidores de subida que podem incentivar a especulação.

Num fundo de arte há a considerar que no seu portefólio nem todas as obras têm a mesma taxa de valorização, os preços sobem e descem no longo prazo do fundo, que normalmente é de dez anos, por influência de um conjunto de variáveis muito diverso. Factos como o colapso da propriedade japonesa verificado em 1980 ou o crash da bolsa australiana, que teve lugar em 1987, e muito em especial a crise económica mundial actual, influenciam as oscilações dos preços em todo o tipo de produtos financeiros, sendo que o comportamento dos fundos de arte não foge à regra.

---

<sup>32</sup> <http://www.artprice.com/>

<sup>33</sup> <http://web.artprice.com/start.aspx?l=en>

É impossível prever como o mercado de arte emergirá da crise que se verificou em 2008-2009. O risco é de considerar, recomendando-se destinar a este tipo de investimento apenas em 5% do total dos recursos para investimento. Esteticamente e emocionalmente é agradável pelo que se deve comprar o que se gosta. Mais incerto é saber se esse investimento poderá gerar bom retorno a longo prazo.

Uma questão que se coloca, e que na maioria das vezes escapa, é o controlo de uma Organização de Gestão de Fundos e dos seus veículos de investimento<sup>34</sup>, já que um fundo pode ter um número variável de veículos. No aspecto formal a Organização tem de estar registada e licenciada bem como cada veículo de investimento. Cada veículo de investimento tem Regulamento de Gestão e registo próprio e é uma entidade gerida autonomamente. Se for estabelecido que as poupanças que cada veículo de investimento gere são de US\$32 milhões, então podemos ter 75 veículos diferentes que fazem a gestão de uma poupança total dos investidores de US\$2.300 milhões.

O registo e as regras são as normas jurídicas que vigoram no local, se for por exemplo em Delaware são as desse estado americano, se for nas Ilhas Virgens Britânicas, no Luxemburgo ou na Madeira serão outras. O local onde é gerido não interfere, pode ser em qualquer parte do mundo. Estamos perante um mundo global de “Zonas Francas” como a da Madeira e de “Paraísos Fiscais” que se limitam a uma caixa de correio e pouco mais, onde são notórias as vantagens a vários níveis, nomeadamente a nível da tributação fiscal .

---

<sup>34</sup> Veículo de Investimento – veículo de gestão da poupança, um produto utilizado por investidores com a intenção de ter retornos positivos, especialmente criado para emitir os instrumentos de dívida titularizados

### III - “THE FINE ART FUND GROUP”

O activo principal do Fundo ART INVEST do BANIF está aplicado num Fundo do “*The Fine Art Fund Limited Partnership - FAFLP*”, não regulado, nem supervisionado, nem cotado, daí a necessidade de proceder ao seu estudo detalhado, tanto quanto a informação disponível nos possibilita.

Começemos por referir que estamos perante um SICAF (Sociedade de Investimento em Capital Fixo), isto é, foi constituída sob a forma de sociedade comercial e, não, de património autónomo que caracteriza os Fundos. Assim sendo, o património não está representado por Unidades de Participação, mas por Acções, como nas sociedades comerciais em geral, diferentemente do que se passa nos Fundos de Investimento com patrimónios autónomos. Para se poder caracterizar um FI ou um SICAF<sup>35</sup> há que referir um conjunto de documentos que no caso em apreço se desconhecem: o Regulamento de Gestão e o Prospecto; a Entidade Gestora e as Instituições Colocadoras bem como as Entidades Depositárias também não são referidas.

Como veremos mais adiante em detalhe, uma parte importante do Art Invest do BANIF é constituída por uma participação de um fundo internacional em arte o “*The Fine Art Fund Group - FAFG*”. Este grupo e fundo é constituído sob a forma de sociedade registada nos EUA, em Delaware<sup>36</sup>, gerido no Reino Unido, em Londres. O registo de sociedades limitadas “*U. S. Delaware Limited Partnership (LP)*”, Costa Este dos EUA, é muito simples e assume a forma de pacote semelhante à “empresa na hora” em Portugal, com um custo aproximado de 189 libras, a formação de parcerias é feita em 24 horas.

Como o registo da sociedade “*The Fine Art Fund Group – FI Group*”, Entidade Gestora de diversos Veículos de Investimento, os “*FAF – The Fine Art Fund*”<sup>37</sup>, regula-se e regista-se segundo as regras que vigoram no local de registo, Delaware, são da competência das autoridades deste estado americano, está subordinado à sua jurisdição.

No caso em análise desconhecem-se todos estes elementos que caracterizam o FAFG, uma vez face à opção estratégica de registo em “Delaware”, contudo, sabemos que tem condições especiais que se assemelham às das zonas francas e paraísos fiscais de registo em

<sup>35</sup> <http://www.lcg-luxembourg.com/Investment-funds-SICAV-SICAF.474+M52087573ab0.0.html>

<sup>36</sup> Delaware é o primeiro Estado Americano a ratificar a Constituição Americana, situado na costa leste, apenas com cerca de 700.000 habitantes, situa-se na baía e rio com o mesmo nome, capital em Dover, é um Centro Offshore de registo e sede de grande parte das empresas americanas e também de outros países, com uma carga fiscal simbólica e não proporcional;

<sup>37</sup> <http://www.thefineartfund.com/about-us/art-services>

offshores, a nível de simplificação administrativa, de fiscalidade tem uma carga fiscal simbólica e não proporcional e de gestão em caso de conflitos, pelo modo simplificado como funcionam os tribunais. Estamos perante regras fiscais e jurídicas muito vantajosas que configuram uma situação semelhante a uma offshore, tal como acontece às operações semelhantes que se efectuam nas Caymans, Guernsey ou Luxemburgo, assim sendo, não é regulado nem supervisionado por nenhuma entidade de registo e supervisão do Reino Unido nem negociado em bolsa.

Para registo de Fundos de Investimento no Reino Unido existem estruturas, uma entidade geral de registo, o Financial Services Authority United Kingdom (FSA<sup>38</sup>, <sup>39</sup>), e para os fundos específicos de arte acresce um regulador de fundos de arte, o Art Trading Fund (ATF). O Regulamento das sociedades de investimentos e fundos nos USA não são tratados por leis de valores mobiliários estaduais, no entanto os Estados podem indirectamente regular os fundos através de regular a venda de participações em fundos. No estado americano de Delaware, como em qualquer outro estado, pode escolher registar-se junto da Securities and Exchange Commission USA (SEC<sup>40</sup>), se um fundo não escolhe registar-se pode estar isento da obrigação reguladoras estaduais. Como o FAF – The Fine Art Fund, não está registado na SEC USA, tentou-se encontrar informação relativa às principais linhas dos seus Regulamentos de Gestão mas não foi encontrada.

“*The Fine Art Fund Group*” define-se a si próprio como uma organização internacional que oferece a oportunidade de investimento numa carteira de arte. O seu objectivo é investir e capitalizar no mercado específico da arte dos últimos seis séculos, a nível mundial, a longo prazo, e rentabilizar os investimentos de capital, combinando com o conhecimento pessoal em arte de um grupo de peritos credenciados. Tem sido o único veículo de investimento a permanecer activo no Ocidente. Administra cerca de US \$100 milhões, depois de ter sido originalmente pensado para captar até US \$350 milhões, sendo o único que continua activo de um grupo de 40 fundos lançados nos Estados Unidos e na Europa, entre 2005 e 2007.

O “*The Fine Art Fund Group*” faz a gestão de investimentos em fundos de arte desde 2004, a maioria destes fundos são focados em Arte Ocidental. O grupo também faz a gestão de fundos focados em artistas do Médio Oriente, bem como de artistas que trabalham em arte chinesa. Em 2010 o FAFG passou a oferecer o seu serviço de avaliação de arte a um número de

---

<sup>38</sup> <http://www.fsa.gov.uk/>

<sup>39</sup> <http://www.world-stock-exchanges.net/regulators.html>

<sup>40</sup> <http://www.sec.gov/IARD>

clientes privados seleccionados, sendo que este serviço faz a gestão e apoia todos os aspectos da aquisição de arte pelos clientes, incluindo armazenagem e desinvestimento. O “*The Fine Art Fund Group*” tem representação em todo o mundo, Nova York, Londres, Geneva, Lugano, Atenas, Dubai e Miami.

O Grupo presta serviços de aconselhamento a dois dos maiores bancos na Suíça e América, através da “Fine Art Investment & Research Limited” (FAIR). Pretendia-se saber quem são os parceiros técnicos e financeiros do FAIR. O que nos foi possível apurar limita-se a saber que existe parceria com: Art Advisory Banco Santander, Art Advisor BSI, Art Advisory Emirates NBD e Art Advisory EFG Eurobank.

A gestão dos serviços de arte, cabe ao “*Managed Art Portfolio Service (MAPS)*”. A equipe que se tem mantido muito estável, é composta por 35 elementos, cujos currículos detalhados se pode consultar no site da organização, na maioria com pelo menos 6 anos de experiência, é liderada por Philip Hoffman (CEO), o garante e impulsionador do grupo a nível mundial, nos campos da arte e finança. Oriundo da Christie’s, uma das duas maiores leiloeiras mundiais, onde trabalhou cerca de uma década como gestor do Departamento Europeu de Old Masters, posteriormente fez uma parceria com a consultora internacional KPMG. Apenas com 33 anos tornou-se o mais jovem membro da Christie’s International Management Board, apresentando regularmente trabalhos no Credit Suisse Family Office Forum, no ING Art Conference e Euromoney Conferences. Apresenta frequentemente comentários sobre o mercado da arte na Bloomberg TV, BBC radio, CNBC, CNN e Sky News. As suas qualificações académicas são as de Chartered Accountant, depois de ter obtido o grau em economia na York University, RU. Em artigos seus, perante as suas afirmações, somos levados a concluir de que é um financeiro em que apenas o retorno viabilizado pelas transacções de obras de arte lhe trazem e não a arte em si mesma, chegando mesmo a afirmar que não lhe interessa particularmente.

No site do Grupo, para se ter acesso a determinada informação é preciso ser credenciado, o que implica ter “username” e “password”. Face à informação disponível, que é muita mas toda ela voltada para o Marketing dos produtos e das diversas equipas envolvidas nos processos, pouco se fica a saber sobre os fundos em si mesmos. Assim, foi preciso procurar outras fontes.

Na avaliação e análise de um caso paradigmático, acerca do *Art Fund* do banco português BANIF, denominado *Art Invest*, ligado ao Inglês *Fine Art Fund*, procurou-se

identificar em Londres esta empresa, para contacto e complementar informações. Apenas foi possível encontrar em *Upper Brook Street W1 City of Westminster*, um escritório da mesma, num edifício completamente descaracterizado, passando completamente despercebido, sem qualquer hipótese de contacto, figuras 6 e 7. Mostra bem que se trata de um negócio muito reservado, tal como outros similares que se identificaram no local. Apenas se encontrou uma micro placa na porta e muito pouco sugestiva.

Questionado *Mr. Anders Petterson of the ArtTactics*, referiu, acerca de questões levantadas sobre este tipo de fundos, que são procedimentos muito complexos. Quando a arte é transformada num activo financeiro como qualquer outro, estamos perante um valor indefinido, uma vez que ficamos a ter unidades de participação. Neste contexto, temos um produto financeiro complexo porque os fundos se cruzam uns nos outros, como um novelo a que não se encontra ponta. É uma verdadeira rede cruzada de participações. Um *Art Fund* está ligado a outro, e outro, como uma cadeia, uma realidade complexa em Portugal, bem como em todo o mundo, não respeitando fronteiras e passando pelos denominados paraísos fiscais.



Figura 6



Figura 7

Edifício sede em Londres “The Fine Art Fund Group”  
*Upper Brook Street W1 City of Westminster, 22*, fotos originais

### III.1 The Fine Art Fund Group

The “*Fine Art Fund Group*”, fundado em 2001 por Philip Hoffman e gerido a partir de Londres, é uma organização de capital privado, que visa fornecer serviços principalmente a indivíduos com elevado património líquido, grupos familiares, fundos de fundos, fundos de

pensões, bancos privados e investidores institucionais. O suporte a esta diversificada carteira de clientes, que investe em mercados e produtos alternativos como obras de arte, é dado por um grupo pluridisciplinar de peritos experimentados, tendo como objectivo capitalizar nos diversos mercados e conseguir para os investidores, a longo prazo, uma combinação de satisfação pessoal e alto retorno do investimento.

Da análise que se fez aos “curricula” da equipe liderada pelo CEO Philip Hoffman, ressalta uma forte e afirmada liderança e uma grande aposta no prestígio das diversificadas qualificações académicas dos elementos que integram o grupo, complementada pela existência de elementos jovens. Estamos perante uma gestão baseada no prestígio das pessoas, altamente profissional, com especial destaque para altos graus académicos obtidos nas grandes universidades credenciadas americanas e inglesas. O próprio Philip Hoffman, além do perfil académico, obteve o grau em economia na York University no RU e de Chartered Accountant, começou a sua carreira como auditor na KPMG Internacional, vive em Chelsea e admite que não é amante de arte. Fundou a empresa e as obras são para ele mercadoria, pelo que o seu objectivo é o de rentabilizar os montantes investidos no negócio, obtendo bons retornos.

Compete ao “*Fine Art Management Services LTD. (FAMS)*” a gestão dos fundos de arte, desde 2003, continuando a ser “leader” a nível mundial. Gere os montantes investidos superiores a USD \$100 M, afirmando obter rentabilidades de 25,51% ao ano, desconhecendo-se se trata de valores líquidos. Pretende-se proceder a desinvestimentos nos próximos 6 a 9 anos. As vendas foram significativas no último ano, com poucas obras contemporâneas a serem arrematadas abaixo do seu custo. De 1955 a 2004, a arte teve um retorno anual de 10%, comparado com o S&P 500 que no mesmo período teve um retorno anual de 10,4%, o que revela ser um activo interessante a Arte como Investimento. Utilizando o mesmo sistema de avaliação que os leilões, verificou-se que em 30 de Junho de 2009 a rentabilidade do Fundo era 23% superior ao do Dow Jones e 35% superior ao S&P 500 acções (Standard Poor’s, índice norte americano publicado pela primeira vez em 1957).<sup>41</sup>

Apresenta-se o gráfico 2, com a comparação dos mercados no período de Junho de 2005 a Janeiro de 2009, de \$1 milhão investido, dos seguintes índices: FAF NAV, FTSE 100, Dow Jones, S&P 500, London Real Estate Index. Face aos valores de retorno obtidos, considera-se que o retorno obtido pelo “The Fine Art Fund” tem também um desempenho que pode ser considerado um activo de classe.

---

<sup>41</sup> <http://www.nuwireinvestor.com/articles/art-investments-the-portfolio-on-the-wall-51395.aspx>

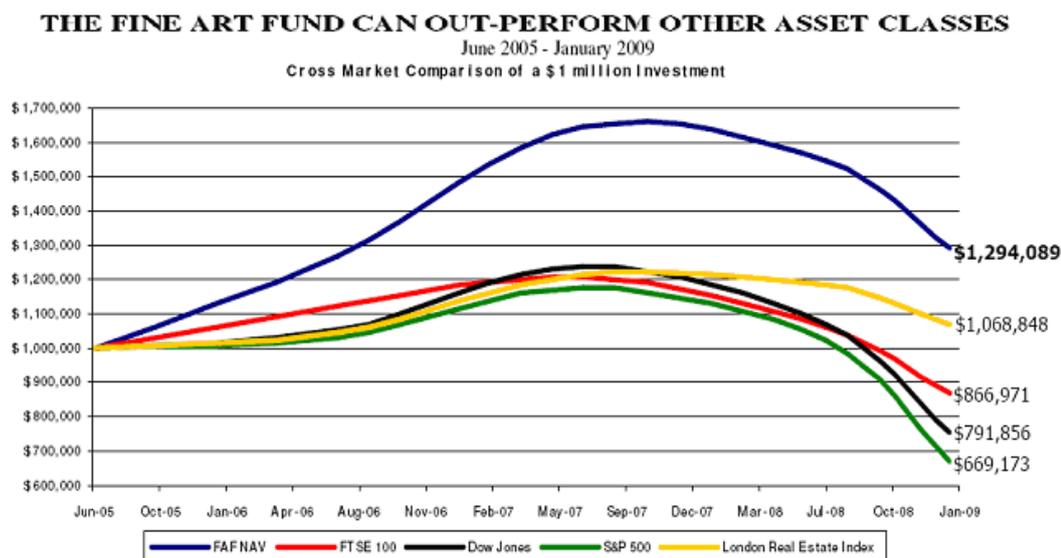


Gráfico 2 - Fonte: “fine-art-presentation.pdf”, página 6 <sup>42</sup>

Em Maio de 2011, Hoffman CEO do The Fine Art Fund Group, referiu triunfante o retorno sobre os activos “...arte realizada de 25,5% e 26,7% nos fundos I e II, envolvendo a venda de 70 obras num total de US\$50 milhões nos últimos quatro anos ...”. Quase dois terços dos activos vendidos eram obras contemporâneas, sendo o restante dividido igualmente entre “old Masters”, e impressionistas e modernos. Hoffman aponta ainda algumas vendas espectaculares efectuadas em leilões na Sotheby’s de Londres: uma pintura de Auerbach Frank comprada em 2006 por US\$1,1 milhões foi vendida 15 meses mais tarde por US\$2,6 milhões, uma pintura de Peter Doig comprada em 2005 por US \$880.000 e vendida um ano mais tarde por mais de US\$2 milhões. Os dados que são divulgados, dão uma imagem muito optimista, nunca referindo as obras cujo desempenho permanece estagnado ou em declínio.

O sucesso do “*The Fine Art Fund Group*” deve-se, em boa parte à estratégia de gestão seguida pelo CEO Philip Hoffman, que tem aproveitado as fraquezas da crise fazendo bons negócios. Quando em 2008 se verifica o quase colapso do sistema bancário, apareceram em venda obras com preços muito atractivos. Um exemplo foi a necessidade de liquidez que levou à aquisição por US\$750.000 de uma obra que em 2003 um colecionador não vendeu por US\$5,2 milhões. Estas vendas forçadas pela necessidade de liquidez aparecem nas casas de leilões, Hoffman presta particular atenção, percorrendo todo o mundo para a arte subvalorizada bem como um grupo de compradores que coordena. Não aparecendo comprador para ela, faz

<sup>42</sup> The Fine Art Fund III, An Alternative Investment Fund (Launching 2009), © 2009 THE FINE ART FUND GROUP ALL RIGHTS RESERVED July 2009, “fine-art-presentation.pdf”, página 6

com que obtenha seguidamente preços de negociação muito baixos, autênticos saldos. Seguidamente estas obras são postas à venda mas viradas para obtenção de lucro ou então ficam retidas por longo período para apreciação do seu valor. Comprar baixo e vender na alta é uma estratégia ganhadora e proporciona aos fundos um bom lucro para os seus investidores.

Os diferentes veículos apresentam-nos características e estratégias diferenciadas, já que se destinam a diferentes investidores e nichos de mercado, viabilizando novos produtos e novas oportunidades, segundo as tendências temporais do mercado.

Compilando a informação disponível no site institucional “*The Fine Art Fund Group*”, referente a finais de 2009, sabemos que actualmente os veículos de investimento, fundos especiais de investimento fechados, com composições de carteira e estratégias diversificadas, são:

- ✓ The Fine Art Fund – Fundo de Belas Artes I
- ✓ The Fine Art Fund II – Fundo de Belas Artes II
- ✓ The Fine Art Fund III – Fundo de Belas Artes III
- ✓ The Middle Eastern Fine Art Fund – Fundo de Belas Artes do Médio Oriente
- ✓ The Indian Art Fund – Fundo de Arte Indiana
- ✓ The Chinese Fine Art Fund – Fundo de Belas Artes Chinesa
- ✓ Co-investimento individual suportado pela estrutura do Fine Art Fund



Figura 8 – Uma Obra de Referência da Colecção

### III.2 The Fine Art Fund <sup>43</sup>

O Fundo de Belas Artes I, foi o primeiro fundo do seu tipo em todo o mundo, a investir em arte como uma classe de activos. Está registado nos EUA Delaware Limited Partnership (LP), administrado no Reino Unido, as comissões de gestão são de 2% ao ano com uma

<sup>43</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art.pdf>

comissão de desempenho de 20% cobrada no final do período. Nenhuma obra de arte custou mais de 15% dos compromissos totais.

É um fundo de investimento fechado, a 10 anos, com um investimento mínimo de \$250.000, lançado em Janeiro de 2003 e fechado em Março de 2005, composto por obras de Arte Ocidental - “Western art” (Figura 9), onde investiram 30 a 40 indivíduos ou instituições, com o retorno sobre os activos em 2011 de 25,5%.

Começou a fazer distribuição de lucros aos investidores, de obras de arte vendidas, em Novembro de 2009 e até ao final de 2011, planeou ter distribuído 34% dos seus compromissos de capital, desconhecendo-se se o fez. Fala-se de um retorno médio anual sobre os activos vendidos de 33,3%, o que parece ser um bom retorno, mas há a considerar ter de fazer face no fim do período a uma taxa de performance de 20%; em Julho de 2009, quando inicia a distribuição do capital pelos investidores, a média de retorno do investimento realizada pelo fundo era de 30,15% (Gráfico 3).

O Fundo à semelhança de muitos outros mobiliários, compõe e divide o seu portefólio segundo os movimentos: 30% de pintura impressionista, 40% em arte contemporânea e assim por diante, balanceando trabalhos de arte moderna e contemporânea com pintura antiga de mestres consagrados. As existências que compõem o património dos fundos é armazenado na Suíça, ou, ocasionalmente, as obras são emprestadas sob a forma de aluguer a museus ou aos investidores.

Devido às tendências do mercado e tempo, optou-se por não investir pesadamente num determinado sector, podendo variar as proporções, definidas pelo Gestor com consulta aos Compradores e Assessores de Arte. A estratégia de investimento do capital passa pela diversificação em cinco sectores do mercado da arte considerados de qualidade, expressa no gráfico que faz a análise do modelo de portefólio diversificado que tem as características desejadas para o investimento, compreende cinco sectores de arte (Gráfico 4):

- ✓ 25-30% “Old Masters”, do período de 1300-1800,
- ✓ 30% são obras Impressionistas do período 1860-1915,
- ✓ 20% Arte Moderna do período de 1915-1960,
- ✓ 15-20% de Arte Contemporânea do período 1960-1985,
- ✓ 0-5% refere-se a Arte Contemporânea do período de 1985-presente.



Figura 9, Conjunto de fotografias de obras que integraram ou ainda integram o Fundo

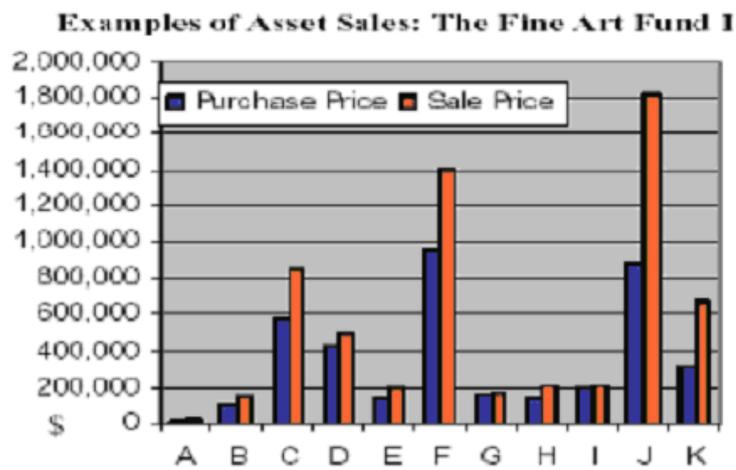
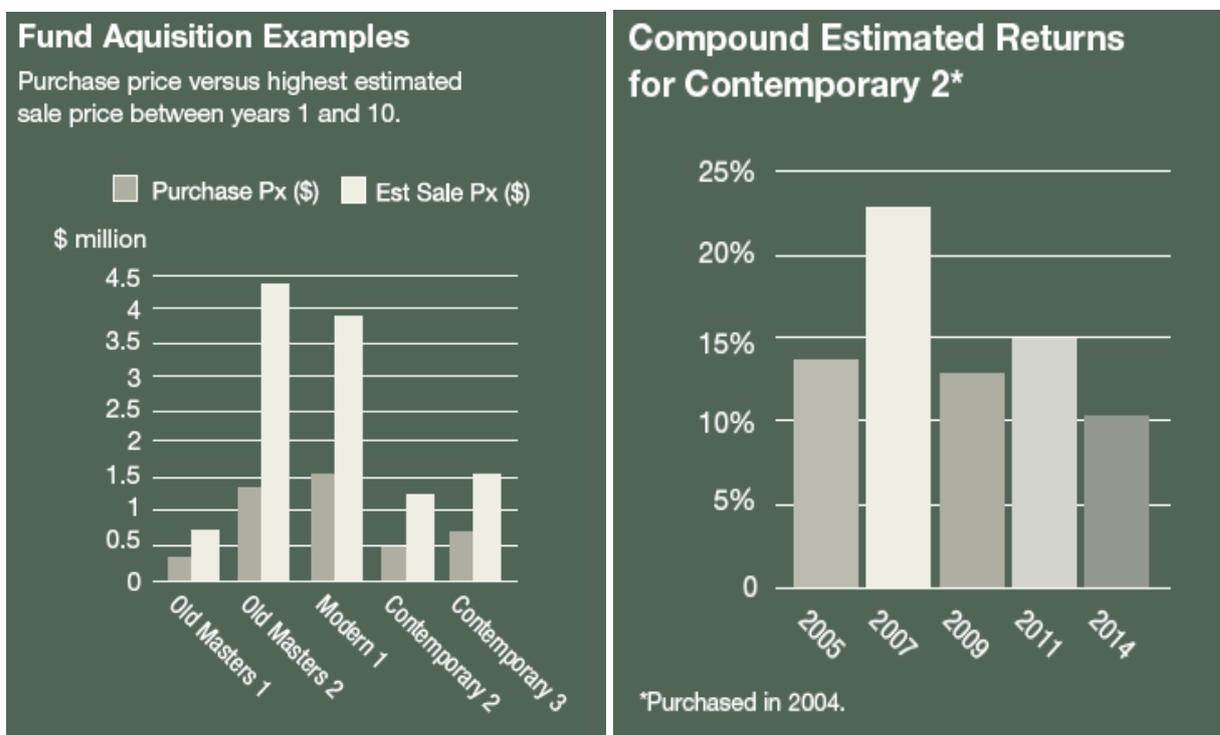
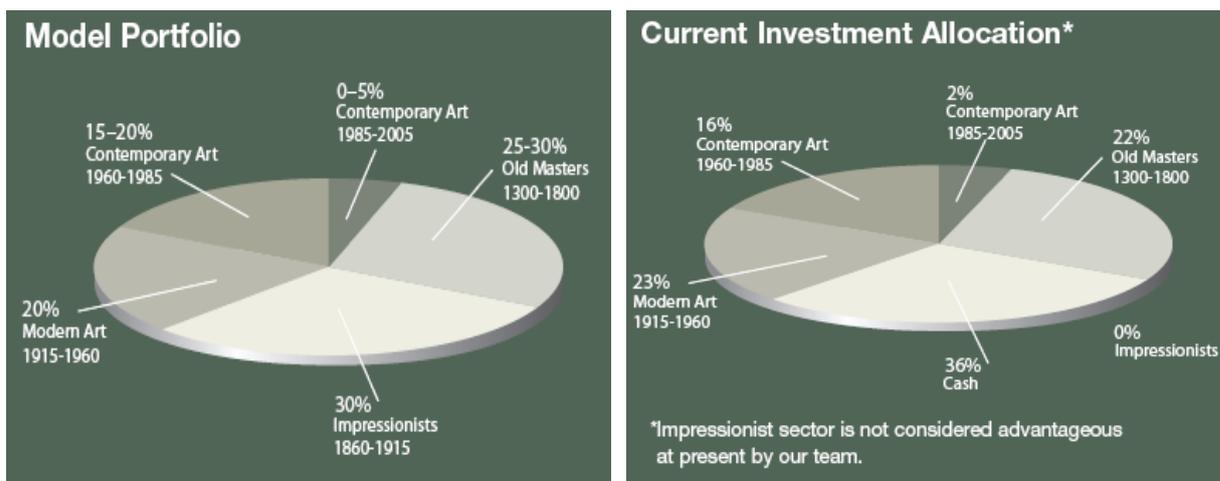


Gráfico 3

Exemplo de ganhos nas vendas do Fine Art Fund I: preço de compra e preço de venda em US\$  
 Relação dos valores de aquisição comparativamente com os valores das respectivas vendas.



Gráficos 4, 5, 6, 7

Modelo de Portefolio, alocação actual dos investimentos, exemplo de preços de aquisição e preços de vendas em US\$, valor estimada do retorno obtido de 2005-2014 das aquisições feitas em 2004

A alocação de recursos de investimento à data de 2009 são: 36% em liquidez em caixa, 23% em Arte Moderna de 1915-1960, 22% em “Old Masters” de 1300-1800, 16% em Arte Contemporânea de 1960-1985, 2% em Art Contemporânea de 1986-2005 e 0% dos Impressionistas, sector que não é considerado vantajosos no momento em causa pela equipe de gestão (Gráfico 5).<sup>44</sup>

<sup>44</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art.pdf>

Um outro gráfico refere-se à estratégia de aquisições (Gráfico 6) e outro a valores estimados de retorno entre os anos de 2005 e 2014 (Gráfico 7), das obras adquiridas em 2004. Dependente do ano de saída, a composição do retorno estimado será parcelar face à composição da carteira, entre 10% e 100%, já que a maioria das vendas ocorrerá no período de quatro anos, através de vendas privadas ou vendas em leilão. Pensa-se que com a evolução no tempo não esperada ocorrida dos valores das transacções no mercado da arte, estes valores estimados não deverão ser concretizados.

No que se refere a recursos humanos a equipe pluridisciplinar está estruturada de modo a maximizar e combinar a experiência, segundo quatro níveis: Compradores de Arte, Assessores de Arte, Gestão e Conselho do Fundo. Este conjunto de pessoas integra especialistas considerados do melhor a nível mundial, quer nas suas qualificações quer na experiência, nas várias componentes do mercado da arte (galerias, museus, artistas, casas de leilão) bem como na area financeira nomeadamente experiência de gestão de fundos e de banca de investimento.

Quanto à estratégia de investimento no que se refere às aquisições, a equipe para a análise de mercado utiliza uma abordagem metodológica intensiva para identificar no mercado as peças de mais alta qualidade dos cinco sectores definidos. Este processo de pesquisa considera um amplo número de factores de ordem:

**qualitativa** - inclui valores em bolsa, valor de raridade, condições de proveniência e história, exibição e exposição excessiva do mercado,

**quantitativa** – avaliação da liquidez do artista, percentagem de obras compradas, percentagem de obras vendidas que ultrapassem o limite mínimo, estimativas máximas de retorno anual em relação ao sector da arte, índices globais de mercado da arte e índices financeiros.

O público alvo dos investidores no Fundo são: investidores privados com altos recursos, grupos de profissionais liberais, bancos privados, fundos de fundos, donativos de universidades, fundos de pensões.

As razões que apontam para se investir num fundo de belas artes como este e nas quais baseiam a sua política de marketing são: diversificação por cinco sectores de arte, serem dos melhores especialistas, crescimento do capital a longo prazo, vantagens fiscais por estarem registados em Delaware, baixa correlação com os mercados financeiros, activos colaterais

sendo uma alternativa de prestígio, significativa economia de custos com comissões vantajosas e competitivas taxas de seguros e sem margem de intermediação de grande montante, opção dos investidores alugarem obras com valores três vezes superior ao seu investimento sendo parte da taxa de aluguer reinvestida no fundo como um dividendo, acesso ao mercado de arte especializado com peritos para apoiar o processo de investimento pessoal, fluxo de negócios significativo, preferência de disponibilizar para os clientes e a preços preferenciais as obras excedentárias e disponíveis, oportunidade de co-investimento compartilhando o fundo parceiros na compra de obras específicas que de outro modo não estariam acessíveis. Todas estas variáveis conjugadas permitem a curto prazo o crescimento de alto rendimento e uma imagem individual de prestígio.

Face a todas estas razões e à análise do valor das unidades de participação do fundo, a realidade é bem outra e oportunamente voltaremos a abordar o assunto. Ao longo do período considerado e já passado, perante valores reais, o valor das UPs começaram por ter um crescimento interessante mas a partir de 2009 sofreram fortes perdas que se acentuaram em 2012.

### **III.3 The Fine Art Fund II** <sup>45</sup>

Após se ter conseguido investidores para o valor global do primeiro fundo, o Fundo de Belas Artes I, surgiu o Fundo de Belas Artes II, também este um veículo de investimento que investe em arte já fechado. Teve o primeiro fecho em Novembro de 2006 e o fecho definitivo em Dezembro de 2008. Para alcançar um crescimento de capital investido, a longo prazo, procura alcançar um meta de retorno para o fundo de 10-12%.

Nas suas regras gerais com um regulamento semelhante ao descrito para o fundo anterior, também com um espaço temporal de 10 anos e de Arte Ocidental - “Western art” (Figura 10), que começou a investir em Janeiro de 2007, com subscrições de 30 a 40 indivíduos ou instituições, com uma média anual de retorno baseada em vendas de 25,41%. Em Fevereiro de 2009 o rendimento médio dos activos realizados do Fundo foi de 31,29% e com o retorno sobre os activos em 2011 de 26,7%. As distribuições antecipadas serão a partir de Dezembro de 2012.

---

<sup>45</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-ii.pdf>



**Andy Warhol, Liz, 1963**  
 Estimated: \$9m-\$12m  
**Sold: \$12.6m**

Sotheby's New York, May 10, 2005

Figura 10

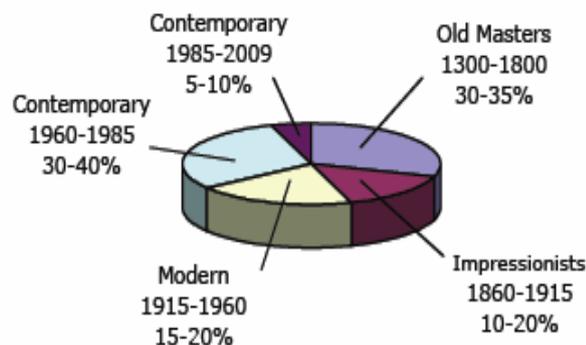


Gráfico 8

O portfólio do fundo também compreende cinco sectores de arte (Gráfico 8):

- ✓ 30-35% de “Old Masters”, do período de 1300-1800,
- ✓ 10-20% são obras Impressionistas do período 1860-1915,
- ✓ 15-20% refere Arte Moderna do período de 1915-1960,
- ✓ 30-40% de Arte Contemporânea do período 1960-1985,
- ✓ 5-10% refere-se a Arte Contemporânea do período de 1985-presente.

The Fine Art Fund II também é uma marca registada nos EUA, Delaware Limited Partnership (LP), gerido no Reino Unido por Fine Art Management Services Limited. As principais características incluem um investimento mínimo de US\$ 250.000, as taxas de administração de 2% ao ano e a taxa de desempenho de 20%, com uma barreira de 6% a pagar para os investidores, no final de vida do fundo. O fundo fechado a dez anos, com retornos de capital aos quatro anos, reinvestimento de vendas permitido até ao final do quarto ano. Nenhuma obra pode custar mais de 15% dos compromissos totais. Se os custos de funcionamento forem superiores a 7% necessita de autorização do Conselho do Fundo. O Gestor tem a capacidade de permitir o aluguer de obras de arte pelos investidores.

### III.4 The Fine Art Fund III <sup>46, 47</sup>

Lançado em 2009, o Fundo de Belas Artes III é um investimento num fundo alternativo. Quando da sua apresentação pública, referiu-se que a arte é um activo real. Foram também apresentados vários mapas e gráficos, com o objectivo de explicar a estratégia seguida neste

<sup>46</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-iii.pdf>

<sup>47</sup> [fine-art-presentation.pdf](#)

veículo de investimento que é o de aproveitar oportunidades de negócio na actual conjuntura (Figura 11).

Estamos perante o que se considera um novo produto, focado em arte que é adquirida por valores baixos, por necessidade urgente de liquidez dos vendedores, são oportunidades de negócio muito interessantes. Foi identificado que comprar arte de vendedores que sofrem dos 3 D (divórcio, morte, dívidas), é uma opção muito interessante dada a urgência de efectuarem a transacção. Com a estratégia original de um fundo fechado, por um período de cinco anos, com um valor de \$100 milhões e um investimento mínimo de \$250,000, desenvolveu-se no Outono de 2009 e fechou em 2010. A comissão de gestão é de 2% ao ano, com uma comissão de desempenho de 20%, no final do período, e de 6% a favor dos investidores. O retorno visado é de 10-20%, com investimentos a fazerem-se de 1 a 3 anos e o início do retorno no final do terceiro ano. O desinvestimento será nos anos 2 a 5, para coleccionadores privados, leilões ou dealers, considerando-se vantajoso o clima do mercado actual de baixos preços.

O portefólio do fundo de igual modo compreende cinco sectores de arte, semelhante ao fundo anterior (Gráfico 9):

- ✓ 30-35% de “Old Masters”, do período de 1300-1800,
- ✓ 10-20% de obras Impressionistas do período 1860-1915,
- ✓ 15-20% de Arte Moderna do período de 1915-1960,
- ✓ 30-40% de Arte Contemporânea do período 1960-1985,
- ✓ 5-10% de Arte Contemporânea do período de 1985-presente.



Jean Michel Basquiat, *Untitled, Boxer*  
Sold: \$13.5m  
Christie's New York, November 12, 2008

Figura 11

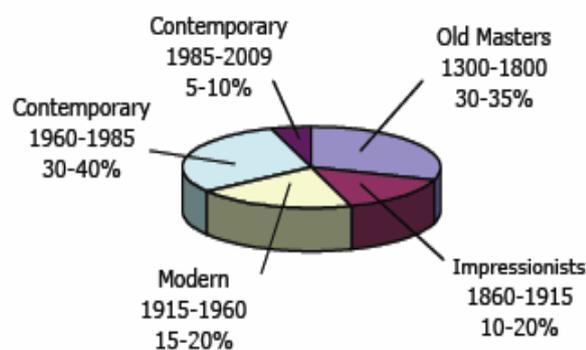


Gráfico 9

Estratégia e vantagem competitiva, diversificação do portefólio com gestão dinâmica de activos (gráfico 10):

- ✓ os rácios são escolhidos para balancear o nível de risco associado a cada sector;
- ✓ a arte contemporânea I (5%) e II (25%) são mercados voláteis onde os artistas têm limitado nível de registo em leilões e onde a moda pode mudar rapidamente;
- ✓ tudo isto é balanceado por investimentos em “Old Masters” (36%) e Impressionistas (20%) que são muito mais previsíveis e têm um rasto de registo no mercado secundário.

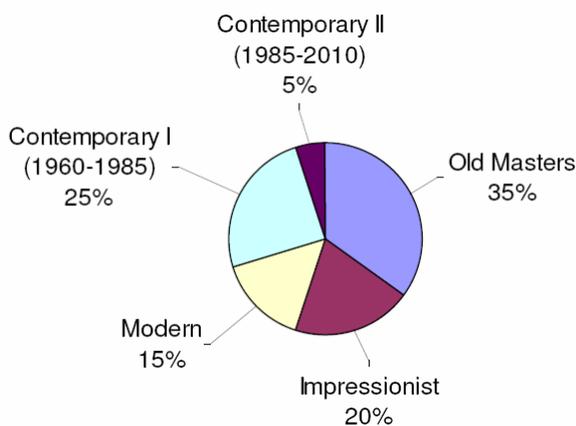


Gráfico 10

A estratégia de gestão do risco definida passou por estabelecer que nenhum trabalho individual poderia custar mais de 15% do total alocado ao The Fine Art Fund III, compras superiores a 7% do The Fine Art Fund III requerem concordância e suporte do The Fund Board, todos os trabalhos adquiridos terão de respeitar as regras gerais dos outros anteriores veículos de investimento, diferentes exposições nas ordens de compra de trabalhos de vários níveis de preços, diferentes exposições aos cinco sectores de mercado.

Este fundo é uma marca registada nos EUA em Delaware, com características similares aos outros, investimento mínimo de US\$250.000 com taxas de administração anual de 2% e de desempenho de 20% no final do período e uma barreira de 6% a pagar aos investidores, com a possibilidade de aluguer de obras de arte detidas pelo Fundo com valor até três vezes superior ao investimento do investidor sendo o valor de uma parte da taxa de aluguer reinvestido. Estamos perante uma resposta à actual crise financeira, para explorar a opção de adquirir arte por um valor muito mais baixo do que seria possível, aproveitando liquidez existente nos fundos e fazendo a gestão activa do portefólio aproveitando muitas ofertas interessantes.

Apresentam dois mapas que consideramos com interesse: as melhores dez vendas (Mapa 1) e as cinco vendas que mais desceram (Mapa 2), por sectores<sup>48</sup>.

<sup>48</sup> Fonte: fine-art-presentation.pdf

**TOP TEN DEALS:**

	Sector	Purchase Price US\$	Sale Price US\$	Months Held	Return % **	Annualised Return***
2008	Contemporary	235,230	675,720	42	187	54
2006	Contemporary (36.752%)	1,032,233	2,326,500	17	125	89
2007	Contemporary	112,000	250,000	19	123	78
2006	Impressionist (*50%)	315,776	670,000	13	112	104
2006	Contemporary (*40%)	880,000	1,823,500	15	107	86
2008	Contemporary	191,777	391,000	28	103	45
2005	Contemporary (*34%)	106,038	200,000	12	88.6	89
2004	Contemporary	15,000	27,000	2	80	480
2008	Old Master (50%)	196,700	325,000	8	65	98
2008	Old Master (15%)	4,900,000	6,000,000	1	26	269

All information provided by The Fine Art Fund is strictly confidential

**LOWER END 5 DEALS:**

	Sector	Purchase Price US\$	Sale Price US\$	Months Held	Return % **	Annualised Return***
2008	Contemporary	41,213	42,000	28	2	1
2006	Old Masters	192,320	207,144	23	7	4
2008	Contemporary	105,000	117,234	30	12	5
2005	Contemporary	435,995	499,342	7	15	25
2006	Modern	679,000	780,850	11	15	16

All information provided by The Fine Art Fund is strictly confidential

Mapa 1 (As Melhores Dez Vendas) e Mapa 2 (Os Cinco Piores Vendas)

O gráfico circular de quem investe em arte, considerando o investimento percentual por Países, Portugal aparece em segundo lugar com 25%, logo a seguir a Espanha com 32%, em terceiro lugar aparecem os EUA com 12%. Quanto aos outros países são valores bastante baixos. Esta distribuição por países não faz sentido e mostra bem da fraca aceitação por parte dos investidores, em Portugal temos a participação do BANIF e em Espanha deve existir algo semelhante. Um outro gráfico circular refere-se aos tipo de investidores em que 45% são particulares, 46% são associações/escritórios familiares e por fim 9% são instituições.

**Investment by Country**

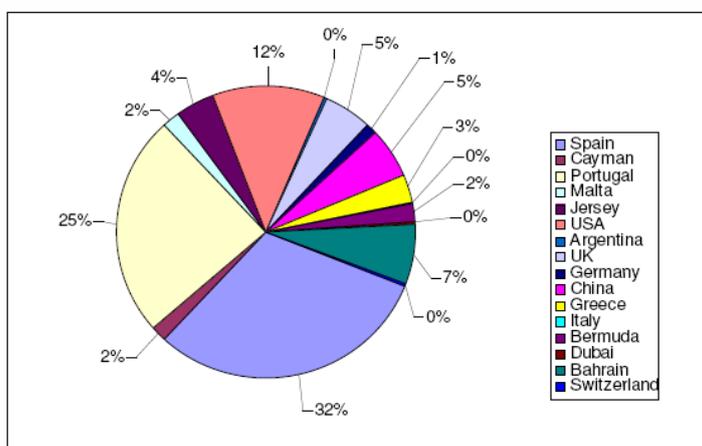


Gráfico 11

**Investor Type**

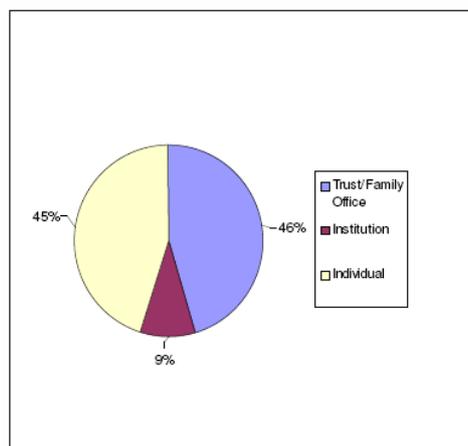


Gráfico 12

### III.5 The Middle Eastern Fine Art Fund <sup>49</sup>

Fundo de Belas Artes do Médio Oriente, após o sucesso de outros fundos, este veículo de investimento foi lançado em Julho de 2008 e o primeiro fecho em Novembro de 2008, em parceria com o Banco Addax, é o único fundo no seu tipo e tem obtido boa rentabilidade, com poucas vendas abaixo do valor de aquisição e com outras vendas muito acima dos valores esperados. O fundo tem mostrado resultados razoáveis e os promotores acreditam que irá superar o retorno alvo de 10-20%. Em Fevereiro de 2009, o rendimento médio dos activos realizados foi de 31,29%.

O mercado de Arte Moderna e Contemporânea do Médio Oriente é rico na oferta de oportunidades de obras de arte de primeira classe a preços acessíveis. Os líderes de leilões as casas Christie's, Sotheby's, Bonham e Phillips de Pury, estabeleceram uma presença permanente na região e realizam regularmente leilões de arte do Médio Oriente nas suas instalações em Londres, tendo os compradores ocidentais desenvolvido um gosto pela Arte do Médio Oriente. Os compradores são 59% do Médio Oriente, 31% Europeus, 8% Americanos e 2% outros. O volume anual de negócios do mercado de Arte do Médio Oriente situa-se entre US\$ 15-30 milhões.



**Mohammed Ehsai,**  
*He is the merciful, 2007*  
Estimated: \$100,000 – \$150,000  
**Sold: \$1.2m**  
Christie's Dubai, April 30, 2008

Figura 12

Uma venda referência foi “Ele é o misericordioso”, trabalho de 2007 de Mohammed Ehsai, com o valor estimado de US \$ 100.000 - \$ 150.000, foi vendido por US \$ 1,2 milhão, em 30 de Abril de 2008, pela delegação da Christie's no Dubai (Figura 12).

A estrutura do Fundo de Belas Artes do Médio Oriente é uma marca registada nos EUA em Delaware, com a mesma gestão dos anteriores fundos já referidos em parceria com o Banco

<sup>49</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-middle-east.pdf>

Addax. As principais características incluem um investimento mínimo de US\$100.000, com um Fundo alvo de US\$35 milhões, fechado e a 5 anos, com possíveis duas extensões de 1 ano, sendo uma do poder discricionário da administrador e outra sujeita à aprovação dos parceiros por maioria dos votos. A taxa de administração é de 2% ao ano, com uma taxa de desempenho de 20% no final da vida do fundo. O desinvestimento será a partir do terceiro ano. O Gestor pode permitir que os investidores possam alugar obras de arte detidas pelo Fundo com um valor até três vezes o seu investimento, sendo uma parte da taxa de aluguer reinvestida no fundo. Também é possível o co-investimento dos parceiros do fundo, participando na compra de um trabalho específico, permitindo o crescimento da produtividade a curto prazo.

### III.6 The Indian Art Fund <sup>50</sup>

Após o sucesso dos primeiros Fundos de Belas Artes, veículos de investimento em arte com o objectivo de obter a longo prazo retornos do capital investido, foram lançados fundos de arte oriental: indiana e chinesa.

O volume anual de negócios do mercado de arte indiana foi de US\$2 milhões em 2001 e passou para US\$400m em 2006. Os compradores são do continente indiano, NRIs <sup>51</sup> (Indianos não residentes), europeus, americanos e do sudoeste asiático. As vendas da Christie's de arte contemporânea indiana cresceram aproximadamente 7,5 vezes entre 2003 e 2006, o que é bem representativo no mercado global. Este aumento de procura deve-se à expansão da economia indiana com aumento de empresários novos ricos.

A estrutura do Fundo de Belas Artes de Arte Indiana é uma marca registada nos EUA em Delaware, com a mesma gestão dos anteriores fundos já referidos. As principais características estruturais são: investimento mínimo de US\$100.000, com um fundo alvo de US\$25 milhões, a taxa de administração anual de 2% e a taxa de desempenho de 20% a pagar no final de vida do fundo, com um período de 5 anos, sendo o desinvestimento a partir de 3 anos.

A opção de investir em arte indiana deve-se à grande experiência da equipe e de ter uma oportunidade de crescimento a longo prazo, considerando-se uma opção estratégica de diversificação da carteira. Estas obras também podem ser alugadas aos investidores de fundos de arte, o que permite o reinvestimento no fundo de parte do valor de aluguer. O co-

---

<sup>50</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-india.pdf>

<sup>51</sup> <http://en.wikipedia.org/wiki/NRI>

investimento dos parceiros do fundo, participando na compra de um trabalho específico, permite o crescimento da produtividade a curto prazo, o que torna interessante a participação.

Uma obra de Bhagavata Purana, uma série de dez ilustrações de cerca de 1.840, é uma referência deste fundo (Figura 13).



**Bhagavata Purana**  
One of a series of ten illustrations circa 1840.

Figura 13

### III.7 The Chinese Fine Art Fund <sup>52</sup>

O Fundo de Arte Chinesa, com um período de 5 anos, com possíveis duas extensões de 1 ano cada, desinvestimento a partir do terceiro ano, começou a investir em Setembro de 2007, em arte chinesa e antiguidades. Este fundo foi lançado em Novembro de 2006 e fechado em definitivo em Dezembro de 2008, com distribuição em Junho de 2011.

Com o crescimento do mercado da arte chinesa tem sido impulsionado pelo aumento da procura pela população e pela riqueza da China, conjugado com o desejo nacionalista dos Chineses que pretendem recuperar trabalhos que se identificam com a sua cultura. Paralelamente, verifica-se um crescente interesse pelos trabalhos de artistas chineses no Sudoeste Asiático, na Europa e nos EUA.

O mercado cresceu rapidamente em grande parte devido à nova procura de arte chinesa e pelo aumento e enriquecimento recente de Chineses continentais. Os participantes no fundo são maioritariamente Chineses Continentais, Europeus, Americanos, Tailandeses, residentes em Hong Kong e no Sudoeste Asiático. O mercado consiste num número de diferentes áreas de aquisição incluindo porcelanas e cerâmicas do período imperial, obras de arte decorativas

<sup>52</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-chinese.pdf>

incluindo jade, pintura tradicional moderna e contemporânea, fotografia e outros trabalhos. A maioria do investimento é canalizado para a aquisição de antiguidades que continuam a vender-se bastante bem, visando uma nova clientela emergente abastada.

Com um investimento mínimo de US\$1.000.000, taxa anual de administração de 2% e de desempenho de 20%, a pagar no final da vida do fundo. Tem tido um retorno anual que se situa entre os 8% e 12% e pretende-se que venha a ter um desempenho de 10-20%. As despesas de gestão são de 2% por ano com 20% pelo desempenho e a cobrar no fim da vida do fundo, que neste caso é de 5 anos com a possibilidade de uma extensão de mais um ano.

Este veículo de investimento, o Fundo de Arte Chinesa, tal como os outros, é uma marca registada em U. S. Delaware Limited Partnership (LP), gerido no Reino Unido, pela mesma equipe que gere os outros fundos. Trata-se de uma parceria, “joint venture”, entre a Art Management Services e a Qilin LLC, parceria entre Thomas Jones e Bill Strong.



**Zhang Xiaogang**  
*Bloodline: Big Family No. 1*  
**Sold: \$2,970,577**  
Sotheby's Hong Kong

Figura 14

Uma obra de Zhang Xiaogang <sup>53</sup>, *Bloodline: Big Family N.º 1*, foi vendida em Hong Kong pela Sotheby's, por US \$ 2.970.577, é uma referência deste fundo (Figura 14).

As obras que integram o fundo também podem ser alugadas aos investidores de fundos de arte, o que permite o reinvestimento no fundo de parte do valor de aluguer. Tal como nos outros fundos o co-investimento dos parceiros do fundo, participando na compra de um trabalho específico, permite o crescimento da produtividade a curto prazo, o que torna interessante a participação.

<sup>53</sup> <http://www.sothebys.com/en/search.html#keywords=Zhang Xiaogang>

### III.8 Co-investimento individual suportado pela estrutura do Fine Art Fund

54

Co-investir é uma oportunidade de paralelamente com os Fundos de Belas Artes, investir numa carteira de produtos de curto prazo, gerida por profissionais altamente credenciados e conhecedores do mercado. A participação em co-investimento tem a vantagem de lidar ao lado dos fundos e oferecer a oportunidade para investimento menores, a longo prazo. Um benefício adicional para este investimento é a possibilidade em participar em aquisições para as quais nunca teria condições para tal dado os altos valores envolvidos e é ter a opção de alugar a obra de arte, por um período de tempo para exibição na sua própria casa ou escritório.

Este tipo de investimento é direccionado especialmente para o médio e curto prazos. Com a previsão de 18-36 meses de duração, os investidores podem participar com qualquer montante, que será alocado a um número de negócios diferentes ou a um único negócio. Em regra pensa-se que o preço de compra total destas obras de arte excederá US\$ 1.000.000, com retornos esperados compreendidos entre 20% - 80%. Os acordos estabelecidos seguem o perfil dos fundos de belas artes.

Haverá uma taxa de 2% sobre o valor da parte adquirida pelo co-investidor para despesas com a estrutura de apoio ao negócio bem como outra taxa de 20% para despesas de gestão<sup>55</sup>, onde se incluirão todos os custos inerentes tais como: seguro, armazenagem, restauro, enquadramento do transporte e despesas administrativas e contabilísticas.

Cabe à gestão a tomada de decisões, podendo haver mais do que um co-investidor em cada negócio, não sendo este número fixo, mas determinado estrategicamente, numa base de caso a caso. Não há limite para o nível de co-investimento e um indivíduo não tem de ser um investidor no Fundo para poder participar, mas terá preferência se for participante em fundos. As compras potenciais obedecerão a regras similares às consideradas na aquisição de obras de arte para o Fundo. Pode ser fornecido ao co-investidor um arquivo completo, incluindo um relatório com as condições, leilões anteriores e informações sobre o trabalho do artista.

Alguns exemplos de co-investimentos realizados:

---

<sup>54</sup> <http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-co-invest.pdf>

<sup>55</sup> O modo como é calculado este valor será explicado oportunamente de acordo com o que consta do Regulamento de Gestão do Art Invest

- ✓ O trabalho de um artista contemporâneo canadiano, o co-investidor investiu US\$440.000, correspondendo a 50% do preço total da obra, e recebeu US\$823.500 em 15 meses, o que corresponde ao retorno anual de 86%;
- ✓ Um artista contemporâneo alemão, dois co-investidores em que cada um investiu US\$34.992 que corresponde a 33% do valor total da obra, recebeu em 12 meses US\$66.000, correspondendo o valor a 89% de retorno actualizado;
- ✓ Um trabalho de um artista contemporâneo inglês, o co-investidor investiu US\$564.080, cerca de 50% do valor total de aquisição da obra, e recebeu aproximadamente US \$ 1,2 milhões em 17 meses, retorno anual actualizado de 78%.

Segundo as regras é dada preferência aos investidores do Fundo considerando: o montante total investido em fundos, o período de tempo como investidor no fundo, a data de compromisso de co-investimento.

## IV – O CASO DO ART INVEST – FEIF

### IV.1 Apresentação do Caso - Os fundos especiais de investimento: ART INVEST

#### IV.1.1 ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Fechado

No presente capítulo da dissertação irá fazer-se a análise do único fundo de investimento em arte, criado em Portugal, o **ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Fechado (FEIF)**, também designado pela CMVM e pelo respectivo regulamento de gestão por OIC<sup>56</sup> (Organismo de Investimento Colectivo). Trata-se antes de Entidades de Investimento Colectivo<sup>57</sup>, caracterizadas por não terem estrutura, sem organização para recorrerem a “alavancagem operacional”, acessíveis à generalidade dos Investidores, sendo as mais divulgadas os Fundos de Investimento. O ART INVEST em regime especial de comunhão pertencente aos participantes, constitui um património autónomo, em que todos os actos de gestão são subcontratados, com os custos desses subcontratos a serem calculados unicamente através de percentagens sobre as receitas geradas, sem mínimos. Tem como entidade gestora a “Banif Gestão de Activos – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA” e não será negociado em bolsa.

Estamos simultaneamente perante o primeiro fundo especial de investimento (FEI) e o primeiro fundo especializado em arte a ser aprovado em Portugal, pelo que se pode afirmar que é uma forma de inovar no mercado de arte. O objectivo do ART INVEST é possibilitar aos seus investidores um instrumento financeiro alternativo, permitindo diversificar os investimentos em activos não correlacionados com os mercados financeiros tradicionais, que só em determinados contextos e apenas em algumas obras de arte, apresentam rendibilidades interessantes e atractivas, no médio e longo prazo. A política de investimentos do fundo visa a aquisição de unidades de participação de outros fundos de arte que prossigam objectivos e políticas semelhantes e também directamente, a aquisição de obras de arte.

O conceito de “obra de arte” é muito abrangente pelo que se optou por transcrever do Regulamento de Gestão o que efectivamente compreende, no caso em apreço. No glossário

---

<sup>56</sup> No glossário, pág. 60, do Regulamento de Gestão, **Organismos de Investimento Colectivo** (OIC) são fundos de investimento dotados ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento colectivo de capitais obtidos junto do público, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de divisão de riscos e à prossecução do exclusivo interesse dos participantes; Fonte: PROSPECTO E REGULAMENTO DE GESTÃO ART INVEST FUNDO ESPECIAL DE INVESTIMENTO FECHADO;

<sup>57</sup> Conceito mais ajustado à realidade que representa, por não terem estrutura, logo, organização que caracteriza os organismos.

aparece o termo “objectos de arte” o que não é a mesma coisa, é muito mais abrangente. Aparecem referências pela inclusão e faz exclusão daquilo que não é de considerar. Uma questão que se coloca são as obras de vídeo e filme, que não são referidas, sendo o suporte utilizado normalmente pela dupla João Maria Gusmão e Pedro Paiva, com três títulos na colecção: “Ladrões Tumulus”, “Macrocefalia” e “Homem Gelo”.

*“Objectos de Arte: quadros, colagens e peças similares, pinturas e desenhos, inteiramente executados à mão, excluindo-se os desenhos de arquitectos, e outros desenhos industriais, comerciais, topográficos ou similares, dos artigos manufacturados, decorados à mão, das telas pintadas para cenários de teatro, fundos de estúdio ou utilizações análogas; gravuras, estampas e litografias originais, ou seja, provas tiradas directamente a preto ou a cores em número não superior a 200 exemplares, de uma ou várias chapas inteiramente executadas à mão pelo artista, independentemente da técnica ou do material utilizados, excluindo qualquer processo mecânico ou fotomecânico; produções originais de estatuária ou de escultura, em qualquer material, desde que as produções sejam inteiramente executadas à mão pelo artista; fundições de esculturas de tiragem limitada a oito exemplares e controlada pelo artista ou pelos sucessores; tapeçarias e têxteis para guarnições murais de confecção manual a partir de desenhos originais fornecidos por artistas desde que não sejam confeccionados mais de oito exemplares; exemplares únicos de cerâmica, inteiramente executados à mão pelo artista e por ele assinados; esmaltes sobre cobre, inteiramente executados à mão, limitados a oito exemplares numerados e assinados pelo artista ou pela oficina de arte, com exclusão de artigos de bijuteria, ourivesaria ou joalheria; fotografias realizadas pelo artista, tiradas por ele ou sob o seu controlo, assinadas e numeradas até ao limite de 30 exemplares, independentemente do respectivo formato ou suporte.”<sup>58</sup>*

Este Fundo de Investimento foi autorizado pela Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM) em 20 Outubro 2003, a oferta pública foi realizada em 30 Dezembro 2003, o início da actividade foi em 30 Janeiro 2004, o fim do período inicial de 10 anos será em 30 Janeiro 2014. Apesar de o Fundo ter um período inicial de 10 anos, mediante deliberação da Assembleia de Participantes pode ser permitida a sua prorrogação, por período não superior a 3 anos.

Os Fundos de Investimentos registados estão sujeitos à supervisão de uma entidade reguladora, funções que em Portugal estão atribuídas à CMVM, a quem compete verificar, se:

---

<sup>58</sup> Regulamento de Gestão, página 60.

- ✓ se o método de valorização adoptado está claramente descrito no Regulamento e ao alcance dos Investidores em geral, não cabendo ao Supervisor certificar os valores atribuídos aos elementos patrimoniais de um Fundo de Investimento;
- ✓ se esse método tem sido correctamente aplicado;
- ✓ se o valor divulgado traduz fielmente o resultado da aplicação desse método;
- ✓ se as avaliações são comparáveis ao longo do tempo.

Estamos perante um Fundo Especial de Investimento Fechado, esta denominação de fundo fechado implica que é estabelecido um montante máximo para o fundo. No presente caso o capital inicial autorizado a considerar para o fundo foi de €10.000.000, correspondendo a 20.000.000 de unidades de participação a serem colocadas, sem que os titulares das UP disponham do direito de resgatá-las a qualquer momento ou em datas previamente convencionadas. Das UP inicialmente oferecidas à subscrição pública, apenas foram efectivamente colocadas 500.000.

Na subscrição de oferta pública, o capital do Fundo não foi integralmente subscrito, sendo automaticamente reduzido para 500.000 unidades de participação em circulação, correspondendo às subscrições recolhidas, com uma cotação inicial unitária por UP de €5, num total de investimento de €2.500.000. O valor inicial do património do Fundo correspondendo ao número de UP emitidas, subscritas e realizadas, a multiplicar pelo preço de emissão e deduzidos dos custos da Oferta Inicial imputados ao Fundo.

O Regulamento de Gestão define as regras para a liquidação do capital inicial que será efectuada de uma forma faseada durante quatro semestres, com entrega de 20% no dia 30 de Janeiro de 2004. No caso de incumprimento por parte do subscritor, existirão penalizações. Para melhor se compreender o modo como será feita a liquidação do capital optou-se por fazer a transcrição de parte do que o Regulamento de Gestão estabelece.

*“A subscrição assume-se, em cada momento, como efectiva, quando a importância paga é integrada no activo do Fundo, ou seja, no dia útil seguinte ao da data da realização inicial e no dia útil seguinte da(s) data(s) de realização da importância remanescente, data em que o respectivo valor é, por um lado, debitado ao participante que adquire unidades de participação e, por outro, incorporado no valor global do Fundo. A subscrição de unidades de participação efectuar-se-á no banco depositário e nas entidades colocadoras.”*

*“Numa primeira fase e aquando da assinatura do boletim de subscrição, o participante deverá pagar a quantia correspondente a 20% (vinte por cento) do valor total subscrito (importância inicial). A liquidação financeira do valor total subscrito será faseada durante os primeiros quatro semestres, findo o período de subscrição inicial.”*

*“O valor remanescente (importância remanescente) será pago semestralmente, de acordo com o montante (em termos percentuais) definido pela entidade gestora, o qual nunca poderá exceder em cada semestre 30% do valor total subscrito. Findo o prazo de liquidação, o qual não será inferior a 15 dias, a entidade gestora notificará, por carta registada, os participantes que ainda não tenham procedido ao pagamento, para procederem à regularização dessa situação. Nessa comunicação a entidade gestora concederá aos participantes novo prazo para efectuarem o pagamento. Excepcionalmente, pode a entidade gestora do Fundo, atendendo à inexistência de oportunidades de negócio e de despesas e encargos, dispensar os participantes do pagamento de um ou mais semestres da importância remanescente. A liquidação financeira do total do capital do Fundo, caso não tenha ocorrido antes, terá de ser cumprida no final do segundo ano de vida do Fundo.”*

O Regulamento de Gestão do ART INVEST estabelece que será adoptada uma política de investimentos mistos, compreenderão a aquisição de obras de arte da mais diversa índole e unidades de participação de fundos que prossigam objectivos e políticas de investimento semelhantes, nomeadamente “The Fine Art Fund”, o qual poderá ser o único activo a deter nos primeiros dois anos. Alguns dos tipos de activos do investimento directo que poderão fazer parte do património do Fundo são: pintura, escultura, tapeçaria, fotografia, azulejo, cerâmica, gravuras, estampas, podendo existir outros. As aquisições das referidas obras serão, predominantemente, efectuadas nos mercados ibérico e latino-americano (obras elaboradas no século XX), poderão ser realizadas em leilões e/ou hastas públicas, ou mediante outro meio similar e idóneo.

Conforme já foi referido o património do Fundo é composto por participações em outros fundos. Estamos perante uma situação de Fundos de Fundos em que a gestão (e, conseqüentemente, a supervisão) de Fundos cujos patrimónios sejam constituídos, no todo ou parte, por UP noutros Fundos é bastante complexa, por causa do cúmulo de risco a que o Fundo pode ficar exposto inadvertidamente. Por exemplo, pensa que as UP permitem uma adequada diversificação e, afinal, têm todas o mesmo activo subjacente ou activos subjacentes cujos preços de mercado estão em correlação positiva muito próxima de +1.

### IV.1.2 ART INVEST – Análise de Risco

O Regulamento de Gestão, capítulo VI, estabelece a política de investimento, o ponto 6.4 enumera os riscos associados ao investimento que são de diversos tipos e naturezas. A cobertura de riscos, não esgota o problema, deixando muitas situações de risco significativo de fora, o que revela que neste ponto é insuficiente. Perante um produto financeiro inovador, os riscos associados ao investimento são muitos e de vária ordem, entre outros:

- ✓ Risco do investimento no “The Fine Art Fund”, que foi o principal activo em que o fundo esteve investido nos primeiros dois anos, é um fundo que não está sujeito a nenhuma entidade reguladora nem supervisora acarretando por esse motivo riscos que se torna especialmente difícil aferir. Esta participação tem sido mantida de uma forma constante e tem vários riscos associados que se verificam pela forte queda do valor das unidades de participação;
- ✓ Risco financeiro, de acordo com as normas contabilísticas internacionais, é o risco de uma possível alteração futura dos preços das mercadorias, as obras de arte são tratadas como outra mercadoria qualquer, taxas de câmbio, taxas de juro ou qualquer outra variável financeira. No caso em análise, é um dos riscos mais significativos, pelo que face ao tipo específico de mercadoria, se procede à análise separada e detalhada, dos vários tipos de risco que aqui cabem.
- ✓ Risco de mercado, a variação negativa de preço dos activos subjacentes é um risco muito elevado, é significativo face ao actual contexto económico que afecta negativamente, levando a níveis de desempenho negativo pela desvalorização quer das unidades de participação do “The Fine Art Fund” quer das obras de arte do portefólio do ART INVEST, apesar de contabilisticamente nos aparecerem valorizadas, o que não é real, veja-se o caso de uma obra que foi a leilão e nem sequer foi licitada. Aqui o que efectivamente importa é o preço de venda obtido no mercado aquando das transacções, tudo levando a crer que se afastará para baixo do custo histórico acrescido dos custos de posse e não o preço possível ou potencial.

Existe a possibilidade da imobilização do investimento até ao fim da vida do fundo, é uma possibilidade caso não se verifiquem propostas de aquisição de compra de unidades de participação.

O Regulamento de Gestão, estabelece no seu ponto 6.4.2 pg 34 e 35 , que se transcreve dada a sua importância, apesar de se considerar que o problema não está na escolha do portefólio, que a nosso ver se trata apenas de 19 obras que é menos do que uma galeria expõe ao público numa exposição, a realidade é muito mais complexa e apesar de todos os órgãos que se criaram para validar o processo e aconselhamento técnico:

*“Apesar de ter proporcionado rendibilidades positivas regulares no passado, não existe qualquer garantia que o investimento em obras de arte continue a apresentar performances positivas no futuro. De facto, é possível que os activos que compõem o Fundo se desvalorizem parcialmente, podendo mesmo essa desvalorização ser bastante significativa. Por forma a reduzir o risco de desvalorização dos activos a adquirir, a entidade gestora irá adoptar uma política de investimento que permita a desejada diversificação do seu portfolio. Trata-se de um método simples, mas eficaz, por forma a reduzir o risco associado ao investimento em determinada obra de arte. Refira-se, ainda, que a entidade gestora do Fundo irá adoptar uma abordagem criteriosa e ponderada nas decisões de investimento que será avaliada pelo Conselho Consultivo do Fundo.*

*O objectivo de redução do risco de desvalorização do investimento via diversificação dos activos que compõem o portfolio, é prosseguido não só através da diversidade do tipo de obras de arte a adquirir directamente pelo Fundo, como essencialmente através da subscrição de unidades de participação em fundos especiais de investimento, os quais deverão prosseguir uma política de investimento similar à do Fundo. Estas orientações de investimento permitirão, por um lado, aumentar a diversificação do portfolio (diversificação de tipo de obras de arte) e, por outro lado, diversificar a estratégia de gestão.*

*Adicionalmente, perspectiva-se, como já se referiu anteriormente, a criação de um Conselho Consultivo, órgão colegial composto por personalidades de reconhecido mérito e prestígio no mercado da arte, que terá por principal competência a assessoria, em termos genéricos, à entidade gestora e o acompanhamento da política de investimento.*

*Por forma a garantir, igualmente, a diversificação da carteira e diluir o risco, o investimento máximo em cada obra de arte não deverá ultrapassar o valor mais baixo dos seguintes limites: (i) 7,5% do valor líquido global do Fundo ou (ii) o valor de € 500.000 (quinhentos mil euros). Por valor líquido entende-se o valor do conjunto dos activos que compõem o Fundo, deduzido de todas as despesas e outros encargos,*

*incluindo impostos, previstos neste prospecto ou que decorram da administração do Fundo.”;*

Concorda-se com o que diz o Regulamento de Gestão no sentido de diversificação dos activos. Verifica-se, contudo, que as 19 obras que integram o património do Art Invest são pouco diversificadas, optou-se apenas por arte contemporânea de artistas portugueses e brasileiros, opção esta que representa um nível elevado de risco. Normalmente, para que o risco seja mais repartido, opta-se por uma opção mais alargada quer no que se refere aos períodos das obras quer às nacionalidades dos artistas. Também, para dar mais garantias devem consultar-se os índices internacionais e o histórico do artista em leilões internacionais, para se avaliar em que mercados e preços se poderão vir vender as obras e fazer a liquidação do Fundo. Na maior parte destes artistas escolhidos, terá de se optar pelo mercado português e brasileiro. O mercado português é débil e o do Brasil é muito grande e mal conhecido por nós, o que tem levado a que não seja opção, além de que face às restrições impostas à entrada de mercadorias no Brasil e à carga fiscal, vai ser complicado. Veja-se o motivo pelo qual uma obra de Hélio Oiticica, “Relevo Especial” não conseguiu ser vendida em Londres, “dificuldade de entrar no Brasil”.

- ✓ Risco cambial, não é negligenciável já que se tem mostrado bastante significativo, pensamos ser significativo face à política de investimento adoptada. A moeda de facturação das maiores transacções de elementos patrimoniais é uma moeda diferente da moeda de relato do Fundo, o euro. O Fundo investiu fortemente em activos tais como as unidades de participação do “The Fine Art Fund”, cuja moeda de referência é o dólar americano, cuja paridade com o euro tem sofrido oscilações significativas. O Regulamento de Gestão dá relevo especial a este tipo de risco no ponto 6.4.1 pág. 34:

*“O Fundo investirá em activos que não estão denominados em euros, tais como as unidades de participação do fundo The Fine Art Fund, cuja moeda de referência é o dólar americano. Neste sentido o Fundo está sujeito a risco cambial, não estando prevista a cobertura sistemática deste risco. No entanto poderá a entidade gestora, caso o entenda, realizar pontualmente a cobertura do risco cambial.”;*

- ✓ Risco de deterioração das obras adquiridas, parece merecer alguma atenção este tipo de risco, se considerarmos o conceito de um modo muito amplo podemos ter várias

questões que vão alterar negativamente o valor das obras de arte. Há obras que se pensa serem filmes que sofrem deterioração, já que a plataforma tecnológica com que foram executados passados oito anos está profundamente alterada, chegando mesmo nalguns casos a deixarem de ser transaccionados;

- ✓ Risco de aquisição de obras falsificadas, não nos parece ser significativo dado o reduzido número de obras do portefólio e também os seus respectivos valores. No caso de Fundos de Arte como “The Fine Art Fund Group” este problema não pode ser descartado tão facilmente. No Fundo BANIF este problema seria solucionado mediante a intervenção do Conselho Consultivo e das Entidades Avaliadoras, daí que sejam criteriosamente escolhidos os seus elementos, em função da competência já demonstrada nestas matérias. Presentemente estes órgãos parecem estar já muito fora do processo, por motivos de vária ordem, falecimento, reforma, falência.

Num Fundo de Arte credível torna-se necessário que sejam implementadas funções de “accountability”, tão importante para a legítima confiança dos investidores. Tais funções passam por: existência de um regulamento específico, no presente caso desconhece-se se existe algum regulamento específico para além do consignado no Regulamento de Gestão? Quando e como se reúnem estes órgãos e se o fazem? Se alguns elementos foram substituídos? Se proferiram pareceres sobre as obras adquiridas e onde se podem consultar? Qual é o processo para elaborarem pareceres sobre a oportunidade de vendas? Se existem actas publicadas sobre as suas reuniões e deliberações? Pronunciaram-se sobre os valores atribuídos às peças para efeitos de valorização do Fundo e das respectivas UP, que ocorre semestralmente? Há registo escrito de que o Conselho Consultivo e as Entidades Avaliadoras se pronunciaram sobre os valores que estavam a ser atribuídos às peças?

- ✓ Risco de contraparte, embora muito reduzido dado o pequeno número que compõe a colecção mas não negligenciável, na compra de quadros por transacção particular, pode pagar-se e o quadro não aparecer. O risco de contraparte não pode ser ignorado sobretudo nas vendas particulares. O Regulamento permite vendas a particulares, com determinadas regras. Pensa-se que a obra “Relevo Espacial” de Hélio Oiticica, que não foi arrematado no leilão em Londres, que se não encontra no último relatório e contas como integrando os activos, tenha sido efectuada uma venda deste tipo particular.

- ✓ Risco de subjectividade das avaliações, é uma realidade em objectos de arte, apesar de se ter constituído um Comité com esse fim, mas não é essa uma questão que consideremos maior. Existe a possibilidade de as avaliações das obras serem subjectivas, pelo que o seu valor de compra e/ou de venda pode ser superior ou inferior ao das avaliações reflectidas no valor das unidades de participação. Este problema também se coloca na valorização periódica do Fundo. O Regulamento de Gestão estabelece uma regra fixa de valorização semestral contabilística dos activos, o que a nosso ver se tem mostrado irrealista pois a valorização da arte não pode ser feita nestes moldes;
- ✓ Risco de crédito, embora muito reduzido, traduz a possibilidade de o produto da venda de um qualquer elemento patrimonial (que não são apenas quadros) não ser cobrado. No caso dos quadros, são vendidos habitualmente em leilão, pelo que a entrega (settlement) depende do bom pagamento (clearing);
- ✓ Riscos operacionais, em geral são elevados, a começar por erros na manutenção do património e a acabar na vulnerabilidade a contrafacções e fraudes. Certamente alguns destes riscos podem ser cobertos junto de uma Seguradora, mas tal significa substituir um risco (operacional) por outro (de crédito ou de contraparte) ou ficar exposto ao risco de litigância jurídica. Neste caso concreto, apesar de não se ter informação, considera-se que os montantes envolvidos são relativamente baixos e as obras não são de grande cotação no mercado internacional, apenas se referem a artistas portugueses e brasileiros;
- ✓ Risco de litigância jurídica, não nos parece significativo e neste caso concreto a probabilidade de vir a acontecer é baixa, dado o pequeno número de obras e serem apenas 24 investidores, na realidade as perdas vão ser assumidas e pouco impacto vão ter. Os contratos que circulam no mundo da arte não estão padronizados, dado a grande dificuldade em o fazer, apesar disso poucos são os casos conhecidos que vão à barra dos tribunais. Em Portugal existem processos em tribunal que se prendem com o aparecimento no circuito comercial de obras falsas.<sup>59</sup> No Reino Unido há vários processos colocados a artistas famosos, por terem plagiado idéias em obras, nomeadamente Demien Hirst.<sup>60</sup>

<sup>59</sup> [http://www.jn.pt/PaginaInicial/Policia/Interior.aspx?content\\_id=1551217](http://www.jn.pt/PaginaInicial/Policia/Interior.aspx?content_id=1551217) ()

<sup>60</sup> <http://ipsilon.publico.pt/artes/texto.aspx?id=264542> (Damien Hirst novamente acusado de plágio)

O Fundo não oferece garantia de capital, não está assegurado que o montante investido seja no mínimo igual ao montante resgatado, face a esta realidade, recomendou-se prudentemente investir apenas de 2% até 5% do montante dos investimentos totais do investidor.

#### **IV.1.3 ART INVEST – Investimento e Desinvestimento**

A primeira chamada de capital do Fundo foi integralmente investida no “The Fine Art Fund”, que iniciou a sua actividade dois meses após a constituição do ART INVEST. O Fundo de Belas Artes I (FAF), iniciou as aquisições no primeiro semestre de 2004, estabelecendo uma estratégia de investimento de curto e longo prazo bem como de diversificação. Pretendeu fazer aquisições para garantirem liquidez imediata e em obras de autores consagrados, que poderiam vir a valorizar fortemente e gerar elevado retornos. As aquisições foram feitas preferencialmente em leilões de grandes casas internacionais e também através dos denominados “art buyers”, que se dedicam a procurar boas oportunidades de negócio.

O ART INVEST iniciou a sua actividade em 30 de Janeiro de 2004, o primeiro Relatório de Gestão<sup>61</sup> e demonstrações financeiras referem-se a 30 de Junho de 2004, evidenciando um activo líquido de €4.478.881 (€2.468.129 carteira de títulos, €2.000.000 total dos valores a receber, €4.667 total das disponibilidades, €6.093 total dos acréscimos e diferimentos activos), um capital de €2.502.924, incluindo um resultado líquido do semestre de €2.994, para equilibrar o balanço temos o total de valores a pagar de €1.975.957. Da análise da demonstração de resultados verifica-se que o total dos custos e perdas correntes são de €24.131 e o total dos proveitos e ganhos correntes são de € 27.054. Neste primeiro semestre estamos perante valores muito elevados que para serem compreendidos seria necessário ter acesso a informação mais detalhada.

Da análise do mapa comparativo da Composição Discriminada da Carteira no 1.º Semestre de 2004, tendo por base recolhidos no site da CMVM, faz-se o acompanhamento do património inicial. Temos em Janeiro de 2004 um depósito à ordem de €500.000 (DO BBI 0,0000%) que não vence qualquer juro, no mês seguinte passa para depósito com pré-aviso e a prazo, €500,700, (CD Portugal 2,2500%), pelo período de 02/02/2004 a 31/3/2004. De 31/03/2004 a 05/04/2004 mantém-se e o montante é de €501.476. Em Abril é transferido para depósito à ordem para o banco JP Morgan CH 0,0000%, passando para USD e o montante é de

---

<sup>61</sup> Documento 693RC30062004 (Relatório de Gestão do Art Invest – Fundo Especial de Investimenro, 1º Semestre de 2004), publicado pelo BANIF

€502.218, mantendo-se em Maio mas o montante altera-se para €491.883. Só em Junho encontramos a aplicação em USD3.000.000 em participação no Fine Art Fund, correspondendo a €2.468.120, paralelamente aparecem-nos valores em responsabilidades extrapatrimoniais muito significativas. Perante estes movimentos somos levados a concluir que o processo de participação do ART INVEST no The Fine Art Fund só se efectivou em Junho e desconhece-se o processo como se efectuou de liquidação da participação.

ART INVEST - FEIF	Jan-04		Fev-04		Mar-04		Abr-04		Mai-04			Jun-04
Designação	Total (EUR)	Juro Decorrido (EUR)	Total (EUR)	Juro Decorrido (EUR)	Total (EUR)	Preço unitário	Total (EUR)	Preço unitário	Total (EUR)	Quantidade	Preço unitário	Total (EUR)
<b>A - Composição discriminada da carteira de</b>												
322 UNIDADES PARTICIPAÇÃO FIM NÃO												
Fine Art Fund										1	3000000 USD	2.468.120,13
712 DEPÓSITOS À ORDEM												
DO BBI 0.0000%	500.000					0 EUR	3463.97	0 EUR	3263.97	0	0 EUR	4.667,66
DO JP Morgan Ch 0.0000%						0 USD	502218.13	0 USD	491883.92			
721 DEPÓSITOS COM PRÉ-AVISO E A PRAZO												
CD Portugal 2.2500% 02/02/2004 a 01/03/2004		700,00	500.700,00									
CD Portugal 2.2500% 31/03/2004 a 05/04/2004				25,07	501.476,12							
91 VALORES ACTIVOS												
Valores Activos											EUR	2.035.552,18
92 VALORES PASSIVOS												
Valores Passivos	-8,22	0	-246,90	0	-502,11	EUR	-32616.63	EUR	-22339.98		EUR	-2.005.416,46
<b>B - Valor Líquido Global do Fundo:</b>	499991,8		500.453,10		500.974,01		473065,47		472907,91			2.502.923,51
<b>C - Responsabilidades extrapatrimoniais</b>												
CAMBIAL												
Forward 31/01/2014						USD	-470588.24	USD	-470588.24			
Forward 29/03/2005												748.752,08
Forward 29/09/2004												746.887,97
Forward 29/09/2005												499.375,78
Forward 31/01/2014												-470.588,24
Forward 31/01/2014												-705.882,35
<b>Participação em Circulação:</b>									100.000			

Mapa 3, Comparativo da Composição Discriminada da Carteira no 1.º Semestre de 2004<sup>62</sup>

Dados recentes, o Relatório de Gestão do ART INVEST relativo ao segundo semestre de 2011, o património do Fundo era composto por participações em outros fundos que tenham a mesma política de investimento e por obras de arte diversas. O Sistema de Difusão de Informação da CMVM, reportado a Dezembro de 2011, refere as seguintes existências:

- ✓ participação no “The Fine Art Fund” de 18.169,51 unidades de participação, com a cotação de USD86,97 e o valor estimado de €1.221.272,27, correspondendo a 47,06% do investimento total;

<sup>62</sup> Dados publicados pela CMVM

- ✓ um total de 19 obras de arte cujo montante global é estimado em €408.730,56, estando representados os artistas Julião Sarmento, Helena Almeida, João Maria Gusmão e Pedro Paiva, João Queiroz, Mira Schendel, Álvaro Lapa, Paula Rego, Hélio Oiticica, Pedro Croft, José Leonilson, Rui Chafes;
- ✓ liquidez em depósitos à ordem no montante de €379.332,32 que corresponde a 14,62%. A opção quanto à liquidez em carteira, é a sua distribuição no final do ano.

Actualmente o ART INVEST encontra-se em actividade mas já numa fase de desinvestimento, pelo que já em 2010 não concretizou qualquer acção aquisitiva. Prevê-se eventualmente algumas alienações que se encontram em fase de negociação, tendo em 2011 já sido concretizada uma venda em leilão em Londres.

Em 2011 foram a leilão duas obras pertencentes ao património do fundo <sup>63</sup>:

- ✓ “*O Africano*” de José Leonilson (1957-1993), obra de 1984, artista brasileiro do pós guerra, arte contemporânea, realizou o preço de martelo de £46.850 (\$76.553) <sup>64</sup>, incluiu o prémio do comprador, valores estimados eram de £40.000 - £90.000 (\$61.000 - \$90.000), venda 5452, leilão da Christie’s em Londres South Kensington, em 20 de Abril de 2011.

Tinha sido adquirido em Novembro de 2007 por €56.950,69, em Outubro de 2010 estava valorizado por €70.788,35 e em Março de 2011 por €71.876,34, mês anterior a ter ido a leilão.

Há a considerar custos inerentes à transacção, havendo a abater cerca de 20% para comissão do leiloeiro, 4% direito de sequência para o artista ou seus representantes (no espaço da União Europeia e em função do valor da transacção – % segundo tabela do n.º 4 do artº 2.º da Lei n.º 24/2006)<sup>65</sup>, mais despesas do leilão (seguros, transporte,

---

<sup>63</sup> Cotação de 16 de Abril de 2012, publicada no Diário Económico, câmbio dólar dos EUA face 1 euro é 1,31, o câmbio da libra estrelina face 1 euro é 0,82 e face a 1 dólar EUA é 0,63;

<sup>64</sup> Fonte: Site da Christie’s, <http://www.christies.com/>; <http://www.christies.com/POST-WAR-AND-CONTEMPORARY-ART-23207.aspx>; <http://www.christies.com/lotfinder/paintings/jose-leonilson-o-africano-5428412-details.aspx?from=salesummary&intObjectID=5428412&sid=7cb57250-b903-4725-9f86-d06dc4bde4ba>

<sup>65</sup> Lei n.º 24/2006, de 30 de Junho (Transpõe para a ordem jurídica nacional a Directiva n.º 2001/84/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de Setembro, relativa ao direito de sequência em benefício do autor de uma obra de arte original que seja objecto de alienações sucessivas no mercado de arte, após a sua alienação inicial pelo seu autor, e altera o Decreto-Lei n.º 332/97, de 27 de Novembro)

impostos e outras) e ainda todos os custos desde a data da aquisição até à data da venda que serão perto de 6 anos.

Considerando a cotação da libra face ao euro de 0,82, o valor da venda ilíquido do “Africano” rondará os €57.134, muito abaixo do que estava valorizado no mês anterior ao leilão, €71.876,34. Considerando o preço de martelo de aproximadamente €57,134, deduzindo-se a comissão do leiloeiro e despesas de 25% (5% de IVA e 20% de prémio de comprador), temos -€14,283.54 e o direito de sequênciade 4%, temos -€2,285.36, o produto líquido da venda teria sido de aproximadamente €40,565.24, com uma menos valia de 44% relativamente à última valorização (€71.876,34) e de 29% relativamente ao preço de compra (€56.950,69).

Este exemplo é bem significativo para mostrar que o mercado da arte não é só caracterizado por grande volatilidade, mas também por custos de transacção muito elevados, sobretudo para o vendedor, mas também para quem compra, facto que raramente é revelado nos Prospectos. O Regulamento de Gestão refere que todos os custos das transacções quer de compra quer de venda serão suportados pelo Fundo.

**José Leonilson (1957-1993)**

*O Africano*



**Price Realized** (Set Currency)  
 £46,850  
 (\$76,553)  
 Price includes buyer's premium

**Estimate**  
 £40,000 - £60,000  
 (\$61,000 - \$90,000)

**Sale Information**  
 Sale 5452  
 Post-War & Contemporary Art  
 20 April 2011  
 London, South Kensington  
 Contact the Department

Figura 15

A obra “O Africano”, está assinado e datado no verso, a técnica utilizada é acrílico sobre tela, 103 x 392,5 cm, executada em 1984. Refere-se na informação do lote (Sale 5452) que as despesas foram: 5% de IVA e 20% de prémio de comprador.<sup>66</sup>

<sup>66</sup> Informação recolhida no site da Christie's

- ✓ **Relevo Espacial**” de Hélio Oiticica, artista brasileiro, um lote que não foi arrematado na leiloeira londrina Phillips de Pury & Company, em 14 de Abril de 2011, mas teve despesas.<sup>67</sup>

Esta obra de pintura sobre madeira 98 x 78 x 10,5 cms, acompanhada por um certificado de autenticidade, conhecendo-se a proveniência e onde esteve em exposição, tinha sido adquirida em Dezembro de 2008 por €216.294,16, em Outubro de 2010 estava valorizada em €242.856,6 e posteriormente em €243.666,51, com a ida a leilão teve de suportar encargos consideráveis de deslocação seguros e outros. O valor estimado pelo qual figurava no catálogo de leilão era de £300.000 – £4000.000. Esta obra não se encontra presentemente referenciada no portefólio do fundo, na lista da CMVM, desconhecendo-se o modo como se processou a sua alienação, pensa-se que houve lugar a uma “Private Sale”, que por vezes ocorre posteriormente e já à margem do leilão.

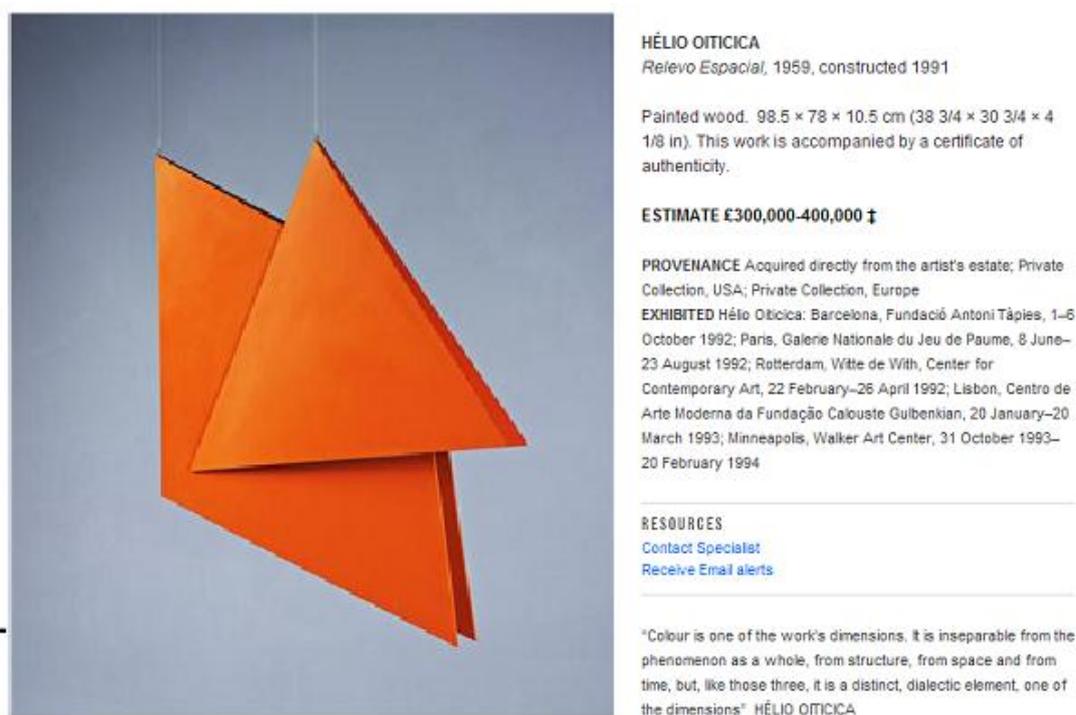


Figura 16

Estes dois casos mostram bem como existe um baixo nível de liquidez nestes fundos e como a formação do valor é função de variáveis conjunturais sobre as quais não é possível exercer qualquer controlo.

<sup>67</sup> Fonte: Site de Phillips de Pury & Company; <http://www.phillipsdepury.com/auctions.aspx?sn=NY040111>; [http://www.phillipsdepury.com/auctions/lot-detail/HÉLIO-OITICICA-/UK000111/5/1/1/12/detail.aspx?returned\\_url=/search.aspx&search=Helio Oiticica](http://www.phillipsdepury.com/auctions/lot-detail/HÉLIO-OITICICA-/UK000111/5/1/1/12/detail.aspx?returned_url=/search.aspx&search=Helio Oiticica)

## IV.2 Enquadramento de contexto

Em períodos de fortes convulsões políticas verifica-se a apropriação de obras de artes e outros objectos valiosos, pelos vencedores, procedimento já muito verificado desde sempre, com os espólios de guerra. Durante a II Grande Guerra, especialmente as famílias de origem judaica foram espoliadas de muitas obras que acabaram por se espalhar pelo mundo e irem parar a museus e colecções particulares, verificando-se um autêntico contrabando e roubo, especialmente no mundo ocidental. Ainda hoje existem processos em tribunal de reapropriação dalguns desses objectos, colocados pelos descendentes dos espoliados, mas na maioria dos casos com pouco sucesso, na medida em que é preciso fazer a prova e os registo dos bens à altura eram poucos e na grande maioria os arquivos desapareceram.<sup>68</sup>

Desde o final da II Grande Guerra, em 1945, que os valores dos trabalhos de artistas consagrados se apreciaram consideravelmente. A qualidade dos trabalhos de arte foi responsável, em grande parte, pela notável subida de valor, bem como a raridade causada pela destruição de muitas obras durante a guerra, conjugada pela expansão da procura por parte dos museus e formação de colecções particulares, o mercado torna-se também muito mais selectivo na atribuição de valor e estatuto às obras de arte. A rápida subida dos preços leva à especulação verificada nos anos oitenta do século passado. É este contexto que leva ao desenvolvimento dos mercados financeiros, a considerar-se a arte também como activo financeiro, a aparecerem novos fundos especiais de investimento mobiliários e outras formas de investimento em obras de arte.

O enquadramento legal dos chamados organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) tem de ser visto no contexto da União Europeia, já que a legislação vigente em Portugal é uma transposição de Directivas do Parlamento e do Conselho que são de cumprimento obrigatório pelos Estados Membro. A Directiva do Conselho n.º 85/611/CEE de 20 de Dezembro de 1985, “*coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM)*”. A Directivas n.º 2001/107/CE, “*altera a Directiva 85/611/CEE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), com vista a regulamentar as sociedades de gestão e os prospectos simplificados*”, a Directiva n.º 2001/108/CE, “*altera a Directiva 85/611/CEE do Conselho, que coordena as disposições*

<sup>68</sup> R. T. Naylor, Crime Law Soc Change (2008), The underworld of art, Published online 26 August 2008, Springer Science + Business Media B. V. 2008

*legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM), no que diz respeito aos investimentos em OICVM*”, ambas do Parlamento e do Conselho Europeu e de 21 de Janeiro de 2002. O Decreto-Lei n.º 252/2003 de 17 de Outubro de 2003, “*aprova o regime jurídico dos organismos de investimento colectivo e suas sociedades gestoras e transpõe para a ordem jurídica nacional as Directivas 2001/107/CE e 2001/108/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Janeiro de 2002, que alteram a Directiva n.º 85/611/CE, do Conselho, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) com vista a regulamentar as sociedades gestoras, os prospectos simplificados e os investimentos em OICVM*”.<sup>69 70</sup> Sobre este assunto, foi produzido o “*ESTUDO SOBRE A PERCEPÇÃO DE RISCO: IMPLICAÇÕES NA INFORMAÇÃO PRESTADA PELOS FUNDOS DE INVESTIMENTO*”, por Francisco Garcia dos Santos e António Palhinha Machado, que se encontra publicado no site da CMVM.<sup>71</sup>

Geralmente a arte é considerada um investimento alternativo mas não deve representar mais de 5% da carteira de investimentos totais. Isto quer dizer que não se deve investir intensamente em arte como produto financeiro. Acerca dos artistas e respectivos trabalhos que se podem escolher e considerar para incluir em carteiras de fundos, recomenda-se utilizar o conhecimento específico de peritos credíveis e a informação disponível em revistas e jornais da especialidade. Os fundos de arte são considerados de risco porque é difícil prever que tipo de arte será valorizada no futuro. Obras de arte existem que hoje são boas referências para investir e não sobreveverão, com especial destaque para a arte contemporânea.

Em 03 de Fevereiro de 2004 foi publicado o anúncio de divulgação do resultado da Oferta Pública de Distribuição de 2.000.000 de Unidades de Participação do ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Mobiliário. Refere o dito documento que Oferta Pública de Distribuição de 2.000.000 Unidades de Participação do ART INVEST, tinha decorrido entre os dias 5 e 30 de Janeiro de 2004, tendo sido apurado o resultado da OPD no dia 30 de Janeiro de 2004, pelo BANIF, na qualidade de intermediário financeiro, considerando-se o Fundo formalmente constituído, verificou-se apenas uma distribuição de 500 mil Unidades de Participação com o capital de €2.500.000, correspondendo a um quarto do que tinha sido

<sup>69</sup> <http://dre.pt/sug/1s/diplomas.asp> (Diário da República Digital)

<sup>70</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006L0012:PT:NOT> (EUR-Lex - Acesso ao direito da União Europeia)

<sup>71</sup> <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo5Cadernos38.pdf>

autorizado pela CMVM, iniciando-se a actividade do Fundo. A liquidação física e financeira teve lugar no dia 30 de Janeiro de 2004, devendo ser considerado que o Regulamento de Gestão estabeleceu um esquema detalhado para a liquidação dos valores subscritos que seria faseado e alargado no tempo. A Sociedade Gestora é o Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, S.A. O Intermediário Financeiro é o Banif – Banco de Investimento, S.A.

O Prospecto de Oferta Pública e Regulamento de Gestão do ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Mobiliário, S.A., encontrou-se à disposição do público na sede, junto do Banco Depositário (Banif – Banco de Investimento, S.A.) e das entidades comercializadoras (Banif – Banco Internacional do Funchal, S.A., Banif – Banco de Investimento, S.A., e Banco Comercial dos Açores, S.A.), podendo este documento ser enviado a pedido a investidores e participantes, sem qualquer encargo, documento com data de 05 de Agosto de 2005.

Com data de 05 de Agosto de 2005 encontramos o aviso relativo ao ART INVEST – Fundo Especial de Investimento Mobiliário, S.A., que refere que os relatórios e Contas do Fundo, ao abrigo do n.º 1 do artigo 68.º do Decreto-lei n.º 252/2003, passam a ser de 90 e 30 dias para os relatórios anuais e semestrais, respectivamente, dando assim cumprimento ao novo normativo.

O BANIF Gestão de Activos – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, S. A., publica o Relatório e Contas Semestral e Anual, do Art Invest – Fundo Especial de Investimento Fechado, do qual é sociedade gestora, colocando anúncio na Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM), por força de obrigatoriedade legal.<sup>72</sup> Os referidos Relatório e Contas encontram-se depositados na sede do BANIF, à disposição do público, sendo enviados gratuitamente a pedido.

### **IV.3 A Arte de Inovar com Arte?**

Muitas vezes consideram que existe um paralelismo entre o investimento em arte e em bolsa. Daí que também em Portugal tenha surgido a ideia de inovar em arte e o aparecimento

---

<sup>72</sup> Sociedade Gestora: BANIF Gestão de Activos – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, S.A., Sede: Rua Tierno Galvan, Torre 3, 14º Piso, Lisboa, Capital Social integralmente realizado de €2.000.000, Matriculada na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa, n.º 2.385, Pessoa Colectiva n.º 502 603 046. Intermediário Financeiro: BANIF – Banco de Investimento, S.A., Sede: Rua Tierno Galvan, Torre 3 – 14º Piso, Lisboa, Capital Social integralmente realizado de €20.000.000, Matriculada na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa sob o n.º 1.060, Pessoa Colectiva n.º 502 261 722.

do ART INVEST – FEIF. Para se perceber o contexto apresentam-se posições expressas no Fórum do Investidor promovido pelo Diário Económico.<sup>73</sup>

No I Fórum do Investidor do Diário Económico em 2007, a questão do investimento em arte foi abordada por Arlete Alves da Silva, directora da Galeria 111, que abriu o Fórum e fez um paralelismo entre o investimento em bolsa e em arte. Segundo dados citados pela conferencista, dados internacionais apontam para 230% o aumento do valor das obras vendidas de artistas nascidos após 1945. O caso das obras de Paula Rego, pintora de origem portuguesa, é um bom exemplo. Obras que em 30 anos, passaram do equivalente a 300 - 500 euros para 500 mil euros.

Manuel de Brito, já falecido, fundador e dono da Galeria 111, colecionou mais de duas mil obras, avaliadas em 2007 em 20 milhões de euros. Comprou obras de jovens artistas, na maioria portugueses e brasileiros, em fase de lançamento e acompanhou de perto o seu trabalho. Para Arlete Alves da Silva, “um coleccionador de obras de arte tem de ter paixão, paciência e espírito crítico”, dando como exemplos os coleccionadores Joe Berardo e João Rendeiro.<sup>74</sup>

Quando do Grande Fórum do Investidor, promovido pelo Diário Económico em 14 de Outubro de 2008, foi feita uma apresentação de um módulo – Como investir em arte.

Foi convidado Philip Hoffman, CEO do “The Art Fund Group”<sup>75</sup>, tendo revelado que “... perante a crise financeira de 2008, o mercado da arte superou tudo parecendo estar imune à crise, sendo prova disso o comportamento dos leilões, com especial destaque a venda de 223 obras de Damien Hirst produzidas em 2008 e vendidas pela Sotheby’s, em dois dias de vendas, intitulados “*Beautiful inside my head forever*”, que renderam ao artista a soma de 125 milhões de euros (111 milhões de libras, foi o último evento de venda do *boom*) ... o mercado da arte esmaga todos os outros e é o mercado mais seguro para investir... hoje assiste-se à transformação da arte em pura mercadoria e não tarda, que a inovação financeira chegue a este mercado e me veja a ganhar milhões através do *Golden Calf* do Damien Hirst (lote do leilão efectuado na Sotheby’s a 15 de Setembro por £10.345.250, no dia seguinte a ter tido lugar o

<sup>73</sup> Nas conclusões apresentaremos a nossa posição que não é coincidente com estas vozes.

<sup>74</sup> Estas duas colecções, presentemente apresentam valores bem diferentes dos de 2007, tendo passado por processos muito diferentes mas todos eles polémicos, encontrando-se à ordem de Bancos como garantia de valores, a de Joe Berardo para garantia de valores que se prendem com a compra de acções do BCP, a de João Rendeiro à ordem do Banco de Portugal relacionado com o processo de extinção do BPP.

<sup>75</sup> O Art Invest detem actualmente 18169,51 unidades de participação no Fine Art Fund, € 931.360,35 o que corresponde a 35,94% do montante total do Art Invest, daí o interesse especial das declarações de Philip Hoffman.

colapso do banco gigante americano Lehman Brothers) <sup>76</sup> ... os colecionadores que compram através de galerias de arte parecem estar a chegar ao fim, já hoje são mais os que compram com o objectivo, de num curto espaço de tempo, obterem um excelente retorno do investimento... o artista sentir-se-á defraudado, porque afinal não é a sua obra que interessa mas o valor que o mercado lhe atribui ... ”.



Figura 17 - Damien Hirst junto à sua obra "Golden Calf", 2008, vendido, a 15 de Setembro por 10 345 250 libras

Seis meses depois do leilão das obras de Damien Hirst, Fevereiro de 2009, um outro grande sucesso, em plena crise financeira, foi o Leilão da Christie's em Paris, que obteve o maior sucesso unicamente com as vendas da colecção de Yves Saint Laurent e o seu parceiro Pierre Bergé.

Hoffman adverte que "...o comércio de arte é um mercado imperfeito...", o que justifica as elevadas taxas de transacção cobradas por comerciantes de arte e leiloeiros, bem como a falta generalizada de informação sobre "...o mercado para um determinado objecto num determinado momento, pelo que não é fácil encontrar um valor para as obras e pessoas dispostas a vendê-las ou a comprá-las...". O Grupo investiu desde 2004 em todo o mercado de arte cerca de US\$150 milhões em obras de arte, o que "...nos faz um comprador muito significativo e com uma história de sucesso de sete anos, embora ache que existem alguns comerciantes e colecionadores e também alguns museus que nos ultrapassam... ”.

Perante as reflexões e afirmações de Philip Hoffman, somos levados a concluir que o mercado é soberano e dita as regras, o que de certo modo vem na direcção de que estamos perante um novo paradigma, a arte como sistema económico. Esta também foi uma ideia chave

<sup>76</sup> Sarah Thornton, Sete Dias no Mundo da Arte, Cap. 1 – O Leilão, pg. 58;

transmitida no programa no Sotheby's Institute of Art, que esteve presente nas diversas acções que foram levadas a cabo pelos diversos intervenientes.

Uma das frases que mais significado e profundidade e que decerto modo considero como representando o tema deste capítulo é “ARTE NÃO TEM VALOR ATÉ QUE SE TORNA O ALVO DO CAPITAL”. Frase do maior investidor de arte chinês Liu Yiqian, representa e sintetiza bem o que é o mercado da arte. Vendeu no Leilão da Primavera em Pequim, por 425,5 milhões de yuans (EU\$65.500 mil dólares) uma obra do artista chinês Qi Baishi que lhe tinha adquirido por 20 milhões de yuan alguns anos antes.

Qi Baishi é um pintor moderno chinês que executa os seus trabalhos com tinta e caligrafia chinesa, que até há poucos anos tinha valores relativamente baixos e por isso não representavam investimentos de alto risco. No entanto, o mercado de arte chinesa apresenta fortes valorizações e está mais sujeito a oscilações.



Figura 18 - Liu Yiqian vendeu à Hunan TV & Co, esta peça de Qi Baishi, Águia Pousada no Pinheiro, por 425,5 milhões de yuans (EUA \$65.500), no China Guardiã Leilões, em 22 Maio 2011, no Leilão da Primavera

## IV.4 Detalhes acerca do ART INVEST – FEIF

### IV.4.1 Composição dos Activos do FEIF

No que se refere à composição dos activos do FEIF, que se abordará seguidamente, isto é a sua carteira, tem os códigos e montantes investidos, necessitando de serem descodificados para se perceber de que se trata, para se conseguir saber da bondade de tal fundo e portanto do seu valor como investimento. De notar que os investidores apenas são detentores de Loan Notes<sup>77</sup> e não de quadros que pertencem ao próprio fundo, e se a cotação das obras de arte subir as unidades de participação sobem, o inverso também é verdadeiro. No actual contexto,

<sup>77</sup> **Loan Note** é um instrumento de dívida, uma nota promissória ou livrança

Julgamos que os fundos de arte poderão ser ainda de maior risco que fundos de acções ou mesmo de futuros. Numa análise directa, sujeita a erros, temos um total de 19 obras que compõem o FEIE e a participação bem significativa no “*The Fine Art Fund*”.

Consultada a informação disponível no site da CMVM, referente a 2 de Abril de 2012, que se anexa, encontramos o detalhe do Fundo ART INVEST – FEIF. O código ISIN<sup>78</sup> é PTBNDIM0002<sup>79</sup>, registado com o código 693. A entidade gestora é o Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA. O tipo de fundo é Fundo Especial de Investimento. A situação corrente é de que está activo e a data de início de actividade foi 30 de Janeiro de 2004.

- ✓ **Nome do Fundo:** ART INVEST - FEIF
- ✓ **Código ISIN:** PTBNDIM0002<sup>80</sup>
- ✓ **Código do Fundo:** 693
- ✓ **Entidade gestora:** Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA
- ✓ **Tipo de Fundo:** Fundo Especial de Investimento
- ✓ **Situação corrente:** Activo
- ✓ **Data de início da actividade:** 30/01/2004
- ✓ **Cotação da Unidade de Participação em 31/12/2011:** € 5,1900<sup>81</sup>

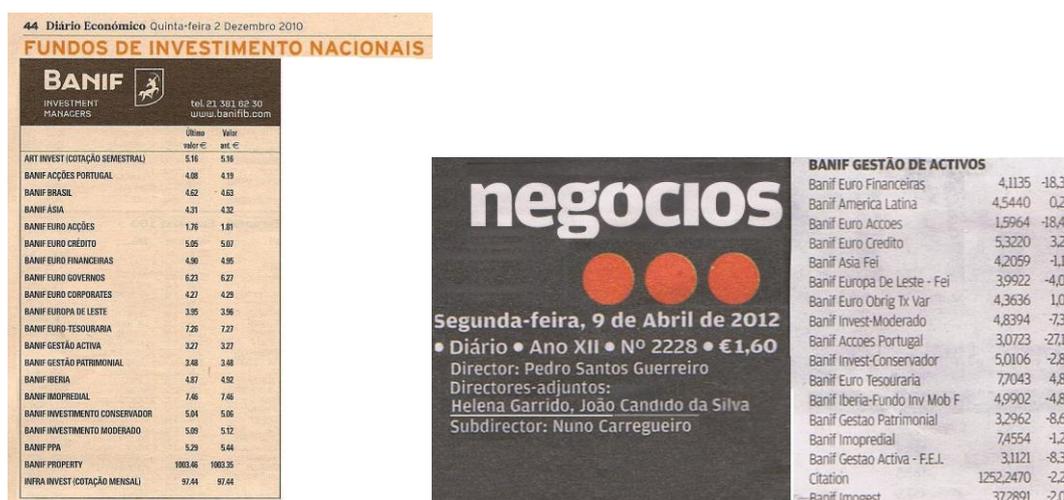


Figura 19 – Cotacoes Diário Económico e Negócios

<sup>78</sup> **International Securities Identification Number - ISIN** ou norma ISO 6166, foi criada em 2001 identifica internacionalmente os valores mobiliários

<sup>79</sup> atribuído pela CMVM, 12 caracteres alfanuméricos, **PT** país de cotação do valor, **BNDIM000** NSIN que é o número de identificação nacional do título, **2** dígito de controlo de integridade do número

<sup>80</sup> [http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/ficha\\_fundo.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/ficha_fundo.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A)

<sup>81</sup> A cotação por força do regulamento é estabelecida semestralmente, bem como são publicados semestralmente Relatório e Contas e disponibilizados no site da CMVM;

O Fundo Art Invest faz parte da lista dos títulos do Banif Gestão de Activos publicado nos jornais. No Diário Económico, em 2 de Dezembro de 2010, a cotação da Unidade de Participação era de €5,16 e no mesmo Diário Económico em 16 de Abril de 2012 era de €4,82 e tinha sido no semestre anterior de €5.19. Em 9 de Abril de 2012, no Negócios apresentava uma cotação de €4,8178 e uma desvalorização de -2,4%.

#### IV.4.2 Órgão de Gestão do ART INVEST <sup>82</sup>

Segundo o Regulamento do Fundo:

Comité de Investimento <sup>83</sup>:

- ✓ Dr. Artur Manuel da Silva Fernandes, já desligado do BANIF, que foi o grande dinamizador deste projecto <sup>84</sup>
- ✓ Dr. António Manuel Rocha Moreira, Director do BANIF SGPS
- ✓ Dr. Raúl Manuel Nunes da Costa Simões Marques, Vogal da Comissão Executiva e Presidente do BANIF Banco de Investimentos

Conselho Consultivo <sup>85</sup>:

- ✓ José Aleixo da França Sommer Ribeiro, já falecido
- ✓ Delfim Sardo, professor auxiliar convidado do Instituto de História de Arte da Universidade de Letras da Universidade de Coimbra
- ✓ Manuel Costa Cabral, era director do Serviço de Belas Artes da Gulbenkian, mas agora está reformado, o serviço foi extinto e integrado no Serviço de Educação

Entidades Avaliadoras:

- ✓ Frederico Horta e Costa, antiquário
- ✓ Leiria & Nascimento, leiloeira que fechou actividade e mudou de nome
- ✓ Maria da Graça Soares Garcia da Fonseca

Auditoria BDO.pt & Associados, com o SROC João Guilherme Melo de Oliveira

Os avaliadores não são instituições (no sentido formal do termo), muito embora com nada de ilícito, apresentam algumas deficiências, que deveriam ter sido vistas pela CMVM, são duas

<sup>82</sup> Regulamento de Gestão, página 53

<sup>83</sup> Regulamento de Gestão, página 67, “curricula vitae”

<sup>84</sup> [http://economico.sapo.pt/noticias/artur-silva-fernandes-deixa-banif-banco-de-investimento\\_138529.html](http://economico.sapo.pt/noticias/artur-silva-fernandes-deixa-banif-banco-de-investimento_138529.html)

<sup>85</sup> Regulamento de Gestão, página 62 e 63, “curricula vitae”

sociedades de “marchands” e uma senhora, em nome próprio, que pensamos estar ligada a uma galeria. O Prospecto não acrescenta nada sobre os respectivos currícula e honorários cobrados.

Por outro lado verifica-se que a equipa “*The Management Board*”<sup>86</sup> do “*The Fine Art Fund Group*” é composta por:

- ✓ PHILIP HOFFMAN - Chief Executive 2001 nomeado 29 de Outubro de 2001 também director de: FINE ART INVESTMENT & Research Limited e de A FINE ART FUND GROUP LIMITED;
- ✓ CHRISTOPHER WRIGHT – Chairman;
- ✓ DAVID ABRAMSON - Non-executive Director;
- ✓ JONATHAN BEAN - Non-Executive Director;
- ✓ ARTUR FERNANDEZ - Non-Executive Director Sr. A. Silva Fernandes, nomeado 01 de Abril de 2004 do A FINE ART FUND GROUP LIMITED;
- ✓ EDWARD SCHNEIDER - Non-Executive Director.

Verificamos que o Dr. Artur Manuel da Silva Fernandes, já recentemente desligado do BANIF, é o presidente do Comité de Investimento do Art Invest, segundo consta do Regulamento de Gestão. A nosso ver estamos perante um conflito de interesses, na medida em que Artur Fernandez é ao mesmo tempo director não executivo num grupo responsável pela gestão do principal produto financeiro do BANIF Art Invest (The Fine Art Fund I) e ao mesmo tempo é também responsável pelo comité de investimentos do BANIF Art Invest.

Apesar de não existir nada de ilícito, neste caso a CMVM enquanto Supervisor do Fundo BANIF teria a obrigação de detectar e impedir esta situação de conflito de interesses, bastando para tal que cuidasse de saber “quem é quem” no The Fine Art Group que tem no seu “Board” o Dr. Artur da Silva Fernandes (o mesmo que preside à Sociedade Gestora do FEIF).

Não temos dúvida de que se trata da mesma pessoa por duas razões, o site tem uma fotografia e tem o respectivo curriculum. De uma forma resumida, Artur da Silva Fernandes passou em 1988 pelo banco de investimento JP Morgan, de 1989 a 1990 foi Director de Corporate Finance no Deutsch Bank de Investimento. Em 1990 ingressa no Banco ESSI (Actualmente BES Investimentos), onde permanece até 1995, quando entra para o actual Citigroup, Salomon Brothers International Limited na época. Ingressou no Grupo Financeiro

---

<sup>86</sup> <http://www.thefineartfund.com/team/the-management-board>

do BANIF em 1997, foi até Março de 2012 Administrador Executivo do Banco de Investimentos do Banif, e membro do Conselho do Banif, um dos 4 maiores grupos de serviços financeiros privados em Portugal. Durante este período no BANIF acumulou vários cargos em várias empresas do grupo quer em Portugal quer no Estrangeiro (Espanha, Malta, Brasil), negócios da banca, seguros, capital de risco e outros.

Uma nova estratégia está a ser desenhada para o Grupo Banif. Actualmente espera-se a concretização da fusão do Banif com o Banco de Investimento, numa política de integração. Acção que está a ser liderada pelo Presidente Executivo de ambos os bancos Dr. Jorge Tomé, actual Administrador do Grupo Banif, proveniente da administração da CGD. Dr. Luís Amado o 'chairman' dos dois bancos, no seguimento da deliberação da Assembleia Geral do Banif SGPS, que elegeu os novos órgãos sociais, em Março passado. Dr. Artur Silva Fernandes, comunicou à Banif Investimentos a intenção de se afastar dos cargos de administração, pois o gestor discorda da integração de serviços. Dr. Raul Marques, administrador do Banif BI, deverá manter-se. Já o Conselho Consultivo do Banif BI, escolhido pelo Dr. Silva Fernandes não será reconduzido.

#### **IV.4.3 Resumo das condições e encargos sobre o “valor líquido global”<sup>87</sup> do Fundo<sup>88</sup>:**

- ✓ entidade gestora aconselha não investir mais de 2% - 5% do património neste tipo de activos;
- ✓ não existe garantia de capital, não se assegurando o montante investido;
- ✓ não será negociado em bolsa;
- ✓ valor mínimo da participação é € 5.000;
- ✓ cedência temporária de objectos de arte que integram o património se o investimento for de €150.000 ou superior, por um período não superior a 18 meses;
- ✓ nenhum participante pode deter mais de 40% das unidades de participação;
- ✓ riscos associados ao investimento são: risco cambial, risco de mercado por variação negativa do preço, risco de aquisição de obras de arte falsificadas, risco de deterioração das obras adquiridas, risco de roubo/furto;
- ✓ riscos de avaliação das obras por ser subjectivo, podendo a venda ser superior ou inferior ao da avaliação;
- ✓ duração de 10 anos, prorrogável até mais 3 anos;
- ✓ fase de investimento 4 anos, fase de desinvestimento 6 anos;

<sup>87</sup> Valor de difícil cálculo pois só perante uma transacção de arte se pode calcular o valor líquido global

<sup>88</sup> Informação constante do Regulamento de Gestão

- ✓ imobilização do investimento até ao fim da vida do fundo;
- ✓ política de investimento em obras de arte e em unidades de participação de organismos de investimento colectivo semelhantes;
- ✓ investirá nos primeiros dois anos 70% dos activos no The Art Invest Fund (investimento indirecto), poderá ser o único activo que o Art Invest detará, o que é motivo de risco acrescido por o Fundo em que investe não estar sujeito a nenhuma entidade reguladora nem supervisora;
- ✓ comissão de subscrição de 1% para valores até 50.000€, valores superiores sem comissão;
- ✓ 0,5% de sobre o investimento em UP's de comissão de gestão de outro OIC (no caso refere-se ao The Fine Art Fund);
- ✓ 2,5% sobre os valores aplicados que compõem o fundo e não sejam OIC (Organismo de Investimento Colectivo);
- ✓ 0,01% (zero vírgula dez por cento) - Comissão anual de depósito, calculada e cobrada semestralmente;
- ✓ 0,5 % (zero vírgula cinco por cento) – Comissão de sub-custódia decorrente da guarda de obra de arte;
- ✓ 20% de comissão de “performance”<sup>89</sup>, a ter lugar no período final da vida do fundo;
- ✓ 10% valor máximo da comissão a aplicar na liquidação das unidades de participação;
- ✓ outros encargos a suportar: encargos de compra e venda dos activos, avaliação das obras, seguro, taxas a pagar à CMVM, impostos e custos com auditorias obrigatórias;
- ✓ distribuição pontual de rendimentos e mais valias, ao longo da vida do fundo;
- ✓ os rendimentos do fundo estão sujeitos a tributação autónoma à taxa de 20% que foi posteriormente alterada;
- ✓ os juros dos depósitos estão sujeitos a taxas de 25%;
- ✓ 23% tributação sobre a margem realizada, os objectos de arte estão sujeitos a taxa normal de IVA;
- ✓ rendimentos sujeitos ao IRS ou IRC.

Face a todo este conjunto de regras e comissões, bem como todo o processo burocrático e administrativo do Fundo, além de tudo o mais que o Regulamento de Gestão estabelece com detalhe, fácil é concluir que o processo consome bastantes recursos financeiros, que só perante elevados níveis de retorno seria possível repor aos investidores o respectivo investimento. Por isso recomenda-se que os investimentos em arte sejam por um período alargado de pelo menos

---

<sup>89</sup> A entidade gestora cobrará ainda uma comissão de performance equivalente a 20 % da diferença positiva entre a valorização do fundo e a Taxa de Juro dos Bunds a 10 anos (Regulamento de Gestão do ART INVEST, pg 16)

trinta anos, para terem a capacidade de gerar retorno, coisa que é impossível em fundos cujo ciclo de vida é de dez anos podendo ir até treze. No que se refere às comissões, como era de esperar, são generosas em termos relativos, mas insignificantes em valores absolutos, dado tratar-se de um Fundo de apenas €2.500.000.

#### IV.4.4 Composição discriminada da carteira de aplicações e respectivos valores

<b>ART INVEST - FEIF - Fevereiro 2012<sup>90</sup></b>		
<b>Carteira</b>	<b>Valor (EUR)</b>	<b>Percentagem VLG</b>
TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA		
OUTROS FUNDOS PÚBLICOS		
OBRIGAÇÕES		
ACÇÕES		
TÍTULOS DE PARTICIPAÇÃO		
<u>UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO</u>	931360.35	35,94
DIREITOS		
WARRANTS AUTÓNOMOS		
OPÇÕES		
OUTROS INSTRUMENTOS DE DÍVIDA		
<u>LIQUIDEZ</u>	602191.19	23,23
EMPRÉSTIMOS		
<u>VALORES A REGULARIZAR</u>	43578.1	1,68
OUTROS		
<u>RESP. EXTRAPATRIMONIAIS</u>	-1208465.19	
<u>OUTROS ACTIVOS</u>	1014643.8	39,15

Mapa 4 – Carteira do Art Invest – Fevereiro de 2012

<b>Carteira do ART INVEST<sup>91</sup></b>	<b>Valores em Euros</b>
Unidades de Participação	931.360,35
Liquidez	602.191,19
Outros Activos	1.014.643,80
Valores a regularizar	43.578,10
<b>“Valor Líquido Global” do Fundo</b>	<b>2.591.773,44</b>
<b>Responsabilidades Extrapatrimoniais</b>	<b>-1.208.465,19</b>
Valor Actual da Carteira do ART INVEST	<b>1.383.308,25</b>
Valor da Unidade de Participação	2,7666165 <sup>92</sup>

Tabela 4 – Carteira do Art Invest (mapa 4) correspondentes Valores em Euros

<sup>90</sup> Fonte [http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/resumo\\_carteira.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/resumo_carteira.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A)

<sup>91</sup> Fonte site da CMVM, valores referentes a Fevereiro de 2012

<sup>92</sup> Considerando a existência das elevadas responsabilidades extra-patrimoniais em 31Janeiro2014, data da liquidação do fundo

<b>Unidades de Participação</b>				
<b>Título</b>	<b>Cot</b>	<b>Qtd</b>	<b>Moeda</b>	<b>Val.Tot (EUR)</b>
Fine Art Fund	68.9081693000	18169.510600	USD	931360.350000
<b>Liquidez</b>				
<b>Título</b>	<b>Moeda</b>	<b>Val.Tot (EUR)</b>		
DO BBI 0.63%	USD	244124.400000		
DO BBI 0.63%	EUR	358066.790000		
<b>Valores a Regularizar</b>				
<b>Título</b>	<b>Moeda</b>	<b>Val.Tot (EUR)</b>		
Valores Activos	EUR	73601.300000		
Valores Passivos	EUR	-30023.200000		
<b>Responsabilidades Extrapatrimoniais</b>				
<b>Título</b>	<b>Moeda</b>	<b>Val.Tot (EUR)</b>		
Forward 31/01/2014	USD	203299.510000		
Forward1 31/01/2014	USD	-705882.350000		
Forward2 31/01/2014	USD	-705882.350000		

Mapa 5 – Detalhe sobre a Carteira de Activos

Há a considerar que os dados referentes a valores monetários, estão em determinados mapas em dólares americanos e noutros em euros, obrigando a uma análise mais atenta, o que por vezes leva a confusões de valores.

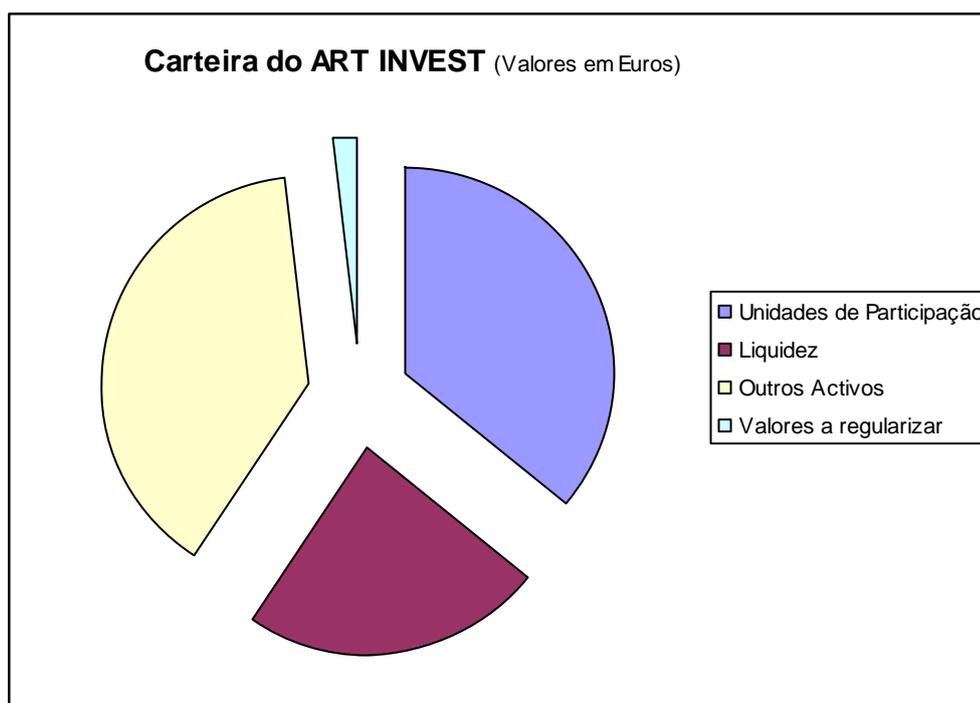


Gráfico 13 – Carteira do Art Invest

Em Fevereiro de 2012, o “valor líquido global” do Art Invest ascendia a €2.591.773,44, sendo a cotação da unidade de participação de €5,19. Este valor a nosso ver não é o VLG porque a avaliação dos elementos patrimoniais parece-nos mais formal do que efectiva. Estabelecem regras e procedem em conformidade, muito longe do que o mercado pratica ou daquilo que os peritos avaliam, além de que um perito estabelecer um valor no contexto do mercado de arte, tem uma margem de erro muito significativa. De facto o valor correcto é aquele obtido quando se efectuar a transacção e nunca um outro estimado.

A rúbrica das responsabilidades extra-patrimoniais relativas a forward cambial em USD no valor de menos €1.208.465,19 é muito significativa. Não se sabe bem tudo o que esta rúbrica engloba, a informação divulgada pelo BANIF é omissa e não detalha, a CMVM parece que se limita a transpor os dados recebidos. O parecer dos auditores nos relatórios que produzem não a referem particularmente. Parece-nos um parecer mais formal que cumpre as regras estabelecidas.

As contas de ordem ou extrapatrimoniais <sup>93</sup>, contas fora do balanço, contabilizam factos ou circunstâncias que não produzem alterações no património, mas que representam possibilidades de futuras alterações do mesmo. No caso em apreço produzirão em 31 de Janeiro de 2014, antes da distribuição aos investidores, se existir algo a distribuir. Como exemplos poderemos ter responsabilidade por letras descontadas e a vencer em determinada data, credores por valores de conta alheia, compromissos assumidos.

Responsabilidades Extrapatrimoniais 10121 - Forward Cambial <sup>94</sup> ( -1.208.465,19), relativas a 31/01/2014, data de liquidação do fundo, tal como o nome indica são responsabilidades futuras, no caso são câmbios a pagar na data referida que é o fim de vida do fundo, quando da extinção das unidades de participação, implica a diminuição do "capital" do fundo. Compromisso assumido em contrato sobre taxas de câmbio, prende-se com a paridade entre o dólar americano e o euro.

Segundo os dados publicados pela CMVM temos valores bem diferentes daqueles que numa primeira leitura se possam considerar, na medida em que as responsabilidades extra-patrimoniais não podem deixar de ser consideradas. Assim sendo o valor da unidade de participação sofre uma desvalorização muito significativa.

---

<sup>93</sup> Plano Oficial de Contabilidade

<sup>94</sup> Regulamento CMVM 12/2005, de 9 de Dezembro, II Sérir n.º 235 – Estabelece o regime a que obedece a contabilização dos fundos de capital de risco e das sociedades de capital de risco

Considerando que o Valor Líquido Global do Art Invest em Fevereiro de 2012 é de €2.591.773,44 e que temos 500.000 UP, o valor unitário da UP é de €5,183547. Como temos Responsabilidades Extrapatrimoniais que ascendem a €-1.208.465,19, a serem liquidadas em 31 de Janeiro de 2004 aquando da liquidação do Art Invest, o Valor Actual da Carteira é apenas de €1.383.308,25 e que continuamos a ter 500.000 UP, o valor unitário da UP, pelos cálculos que apresentamos chega-se a €2,7666165 que não se aproxima nada dos cinco euros iniciais. Estamos perante uma realidade que não se pode ignorar, as responsabilidades futuras que certas.

As unidades de participação, que é aquilo a que o público tem acesso porque é a forma que assume o fundo aquando se comercializa, da cotação oficial que é de €5.19 e chega-se a apenas €2,76, conforme cálculos acima apresentados. Daqui se concluiu que a evolução tem sido negativa, na medida em que as várias comissões e despesas bem como conversões cambiais se vão apropriando de eventual retorno do investimento e de grande parte do capital investido.

De notar que a gestão destes fundos é remunerada, tem custos com comissões de gestão e de depósito. Verifica-se por mapas que estes valores de comissão de depósito, comissão de gestão e custos totais subiram consideravelmente, sendo superiores aos proveitos. Apresentaremos mais à frente os valores parcelares em mapas detalhados, sob duas ópticas, a entidade gestora do fundo e as receitas que obtém e o retorno proporcionado ao investidor.

Como exemplo, refere-se que no ano de 2009, valores anuais, para um volume sob gestão de €2.563.437 temos de gastos totais €696.440 (27,168%), de comissão de gestão €34.328 (1,339%) e de comissão de depósito €2.917 (1,113%). Apenas €325.421 (12,694%) são proveitos totais, daqui se concluindo que é um bom negócio só para a entidade gestora, o BANIF, pois os gastos são certos e os proveitos são positivos ou negativos, conforme se apurar.

No que se refere às unidades de participação do Art Invest, sabe-se pelo respectivo regulamento de que as despesas de gestão são de 2% ao ano, o que num período de 10 anos, que é a vida do fundo, corresponde a 20%. A acrescer há a considerar mais 20% de despesas de “performance” no final do período<sup>95</sup> que será em 2014, se não for dilatado o prazo em

---

<sup>95</sup> O REGULAMENTO DE GESTÃO - CAPÍTULO VII COMISSÕES E OUTROS ENCARGOS DO FUNDO (al. g) e m) do art. 18º), Pg 39-40, detalha as regras e como é calculada, apresenta alguma complexidade de interpretação dada a grande tecnicidade, pelo que se passa a transcrever:

Assembleia de Participantes por mais três anos. Somando as duas despesas, gestão e desempenho, temos pelo menos 40%, mas como estamos perante obras de arte que serão presentes a leilão, a comissão e despesas de venda em leilão ronda normalmente 20%, sem contar com outros encargos como sejam seguro, transporte e outros. Considerando que na generalidade, a não ser em casos pontuais e especiais de obras de arte que conseguem nas transacções valores muito elevados, na generalidade as obras de arte baixaram de valor e outras como sendo videos e filmes nem são comercializáveis. Perante tudo isto resta ao investidor não esperar receber mais de 25% do que aplicou.

Quando se recomenda que se não deve investir mais de 5% do património neste tipo de fundos, não garantindo o investimento, está-se a ser bastante realista. Resta o prestígio de pertencer a um grupo que investe em arte ainda que, a nosso ver, tal prestígio não passe de uma ilusão que o marketing sabe vender, já que a lista de investidores é confidencial.

Quanto ao acervo do ART INVEST é composto por 11 Artistas Portugueses e Brasileiros, contemporâneos, num total de 19 obras de pintura, escultura, filme e video: Álvaro Lapa, Helena Almeida, Helio Oiticica, João Maria Gusmão e Pedro Paiva, João Queiroz, José Leonilson, Julião Sarmento, Mira Schendel, Paula Rego, Rui Chafes e Pedro Croft (mapa 6). O valor actual das obras de arte em carteira é €1.014.643,8, rubrica de outros activos e representa 39,15% do valor líquido patrimonial (mapa 4). Segundo o regulamento do Art Invest as obras de arte que compõem a carteira de investimento valorizarão anualmente 2%, independente da

---

### 7.3 Comissão de Performance

O Fundo cobrará uma comissão de performance que incide unicamente sobre o investimento directo de acordo com a seguinte metodologia:

- O cálculo da base de incidência da comissão de performance será a yield dos bunds do tesouro Alemão a 10 anos na data de início da gestão do Fundo (último dia do período de colocação), adicionado de 3 pontos percentuais;
- O cálculo da valorização do investimento directo será aferida depois de deduzidos todos os custos que lhe sejam directamente imputados e dos que decorrem da ponderação dos restantes custos do Fundo. A aferição da valorização será semestral na altura do cálculo do valor da unidade de participação;
- O cálculo da comissão de performance será realizado na altura de cada valorização do Fundo tendo por base a seguinte fórmula:

Comissão de Performance = 20% [Valorização do investimento directo no semestre – (base de incidência/2)]

Sempre que a valorização do investimento directo entre dois períodos seja positiva e superior à base de incidência a comissão de performance será reflectida no valor da unidade de participação pelo montante resultante da aplicação da fórmula supra indicada.

Sempre que a valorização do investimento directo entre dois períodos seja positiva e inferior à base de incidência não existe cobrança da comissão de performance.

Sempre que a valorização do investimento directo entre dois períodos seja negativa e quer seja superior ou inferior à base de incidência, a comissão de performance calculada irá ser deduzida à comissão já aferida até essa data, desde que o seu saldo acumulado seja positivo. Esta comissão poderá ser negativa não sendo reflectida no Fundo se o seu saldo acumulado for negativo, embora seja considerada para efeitos de cálculo, e não de cobrança. A comissão só terá impacto na valorização do Fundo no momento em que o seu valor acumulado passe a ser positivo.

A cobrança da comissão de performance ocorrerá na data de liquidação do Fundo.

conjuntura. Isto leva a que independentemente de tudo o que possa acontecer a nível da economia e das variáveis que influenciam o preço das obras de arte, ao longo de 10 anos valorizam 20%.

<b>Outros Activos</b>				
<b>Título</b>	<b>Cot</b>	<b>Qtd</b>	<b>Moeda</b>	<b>Val.Tot (EUR)</b>
C.Specif. Fear Julião Sarmiento	150752.72	1	EUR	150752.72
Helena Almeida Pintura 42x52 cm	50625.00	1	EUR	50625.00
Helena Almeida Pintura 37.5x5 cm	50625.00	1	EUR	50625.00
Homem de Gelo JMG,PP	7693.01	1	EUR	7693.01
João Queiroz	31895.83	1	EUR	31895.83
Ladrões Tumulus JMG,PP	7275.79	1	EUR	7275.79
Macrocefalia JMG,PP	6661.03	1	EUR	6661.03
Mira Schendel TD0131	35042.21	1	EUR	35042.21
Mira Schendel TD0131	35042.21	1	EUR	35042.21
Mira Schendel TD1320	35042.21	1	EUR	35042.21
Mira Schendel TD1321	35042.21	1	EUR	35042.21
Mira Schendel TD1322	35042.21	1	EUR	35042.21
Obra de Álvaro Lapa	31903.53	1	EUR	31903.53
Paula Rego Ferry Girl VI	107083.33	1	EUR	107083.33
Relevo Espacial Hélio Oiticica	243666.51	1	EUR	243666.51
Sem título 1997 Pedro Croft	33785.42	1	EUR	33785.42
UNTITLED 1984 José Leonilson	28580.13	1	EUR	28580.13
VertigemVI 1994 Rui Chafes	60305.32	1	EUR	60305.32
WHITE 1984 José Leonilson	28580.13	1	EUR	28580.13

Mapa 6 – Listagem dos Activos Obras de arte

Só foi possível identificar duas obras, as que foram a leilão, não existe qualquer catálogo disponível e a informação sobre os trabalhos é quase nula. Desconhece-se a informação sobre os elementos essenciais sobre cada obra de arte e que não têm sido objecto de divulgação sistemática (basta consultar o catalogo de um qualquer museu para perceber o que falta: (1) autor (é revelado mas incompleto e dubio, existe mais do que um artista com o mesmo apelido, em especial no Brasil); (2) Datas e local de nascimento e morte; (3) Data de execução da obra (ano de conclusão); (4) Museus onde o autor está representado; (5) Exposições onde os seus trabalhos estiveram presentes; (6) Catálogos e outras publicações onde é referenciado; (7) Técnicas, materiais utilizados, suporte físico, dimensões.

Face a todos os dados apresentados e respectivas considerações, forçoso é concluir que a informação financeira divulgada pela Sociedade Gestora, certificada sem reservas pelos Auditores Externos e acolhida pela CMVM não proporcionava uma visão clara da situação

patrimonial do Fundo, sendo a informação divulgada apenas a que a lei obriga no conteúdo e forma.

<b>ART INVEST – FEIF Fevereiro e Março 2012</b>					
<b>Designação</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Preço unitário</b>	<b>Juro Decorrido (EUR)</b>	<b>Total (EUR) Fevereiro - Março</b>	
<b>A - Composição discriminada da carteira de aplicações dos FIM</b>					
32 OIC DOMICILIADOS EM ESTADO MEMBRO DA UE					
Fine Art Fund	18169.51	68.91 USD	0	931360.35	937427.16
4 OUTROS ACTIVOS					
C.Specif. Fear JSarm	1	150752.72 EUR	0	150752.72	151040.32
H.Almeida Pint 42x52	1	50625 EUR	0	50625	50781.25
H.Almeida Pint37.5x5	1	50625 EUR	0	50625	50781.25
Homem Gelo JMG,PP	1	7693.01 EUR	0	7693.01	7721.9
João Queiroz	1	31895.83 EUR	0	31895.83	32156.25
LadrõesTumulus JGM,PP	1	7275.79 EUR	0	7275.79	7295.9
Macrocefalia JMG,PP	1	6661.03 EUR	0	6661.03	6693.35
Mira Schendel TD0131	1	35042.21 EUR	0	35042.21	35048.85
Mira Schendel TD0131	1	35042.21 EUR	0	35042.21	35048.85
Mira Schendel TD1320	1	35042.21 EUR	0	35042.21	35048.85
Mira Schendel TD1321	1	35042.21 EUR	0	35042.21	35048.85
Mira Schendel TD1322	1	35042.21 EUR	0	35042.21	35048.85
Obra de Álvaro Lapa	1	31903.53 EUR	0	31903.53	31953.19
Rego Ferry Girl VI	1	107083.33 EUR	0	107083.33	107187.5
Relevo Espacial HOitica	1	243666.51 EUR	0	243666.51	a)
S. título 1997 Croft	1	33785.42 EUR	0	33785.42	33902.86
UNTITLED 1984 JLeoni	1	28580.13 EUR	0	28580.13	28571.37
VertigemVI 1994 Chaf	1	60305.32 EUR	0	60305.32	60323.44
WHITE 1984 JLeonilso	1	28580.13 EUR	0	28580.13	28571.37
712 DEPÓSITOS À ORDEM					
DO BBI 0.63%	0	0 EUR	0	358066.79	358000.43
DO BBI 0.63%	0	0 USD	0	244124.4	575154.56
91 VALORES ACTIVOS					
Valores Activos		EUR	70.52	73601.3	64780.27
92 VALORES PASSIVOS					
Valores Passivos		EUR	0	-30023.2	-107413.26
<b>B - Valor Líquido Global do Fundo:</b>				2591773.44	2600173.36
<b>C - Responsabilidades extrapatrimoniais</b>					
10121 FORWARD CAMBIAL					
Forward 31/01/2014		USD		203299.51	203299.51
Forward1 31/01/2014		USD		-705882.35	-705882.35
Forward2 31/01/2014		USD		-705882.35	-705882.35
<b>D - Número de Unidades de Participação em Circulação:</b>				500000	500000

Mapa 7 – FEIF relativo Fevereiro 2012-06-05

Uma obra que foi o ano passado a Londres a leilão e não foi arrematada, desapareceu do portefólio, desconhece-se o que lhe aconteceu, pode ter sido transacionada após leilão e o valor estará na rubrica DO (depósitos à ordem em USD).

Perante os dados apresentados, igualmente é de suscitar a questão da responsabilidade extracontratual perante os Investidores, quer dos Auditores Externos que apresentam pareceres nos relatórios e contas semestrais que podemos considerar de autênticos “placebos”, não dizem nem bem nem mal mas sim o que se pretende que digam, quer da própria CMVM que se limitam a transcrever para o seu site institucional o que recebem do BANIF. Sabemos que estamos perante 24 Investidores, com níveis de investimento diverso, mas nunca se encontrou qualquer referência a quem subscreveu tais UPs, fica-nos um pouco a ideia de que seria um grupo de amigos do Dr. Artur Silva Fernandes e não se descarta que no final tal investimento foi a fundo perdido.

<b>Lista das obras que compõem a carteira do Art Invest – FEIF</b>		
Valores em Euros - <b>Outubro 2010 e Fevereiro 2012</b> <sup>96</sup>		
Álvaro Lapa, obra	30.731,27	31.903,53
Helena Almeida, Pintura 37.5x5? cm	47.500	50.625
Helena Almeida, Pintura 42x52 cm	47.500	50.625
Hélio Oiticica, Relevo Espacial (não foi arrematado em leilão)	242.856,6	243.666,51
João Maria Gusmão e Pedro Paiva, Homem de Gelo	6.838,68	7.693,01
João Maria Gusmão e Pedro Paiva, Ladrões Tumulus	6.524,89	7.275,79
João Maria Gusmão e Pedro Paiva, Macrocefalia	5.844,63	6.661,03
João Queiroz	28.395,83	31.895,83
José Leonilson, Africano (vendido 20 Abril 2011 por £ 46,850)	70.788,35	
José Leonilson, Untitled 1984	26.889,38	28.580,13
José Leonilson, White 1984	26.889,38	28.580,13
José Pedro Croft, Sem título, 1997	32.794,3	33.785,42
Julião Sarmiento, C.Specif. Fear	150.557,88	150.752,72
Mira Schendel TD1322	33.308,69	35.042,21
Mira Schendel, TD0131	33.308,69	35.042,21
Mira Schendel, TD1320	33.308,69	35.042,21
Mira Schendel, TD1321	33.308,69	35.042,21
Paula Rego, Ferry Girl VI	105.000	107.083,33
Rui Chafes, Vertigem VI, 1994, escultura	57.857,13	60.305,32

Mapa 8 – Listagem das obras que compõem a carteira do Art Invest

<sup>96</sup> Fonte: Site da CMVM

[http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/carteras/fim/dtlcart\\_fim.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A&data2=%2A%23D%5BB%23%3D%5D%20%281%3C%22QP%20%20%0A](http://web3.cmvm.pt/english/sdi2004/fundos/carteras/fim/dtlcart_fim.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A&data2=%2A%23D%5BB%23%3D%5D%20%281%3C%22QP%20%20%0A)

No mapa anterior relativo a Fevereiro de 2010 e Março de 2012 (Mapa 8) verificamos que há uma valorização de todos os activos, o que a nosso ver é mesmo improvável vir a acontecer aquando do desinvestimento, dado o contexto actual e esperado a curto prazo. Face a este procedimento iremos acompanhar o processo, pois existe uma forte expectativa de como se fará a liquidação de um fundo que a nosso ver tem valores perfeitamente irrealistas. Além disso, o que acontecerá com as obras que não conseguirem ser transaccionadas.

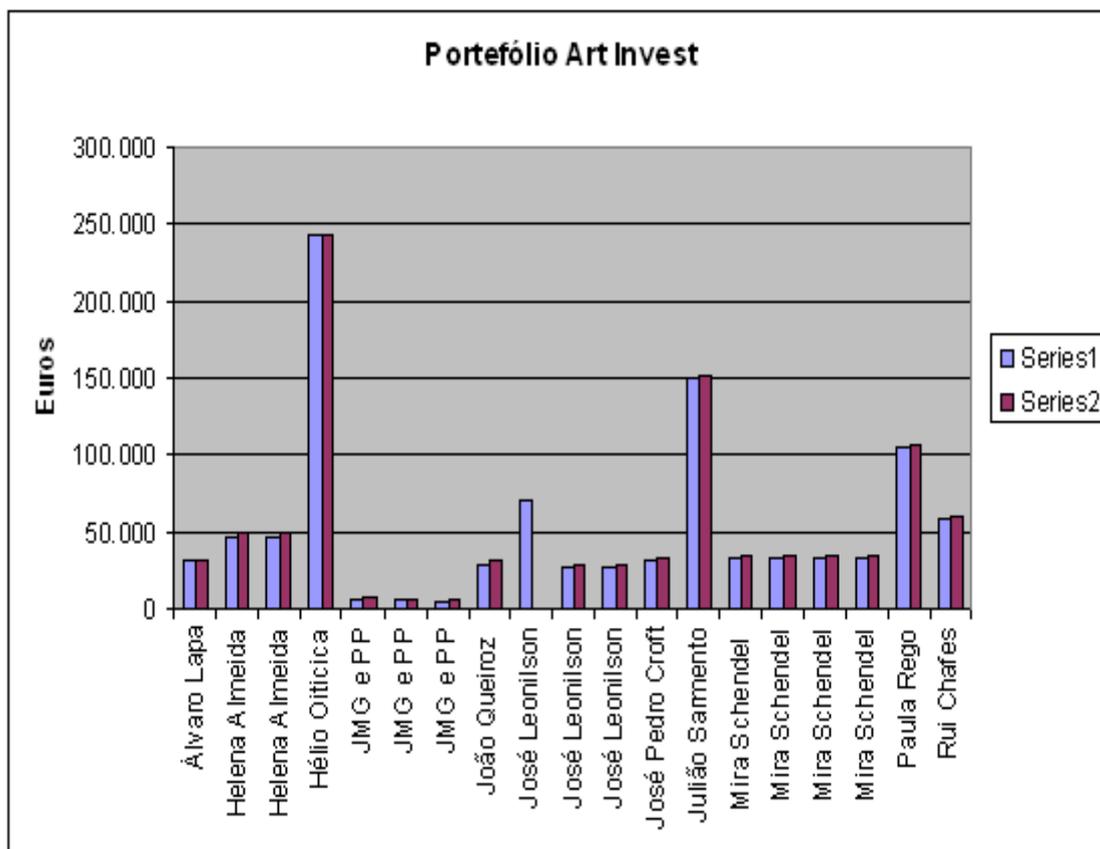


Gráfico 14 – Valor do Portefólio do Art Invest (ver mapa 8)

Refira-se que há a considerar que as obras de artistas portugueses terão de ser vendidas em Portugal porque por vezes não existe cotação internacional para os nossos artistas, tendo até os mesmos deixado de produzir e de estar presentes no circuito comercial.

De igual modo tudo o que é vídeo ou similar, apresenta problemas de tecnologia descontinuada, os suportes magnéticos vão dando lugar a outros, o que cria questões que levam a desvalorização e por vezes até à perda total de valor de mercado. Em norma ficheiros em suportes magnéticos devem estar em condições especiais e recomenda-se que antes de seis anos sejam regravados, por vezes num formato muito diferentes por impossibilidade tecnológica. Os próprios sistemas de codificação de gravação são descontinuados.

No que se refere aos artistas representados directamente na colecção (Gráfico 14) vamos fazer um apresentação dos mesmos e tentar avaliar as cotações dos seus trabalhos, considerando contudo que cada trabalho de um artista é valorizado de modo diferente, não existindo regras. A dificultar ainda mais, pouco ou quase nada se sabe sobre as obras em si mesmas:

- ✓ **Álvaro Lapa** – Álvaro Carlos Dinis Lapa (1939-2006), pintor/escritor português, nasceu em Évora, no ano de 1939. Morreu no Porto, a 11 de Fevereiro de 2006. Era um dos grandes nomes da pintura portuguesa contemporânea. Desde os anos 70, professor da ESBAF/FBAUP, era um dos grandes nomes da pintura portuguesa contemporânea. *“Como pintor trabalhou um vasto conjunto de séries, sempre definidas em torno de temáticas muito específicas ... mas a obra de Álvaro Lapa deve ser entendida como uma unidade densa e não divisível”*.<sup>97</sup> Ao longo da sua carreira conquistou várias distinções, nomeadamente o Grande Prémio EDP e teve várias exposições em museus como a Fundação de Serralves;

Em Fevereiro de 2012 a obra deste artista detida pelo Art Invest está registada por €31.903,53.

Consultada a Cabral Moncada Leilões, dos vários lotes que em 2009 e 2010 foram a leilão, em papel, na sua maioria foram retirados. Encontramos uma obra “Sem título” arrematada por €26.000, acrílico sobre plaxex, 66 x 170 cm, assinado e datado de Setembro de 1973 no verso (leilão n.º 121 <sup>98</sup> realizado em 25 de Outubro de 2010, lote 82), foi a leilão com os valores €10.000-15.000.

Esta obra foi considerada um destaque do leilão. <sup>99</sup> Foi um das suas obra mais significativas, esteve exposta na exposição de Álvaro Lapa em 2006, ainda preparada pelo próprio, mas realizada no Museu da Cidade, Pavilhão Branco e Preto, já depois da sua morte.

Foi-lhe atribuído o Grande Prémio EDP, edição de 2004 <sup>100</sup>, prémio de carreira.

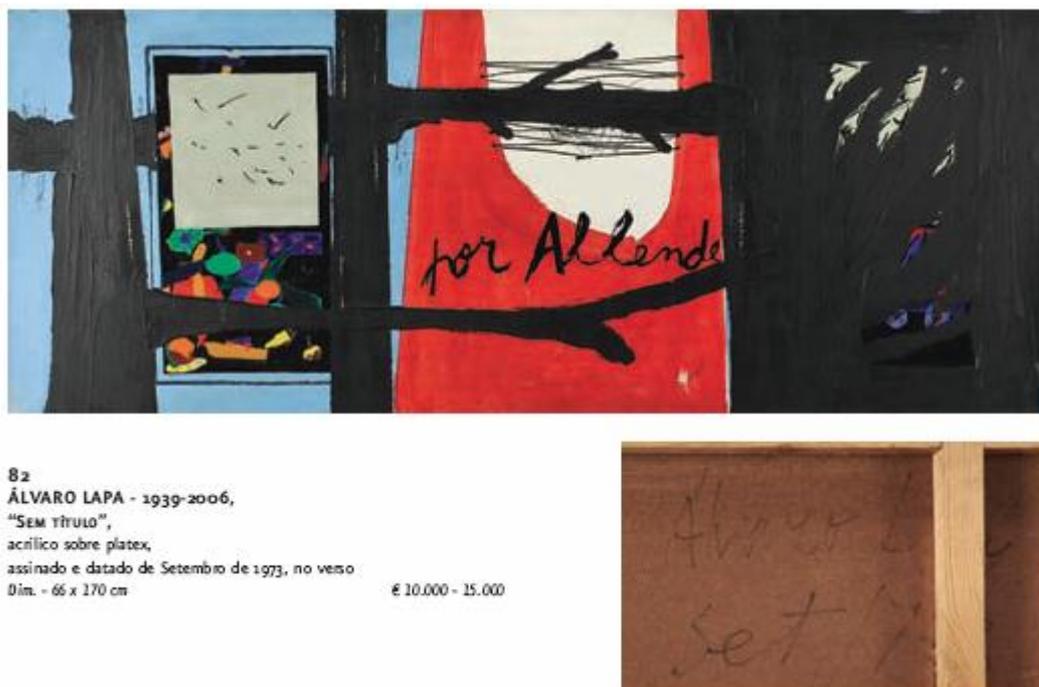
---

<sup>97</sup> João Pinharanda, comissário da exposição de Álvaro Lapa «Obras-com-palavras» e «Paisagística», produzida pela Fundação EDP, em 2006.

<sup>98</sup> <http://catalogos.cdn.cml.pt/pdfs/2010/leilao121.pdf> (Catálogo do leilão 121)

<sup>99</sup> <http://www.cml.pt/pdfs/destaques/DestqL121.pdf> (Destques do leilão)

<sup>100</sup> [http://www.jn.pt/PaginaInicial/Interior.aspx?content\\_id=472958&page=-1](http://www.jn.pt/PaginaInicial/Interior.aspx?content_id=472958&page=-1) (“Ele não é apenas uma personalidade extraordinária que ficou isolada. Ele conseguiu despertar o interesse das gerações mais novas”. Foi este um dos motivos que, segundo João Pinharanda, levou, antontem, à atribuição do Grande Prémio EDP – no valor de 35 mil euros – ao artista Álvaro Lapa)



82  
 ÁLVARO LAPA - 1939-2006,  
 "SEM TÍTULO",  
 acrílico sobre platex,  
 assinado e datado de Setembro de 1973, no verso  
 Dim. - 66 x 170 cm € 10.000 - 15.000

Figura 20

- ✓ **Helena Almeida** – nasceu em Lisboa em 1934, tirou o curso de pintura da Escola Superior de Belas Artes de Lisboa. Em 1964 obteve uma bolsa de estudos e deslocou-se para Paris, onde tomou contacto com a arte abstracta. Com uma linguagem estética muito peculiar e muito própria, a filha do escultor Leopoldo de Almeida, começou a expor regularmente a partir do fim da década de 60. Nos finais dos anos 70 inicia a sua internacionalização com exposições em Berna, Basileia, Paris e Bruxelas, em 1982 representa Portugal na Bienal Internacional de Veneza;

No Fundo Art Invest estão registada duas obras de Helena Almeida, 37.7x52cm e 42x52cm, com o valor atribuído de €50.626 cada.

Consultada a Cabral Moncada Leilões, apenas um lote apareceu a leilão, lote 73 do leilão 131 realizado em 2011, guache sobre papel assinado e datado de 1972, sem título, 31 x 24 cm, tinha a base de estimativa de €1.800-2700 e foi arrematado por €1.800.<sup>101</sup>

Pensamos que se tratam de trabalhos semelhantes, revelando uma disparidade total entre os esperados e o realizado, de qualquer modo só conhecendo os trabalhos em causa se pode avaliar dependendo de várias variáveis e mesmo assim só quando presente em mercado.

101

<http://www.cml.pt/cml.nsf/f5c7740e33e854c980256a1c005afd54/ac293444d5d65a0d802579300057d0d1?OpenDocument&Highlight=0,Helena,Almeida>



Figura 21

Helena Almeida venceu o prémio BesPhoto e o prémio AICA em 2004.

Temos referência de que um desenho de Helena Almeida foi comprado pela Tate em 2011, trata-se de um trabalho de 1999, “Desenho (com pigmento)”, com 20,8cm de altura por 29,4cm de largura, foi escolhido directamente pelo director da Tate.<sup>102</sup> “A principal instituição museológica do Reino Unido e mundialmente reconhecida na área das artes visuais comprou na quinta-feira um desenho da artista plástica portuguesa Helena Almeida. Todos os anos, a Tate tem um fundo monetário para comprar obras de arte contemporânea de Londres, Frieze Art Fair.” Helena Almeida esteve representada na feira de Londres por duas galerias: a portuguesa Galeria Filomena Soares e a espanhola Galeria Helga de Alvelar



A obra de Helena Almeida vai integrar a colecção permanente da Tate (DR)

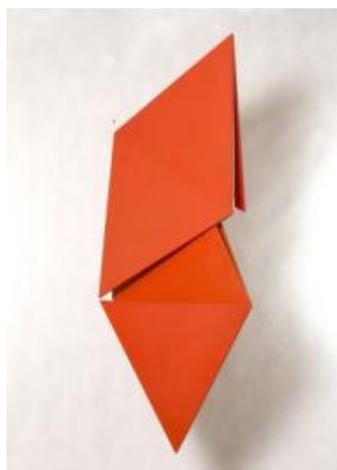
Figura 22

<sup>102</sup> <http://www.publico.pt/Cultura/desenho-de-helena-almeida-foi-comprado-pela-tate-1516486> (14 de Outubro de 2011)

- ✓ **Helio Oiticica** – (1937-1980)<sup>103</sup> Nasceu no Rio de Janeiro em 26 de Julho de 1937 e lá também falecido em 22 de Março de 1980, filho de um outro artista, José Oiticica Filho (1906-1964) e de Ângela Santos Oiticica (1903-1972). Nos primeiros anos teve uma educação muito cuidada em casa, com o pai e a mãe. De profissão engenheiro, professor de matemática, entomólogo,<sup>104</sup> também veio a ser um dos mais importantes fotógrafos brasileiros do seu tempo. Ao longo da vida teve uma forte actividade artística. Trabalhou várias séries, entre elas “Relevo Especial”, de que se encontrou uma outra obra de 1960. Hélio Oiticica foi homenageado pela Tate Modern de Londres em 2007, com uma exposição de mais de 150 obras – trabalhos em papel, pinturas suspensas do tecto, material para escolas de samba, foi uma grande mostra consagrada do artista na Grã-Bretanha.<sup>105</sup> Esteve representado numa exposição colectiva na Tate Modern, em Novembro de 2011 (Figura 23). Presentemente a obra do Art Invest já não figura no espólio do Fundo, naturalment foi feita uma transacção particular, já fora do leilão, depois de não ter sido arrematada.



Exposição na Tate Modern,  
Novembro 2011  
B11 Bólido caixa 09, 1964, óleo  
sobre madeira e vidro, pigmento  
(foto da autora)  
Figura 23



Relevo Especial, 1960  
Figura 24



Relevo Especial, colecção Art  
Invest  
Figura 25

- ✓ **João Maria Gusmão e Pedro Paiva** – são dois artistas portugueses muito ligados à produção de trabalhos realizados em película, filmes de 16 mm, bem como e de outras formas de arte, que têm representado Portugal em diversas mostras de arte internacional, como seja a representação portuguesa na Bienal de Veneza de 2009. Pedro Paiva (Lisboa, 1977) e João Maria Gusmão (Lisboa, 1979), desde 2001 que expõem conjuntamente,

<sup>103</sup> <http://www.heliooiticica.org.br/biografia/bioho1950.htm>

<sup>104</sup> aquele que estuda a *entomologia*, ou seja, os insetos

<sup>105</sup> <http://noticias.uol.com.br/ultnot/afp/2007/06/05/ult34u182497.jhtm>

quando da frequência comum do curso de Pintura da Faculdade de Belas Artes da Universidade de Lisboa, colaboram através da criação e da produção de peças, curadoria de exposições e autoria de textos teóricos. Foi-lhes atribuído o Prémio EDP “Novos Artistas”, que veio chamar a atenção sobre o seu trabalho. Trabalham sobre vários suportes e formatos.

Consultadas as leiloeiras portuguesas não se encontraram referências a trabalhos presentes em leilões, dado a especificidade dos mesmos.

Estes artistas são representados pela Galeria Zé dos Bois<sup>106</sup>, com uma exposição realizada de 13 de Abril a 30 de Junho de 2012. Apresentam 12 pequenos filmes recentes da dupla, realizados nos mais variados contextos (S. Tomé, Paris, Florença) e a edição de um volume de autor com vários textos de escritores do passado e do presente.

A diversidade de trabalhos que a parceria desenvolve, no futuro, poderá ser aceite e vir a ter valor comercial ou dar-se o inverso, ser uma arte experimental apenas.



O Homem de Gelo, 2004<sup>107</sup>  
Figura 26



“Dans *Macrocefalia*, un crâne flotte au-dessus d'une table dans une pièce très sombre et fait écho au dispositif de lévitation de Christian Frosi.”<sup>108</sup>

Figura 27

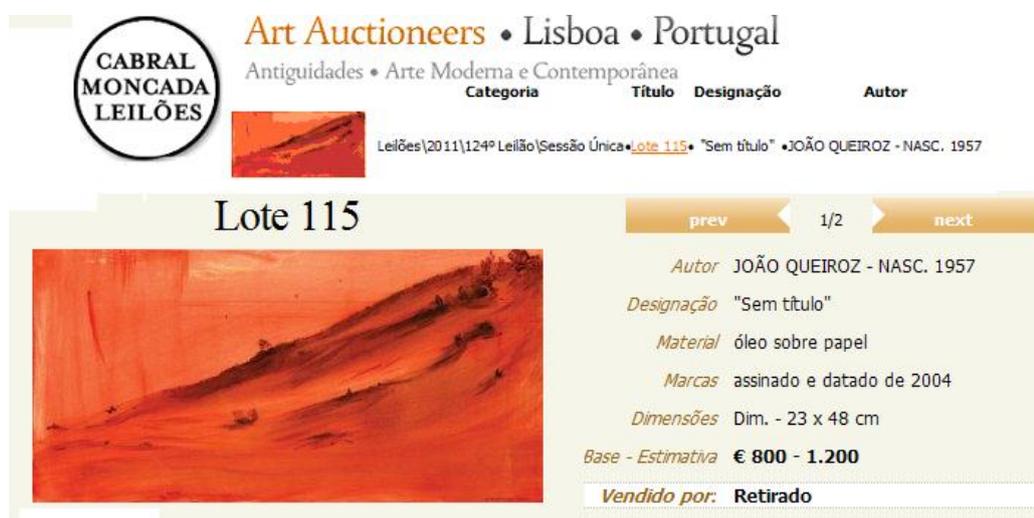
- ✓ **João Queiroz** – nasceu em 1957 em Lisboa, onde vive e trabalha. Com Licenciatura em Filosofia pela Universidade Clássica de Lisboa. Entre 1989 e 2002, leccionou Desenho, Pintura e Teoria de Arte no Ar.Co – Centro de Arte e Comunicação Visual. Em 2000 foi-lhe atribuído o Prémio EDP de Desenho. Tem feito várias exposições individuais e

<sup>106</sup> A Galeria Zé dos Bois não é uma galeria comercial, é um projecto cultural financiado pelas Organizações Públicas da Cultura, situa-se na Rua da Barroca 59 ao Bairro Alto, [www.zedosbois.org](http://www.zedosbois.org);  
<http://www.zedosbois.org/events/10-000-coisas/>

<sup>107</sup> <http://pyramidinthebackyard.blogspot.pt/2011/02/joao-maria-gusmao-pedro-paiva.html>

<sup>108</sup> <http://www.paris-art.com/marche-art/Fables%20du%20doute/Fables%20du%20doute/5976.html>

colectivas, especialmente em Portugal. No leilão n.º 124 da Cabral Moncada Leilões<sup>109</sup>, uma obra sua, lote 115, foi retirado, tratava-se de um trabalho de óleo sobre papel. O artista elegeu a paisagem como campo de acção artístico para a prática da pintura.



**CABRAL MONCADA LEILÕES**

**Art Auctioneers • Lisboa • Portugal**  
Antiquidades • Arte Moderna e Contemporânea

Leilões\2011\124º Leilão\Sessão Única • **Lote 115** • "Sem título" • JOÃO QUEIROZ - NASC. 1957

**Lote 115**

prev 1/2 next

*Autor* JOÃO QUEIROZ - NASC. 1957  
*Designação* "Sem título"  
*Material* óleo sobre papel  
*Marcas* assinado e datado de 2004  
*Dimensões* Dim. - 23 x 48 cm  
*Base - Estimativa* € 800 - 1.200  
*Vendido por:* Retirado

Figura 28



Figura 29

A sua exposição de referência foi na Culturgest, galerias 1 e 2, Maio a Agosto de 2009

- ✓ **José Leonilson** - (Fortaleza 1957- São Paulo 1993), artista brasileiro do pós guerra, arte contemporânea, pintor desenhista e escultor da nova figuração, já falecido. A obra de Leonilson é predominantemente autobiográfica e está concentrada nos últimos dez anos de sua vida. O seu último trabalho foi uma instalação concebida para a Capela do Morumbi, em São Paulo, em 1993, tem um sentido espiritual e alude à fragilidade da vida. Por essa

<sup>109</sup> <http://www.cml.pt/cml.nsf/Pesquisa?SearchView&SearchOrder=1&count=1000>

mostra e por outra individual realizada no mesmo ano, recebeu, em 1994, homenagem póstuma e prêmio da Associação Paulista de Críticos de Arte (APCA).<sup>110</sup>

José Leonilson está representado na coleção do Moma<sup>111</sup> com vários trabalhos de 1998 a 1991, (Figura 30).



Figura 30

- ✓ **José Pedro Croft** - artista plástico português, pintor e escultor, nascido no Porto em 1957. Fez o curso de Pintura em 1981, na Escola Superior de Belas Artes de Lisboa. Trabalhou em escultura em pedra com o escultor João Cutileiro, facto que determinou o seu percurso artístico. A sua obra tem especial referência na arquitectura, através da organização do espaço formal e do conceito de monumento e a sua desconstrução. O artista está representado em colecções nacionais e internacionais, nomeadamente na Tate Modern.

Na Cabral Moncada Leilões conhece-se um trabalho que foi a leilão<sup>112</sup> em 2009 e arrematado por €3.500. No Palácio do Correio Velho encontram-se vários lotes em vários leilões, entre 2007 e 2011.<sup>113</sup> A obra que alcançou maior valor, €11.000, foi no leilão n.º 267, lote 783, em 21 de Julho de 2011, Palácio do Correio Velho, uma técnica mista sobre papel, de estilo indefinido.

A obra de José Pedro Croft do Art Invest, sem título é de 1997 e está valorizada em €33.785,42.

<sup>110</sup> <http://pt.wikipedia.org/wiki/Leonilson>

<sup>111</sup> [http://www.moma.org/collection/artist.php?artist\\_id=7958](http://www.moma.org/collection/artist.php?artist_id=7958)

<sup>112</sup>

<http://www.cml.pt/cml.nsf/f5c7740e33e854c980256a1c005afd54/a1461c57dc340bb2802576720063563a?OpenDocument&Highlight=0,Jose%20Pedro,Croft>

<sup>113</sup> <http://www.pcv.pt/>

**CABRAL MONCADA LEILÕES**

**Art Auctioneers • Lisboa • Portugal**  
Antiguidades • Arte Moderna e Contemporânea

Leilões\2009\112º Leilão\Sessão Única•Lote 205 • "Sem título" • JOSÉ PEDRO CROFT - NASC. 1957

**Lote 205**

*Autor:* JOSÉ PEDRO CROFT - NASC. 1957  
*Designação:* "Sem título"  
*Material:* água tinta e colagem sobre papel  
*Marcas:* assinada e datada de 2002  
*Dimensões:* Dim. - 70 x 100 cm  
*Base - Estimativa:* € 3.500 - 5.250  
**Vendido por: €3.500**

Figura 31

- ✓ **Julião Sarmiento** – nasceu em Lisboa, em 1948, vive e trabalha no Estoril, artista bem conhecido e com forte carreira e cotação internacional. Frequentou o curso de Arquitectura da ESBAL entre 1967 e 1974. Trabalha preferencialmente em pintura com técnicas mistas e em vídeo, além de outros suportes. Esteve em Pintura e Arquitectura mas não concluiu os cursos. Trabalhou dez anos na Secretaria de Estado da Cultura mas acabou por tomar a opção de sair e dedicar-se às artes. Iniciou a sua carreira na década de 70 e é actualmente um dos artistas portugueses com um percurso internacional mais solidamente firmado, tendo trabalhos seus presentes em feiras de referência e outros eventos de mostra de trabalhos de arte, também é representado por galerias estrangeiras. A sua obra é diversificada e sobre vários suportes, nomeadamente video, utilizando na pintura técnicas mistas com um estilo próprio.

Nós últimos anos vários dos seus trabalhos apareceram em leilão, na Cabral Moncada Leilões, verificamos que alguns dos lotes foram retirados pelo que o mercado parece estar saturado e não existir procura.<sup>114</sup> Foi no leilão da CML n.º 72 realizado em 26 de Novembro de 2007, com o lote n.º 37, que uma obra de Julião Sarmiento obteve o valor de martelo de €34.000, um acrílico sobre tela e papel, superando o valor máximo com que foi a leilão de €30.000. Outras leiloeiras também apresentaram trabalhos deste artista, o Palácio do Correio Velho e a Sala Branca.

<sup>114</sup> <http://www.cml.pt/cml.nsf/Pesquisa?SearchView&SearchOrder=1&count=1000>

O artista está representado em várias coleções e museus nacionais e internacionais, nomeadamente na Tate Modern.

A obra de Julião Sarmento, C. Specif. Fear, que faz parte do Fundo, está valorizada no Art Invest por €150.752,72.

**Art Auctioneers • Lisboa • Portugal**  
Antiguidades • Arte Moderna e Contemporânea

	<b>Categoria</b>	<b>Título</b>	<b>Designação</b>
	Leilões\2012\135º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">160</a> •	"# 1000 - Plateau (24)"
	Leilões\2012\138º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">84</a> •	"#1149 - The things which blacken my mind (Dublin - Cornell 1909)"
	Leilões\2012\135º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">256</a> •	"Sem título"
	Leilões\2012\135º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">151</a> •	"Mocoo"
	Leilões\2012\135º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">89</a> •	"Orliva#247"
	Leilões\2012\135º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">80</a> •	"Kinder Spiel" #224"
	Leilões\2010\115º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">Lote 79</a> •	"# 471"
	Leilões\2011\127º Leilão\1ª Sessão	• <a href="#">Lote 164</a> •	"Estratégia de Sobrevivência"
	Leilões\2011\124º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">Lote 40</a> •	"«Sismo» # 291"
	Leilões\2011\92º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">Lote 37</a> •	"Sem título"
	Leilões\2007\92º Leilão\Sessão Única	• <a href="#">Lote 75</a> •	"Sem título"

Figura 32

- ✓ **Mira Schendel** - ou Myrrha Dagmar Dub (Zurique, 7 de Junho de 1919 - São Paulo, 24 de Julho de 1988), foi uma artista plástica suíça radicada no Brasil, hoje considerada um dos expoentes da arte contemporânea brasileira. Na década de 30, vai para Milão, onde estuda filosofia na Universidade Católica e, a partir de 1936, frequenta a escola de arte. Com a II Guerra Mundial acaba por abandonar os estudos. Em 1946, muda-se para Roma, até que, em 1949, obtém permissão para ir para o Brasil. De referir que em 2009 no MOMA, realizou-se uma exposição retrospectiva de Mira Schendel e do artista argentino León Ferrari, a maior exposição de trabalhos desses dois artistas já realizada nos Estados Unidos.

Em 23 de Maio de 2012, foi a leilão na Sotheby's de New York uma obra desta artista, adquirida ao artista pela Christie's, New York.<sup>115</sup>, que foi exibida em São Paulo, na Galeria de Arte do SESI-FIESP.<sup>116</sup> O lote tinha como valor estimado 100.000-150.000 USD e foi arrematada pelo preço de martelo de 266.500 USD (119.412 EUR). Na colecção Art Invest existem quatro obras desta artista, cada uma valorizada por €35.042,21.



**Sotheby's**  
Latin American Art  
New York | 23 May 2012 07:00 PM | N08862

**LOT 38**  
**MIRA SCHENDEL**  
(1919-1988)

SEM TÍTULO  
signed and dated 1963 d/c. on the reverse  
tempera on burlap  
23 5/8 by 19 7/8 in.  
59.2 by 50.3 cm

**ESTIMATE:**  
100,000 - 150,000 USD

**LOT SOLD.**  
Hammer Price with Buyer's Premium:  
266,500 USD

Figura 33

<sup>115</sup> [http://www.sothebys.com/en/search.html#keywords=Mira Schendel](http://www.sothebys.com/en/search.html#keywords=Mira%20Schendel)

<sup>116</sup> <http://www.sothebys.com/en/catalogues/ecatalogue.html/2012/latin-american-art-n08862#r=/en/ecat.fhtml.N08862.html+r.m=/en/ecat.lot.N08862.html/38/>

- ✓ **Paula Rego** – a sua biografia é bem conhecida, sendo uma das mais cotadas artistas portuguesas. Iniciou os seus estudos no Colégio Integrado Monte Maior, em Carcavelos, seguindo para a St. Julian's School, onde os professores cedo lhe reconheceram o talento para a pintura. Partiu para Londres, onde estudou na Slade School of Fine Art, até 1956. Conheceu o pintor Victor Willing com quem viveu e viria a casar em 1959. A artista está representado em colecções e museus nacionais e internacionais, nomeadamente na Tate Modern, bem como tem recebido vários prémios.

Muitos trabalhos de Paula Rego têm sido apresentados em leilões, nomeadamente em Portugal nas principais leiloeiras, Cabral Moncada, Palácio do Correio Velho e Sala Branca. Os valores de martelo foram muito variáveis, dependendo dos trabalhos, sendo o lote 135, “The Egyptian Cats”, acrílico sobre papel, o que obteve valor de martelo mais elevado, €280.000, em leilão efectuado em 28 de Fevereiro de 2008, na Sala Branca

Quanto à obra que integra o FEIF, temos para comparação que em 20 de Outubro de 2008 foi vendida em leilão a obra “The Ferry Girl III, aguarela e tinta sobre papel, pelo montante de 167,832 USD<sup>117</sup>, na Sotheby's Contemporary Art Day Auction de 2008 no United Kingdom. No portefólio do Art Invest existe uma obra da Artista, Ferry Girl VI, a que foi atribuído o valor de €107.083,33. No ebay aparece-nos, pensamos ser uma reprodução, The Ferry Girl III, pensamos que se trata do mesmo tema.<sup>118</sup>



Figura 34

<sup>117</sup> <http://artsalesindex.artinfo.com/asi/lots/3516782>

<sup>118</sup> <http://www.ebay.com/itm/Paula-Rego-Ferry-Girl-III-Peacocks-Eye-Art-Ad-/230778765274>

- ✓ **Rui Chafes** – pensamos tratar-se de Rui Chafes, escultor português que nasceu em 1966, fez o curso de Escultura na FBAUL e começou a expor na segunda metade da década de 80. Com uma obra bastante significativa e diversificada, utilizando materiais orgânicos afirma-se posteriormente com tendência para a delimitação das formas e um percurso disciplinar como escultor utilizando o ferro, tendo participado em várias exposições e numa exposição recente no CCB, “Five Rings” em parceria com a artista Orla Barry.

No portefólio do Art Invest existe uma obra de 1994 do Artista, Vertigem VI, a que foi atribuído o valor de €60.305,32. Verificou-se que voltou a leilão um armário livreiro, lote 47 do leilão n.º 138,<sup>119</sup> obra do Artista, que não tinha sido arrematada em 2007 e também não foi em 2012.<sup>120</sup>



Figura 35



Figura 36



Figura 37

**CABRAL MONCADA LEILÕES**

**Art Auctioneers • Lisboa • Portugal**  
Antiquidades • Arte Moderna e Contemporânea

Leilões\2007\92º Leilão\Sessão Única  
•Lote 59• Armário livreiro •

Autor RUI CHAFES - NASC. 1966  
Designação Armário livreiro  
Material metal negro  
Estado de conservação pequenos defeitos  
Dimensões Dim. - 300 x 200 x 44 cm  
Base - Estimativa € 4.000 - 6.000  
Vendido por: Retirado

**Arte Moderna e Contemporânea**  
7 de Maio de 2012  
Leilões\2012\138º Leilão\Sessão Única\*  
47

Autor RUI CHAFES - 1966  
Designação Armário livreiro  
Material metal negro  
Estado de conservação pequenos defeitos  
Dimensões Dim. - 300 x 200 x 44 cm  
Base - Estimativa € 3.000 - 4.500

Figura 38

<sup>119</sup> <http://www.cml.pt/pdfs/2012/flipbook/leilao138/CMLeilao138/index.html>

<sup>120</sup> <http://www.cml.pt/pdfs/2012/resultados/Result138.pdf>

Como se pode ver, os dados são escassos e por vezes confusos, pelo que só em presença de informação mais detalhada e credível é possível avaliar as obras que estão contidas no FEIF. Foi preciso um grande trabalho de procura de informação em várias fontes, para se poder dar alguma informação sobre os artistas e a sua obra, bem como o seu posicionamento no mercado de arte, nomeadamente o secundário, que será onde terão de ser vendidas as obras do Art Invest.

A informação disponível, que é muita, mas grande parte é voltada para o Marketing dos produtos e das diversas equipas envolvidas nos processos e não sobre os fundos em si mesmos. Identificou-se sumariamente o que é o Fine Art Fund e seu enquadramento, bem como os artistas que estão representados no FEIF. Para se ter acesso a determinada informação é preciso ser credenciado, o que implica ter “username” e “password”, o que só é disponibilizado para investidores.

#### **IV.5 Análise Financeira do ART INVEST – FEIF**

Uma análise quantitativa revela a realidade concreta, já que as opiniões não passam disso mesmo e o que se encontra na maioria dos casos em relatórios são afirmações que a nosso ver são pouco consistentes, não considerando na maioria dos casos toda a abrangência. Os dados de que se dispõe são escassos, mas graças ao cumprimento das normas emanadas da CMVM encontramos dados que se podem trabalhar.

Toda a análise quantitativa faz parte dos documentos que estão publicados no site da CMVM. Gostaríamos de obter mais dados mas não nos foi possível, uma vez que os técnicos do BANIF Gestão de Activos mostraram estar sempre demasiado ocupados. A contabilidade bancária tem especificidades e a CMVM obriga a procedimentos contabilísticos específicos, daí a necessidade de recorrer a peritos nesta área de modo a validar a bondade e autenticidade da análise quantitativa que se fez, e que efectivamente nos vai dar as respostas que procuramos quanto à rentabilidade e transparência dos fundos de arte, já que todos eles se aproximam pois são feitos à imagem e semelhança uns dos outros, cruzando-se inclusive as participações. Consideramos que emitir uma opinião que futuramente será publicada e disponibilizada para o público é de grande responsabilidade e o interesse que nos move é apenas o da verdade e de desmitificar um produto, apesar de em Portugal ter um peso quase nulo nos fundos disponíveis no mercado. Quer-se basear essa afirmação em dados quantitativos.

#### IV.5.1 Participação e indicadores do “The Fine Art Fund I”

O peso da participação do Art Invest do Banif no “The Fine Art Fund I” tem sido variável ao longo do tempo, começou por ser de 100% no início, em 2004 e 2005, de acordo com o Regulamento de Gestão. À medida que se foram adquirindo as 19 obras de arte foi-se desinvestindo no FAF I, mas manteve-se perto do 50% ou mesmo acima, dependendo da valorização/desvalorização das UPs e do diferencial cambial entre o dólar americano e o euro.

Quanto à situação oposta, quanto representavam as UP detidas pelo Fundo Art Invest do BANIF no “The Fine Art Fund” nunca se encontraram referências nesse sentido, mas face aos montantes envolvidos não é muito significativa, na medida em que estamos perante um SICAF ( Sociedade de Investimento em Capital Fixo que incorpora fundos de investimento) que gere 100 milhões de dólares americanos.

Considerando que o “The Fine Art Fund” é o principal activo do Fine Invest procedeu-se ao estudo dos dados financeiros obtidos a partir dos valores registados na CMVM, no ART INVEST – FEIF, desde a sua constituição até ao presente <sup>121</sup>:

<b>DADOS DA PARTICIPAÇÃO DO ART INVEST NO “THE FINE ART FUND I”</b>					
<b>Data</b>	<b>QUANTID. Núm. de UPs</b>	<b>Valor Unitário USD de UP</b>	<b>Valor total em USD das UPs</b>	<b>Valor Unitário € das UPs</b>	<b>Valor total em € das UPs</b>
Jun-04	1	300000	300000	2468120,13	2468120,13
Jul-04	1	300000	300000	2491901,31	2491901,31
Ago-04	1	300000	300000	2477086,95	2477086,95
Set-04	1	300000	300000	2417600,13	2417600,13
Out-04	1	300000	300000	2355342,69	2355342,69
Nov-04	1	300000	300000	2256487,41	2256487,41
Dez-04	1	300000	300000	2468120,13	2468120,13
Jan-05	1	300000	300000	2301495,96	2301495,96
Fev-05	1	300000	300000	2262955,41	2262955,41
Mar-05	1	300000	300000	2314100,58	2314100,58
Abr-05	1	300000	300000	2324680,35	2324680,35
Mai-05	1	300000	300000	2432892,72	2432892,72
Jun-05	1	300000	300000	2480979,15	2480979,15
Jul-05	1	300000	300000	2480774,01	2480774,01
Ago-05	1	300000	300000	2459419,59	2459419,59
Set-05	1	300000	300000	2491280,52	2491280,52
Out-05	1	300000	300000	2495217,5	2495217,5
Nov-05	1	300000	300000	2549069,59	2549069,59
Dez-05	1	3214789,49	3214789,49	2725090,69	2725090,69

<sup>121</sup> Fonte CMVM

[http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/carteiras/fim/dtlcart\\_fim.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/carteiras/fim/dtlcart_fim.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A)

Jan-06	1	3214789,49	3214789,49	2652904,35	2652904,35	
Fev-06	1	3214789,49	3214789,49	2712444,73	2712444,73	
Mar-06	1	3214789,49	3214789,49	2655972,81	2655972,81	
Abr-06	1	3214789,49	3214789,49	2564241,44	2564241,44	
Mai-06	1	3214789,49	3214789,49	2498282,17	2498282,17	
Jun-06	1	3214789,49	3214789,49	2528741,83	2528741,83	
Jul-06	1	3214789,49	3214789,49	2518046,13	2518046,13	b)
Ago-06	1	3214789,49	3214789,49	2501587,03	2501587,03	
Set-06	1	3214789,49	3214789,49	2539328,19	2539328,19	
Out-06	20814,25	112,75	2346806,688	88,804	1848384,42	c)
Nov-06	20814,25	112,75	2346806,688	85,413	1777809,74	
Dez-06	20814,25	112,75	2346806,688	85,608	1781859,42	
Jan-07	20814,25	112,75	2346806,688	87,035	1811570,84	
Fev-07	20814,25	112,75	2346806,688	85,342	1776329,47	
Mar-07	20814,25	112,75	2346806,688	84,656	1762058,01	
Abr-07	20814,25	112,75	2346806,688	82,870	1724887,07	
Mai-07	20814,25	112,75	2346806,688	83,807	1744375,87	
Jun-07	20814,25	112,75	2346806,688	83,484	1737659,28	
Jul-07	20814,25	112,75	2346806,688	82,254	1712051,4	
Ago-07	20814,25	112,75	2346806,688	82,266	1712301,25	
Set-07	20814,25	112,75	2346806,688	79,516	1655059,5	
Out-07	20814,25	137,31	2858004,668	95,044	1978262,85	
Nov-07	20814,25	137,31	2858004,668	93,022	1936180,71	
Dez-07	20814,25	137,31	2858004,668	93,275	1941441,71	
Jan-08	20814,25	137,31	2858004,668	92,340	1921988,12	
Fev-08	20814,25	137,31	2858004,668	90,532	1884351,78	
Mar-08	20814,25	137,31	2858004,668	86,839	1807485,67	
Abr-08	20814,25	137,31	2858004,668	88,359	1839122,49	
Mai-08	20814,25	137,31	2858004,668	88,541	1842917,42	
Jun-08	20814,25	137,31	2858004,668	87,103	1812989,31	
Jul-08	20814,25	137,31	2858004,668	87,957	1830758,02	
Ago-08	20814,25	137,31	2858004,668	93,186	1939597,11	
Set-08	20814,25	137,31	2858004,668	96,001	1998179,64	
Out-08	20814,25	133,65	2781824,513	104,770	2180700,45	
Nov-08	20814,25	133,65	2781824,513	105,017	2185840,78	
Dez-08	20814,25	133,65	2781824,513	96,037	1998936,24	
Jan-09	20814,25	133,65	2781824,513	104,287	2170661,33	
Fev-09	20814,25	133,65	2781824,513	105,706	2200189,47	
Mar-09	20814,25	133,65	2781824,513	100,432	2090411,46	
Abr-09	20814,25	133,65	2781824,513	100,681	2095607,96	
Mai-09	20814,25	133,65	2781824,513	94,804	1973272,5	
Jun-09	20814,25	133,65	2781824,513	94,562	1968246,47	
Jul-09	18169,51	133,65	2428355,012	94,536	1717667,33	d)
Ago-09	18169,51	133,65	2428355,012	93,648	1701540,13	
Set-09	18169,51	133,65	2428355,012	91,275	1658429,33	
Out-09	18169,51	95,39	1733189,559	64,451	1171038,87	
Nov-09	18169,51	95,39	1733189,559	63,494	1153656,08	
Dez-09	18169,51	95,39	1733189,559	66,213	1203066,45	
Jan-10	18169,51	95,39	1733189,559	68,300	1240969,16	
Fev-10	18169,51	95,39	1733189,559	70,293	1277183,15	
Mar-10	18169,51	95,39	1733189,559	70,767	1285805,72	
Abr-10	18169,51	95,39	1733189,559	71,639	1301642,91	
Mai-10	18169,51	95,39	1733189,559	77,506	1408253,46	

Jun-10	18169,51	95,39	1733189,559	77,734	1412384,92
Jul-10	18169,51	95,39	1733189,559	73,217	1330317,42
Ago-10	18169,51	95,39	1733189,559	75,226	1366827,7
Set-10	18169,51	95,39	1733189,559	69,891	1269883,89
Out-10	18169,51	89,24	1621447,072	64,399	1170099,7
Nov-10	18169,51	89,24	1621447,072	68,655	1247428,18
Dez-10	18169,51	89,24	1621447,072	66,785	1213446,45
Jan-11	18169,51	89,24	1621447,072	65,175	1184200,37
Fev-11	18169,51	89,24	1621447,072	64,506	1172045,07
Mar-11	18169,51	89,24	1621447,072	62,813	1141273,42
Abr-11	18169,51	89,24	1621447,072	60,052	1091121,91
Mai-11	18169,51	89,24	1621447,072	62,035	1127151,31
Jun-11	18169,51	85,57	1554764,971	59,204	1075714,7
Jul-11	18169,51	85,57	1554764,971	60,006	1090273,81
Ago-11	18169,51	85,57	1554764,971	59,217	1075938,03
Set-11	18169,51	85,57	1554764,971	63,370	1151396,32
Out-11	18169,51	85,57	1554764,971	61,116	1110442,43
Nov-11	18169,51	85,57	1554764,971	63,771	1158690,15
Dez-11	18169,51	86,97	1580202,285	67,215	1221272,24
Jan-12	18169,51	68,91	1252060,934	52,298	950233,54
Fev-12	18169,51	68,91	1252060,934	51,260	931360,35
Mar-12	18169,51	68,91	1252060,934	51,593	937.427,16
Abr-12	18169,51	68,91	1252060,934	52,147	947.500,92
Mai-12	18169,51	68,91	1252060,934	55,557	1.009.455,55

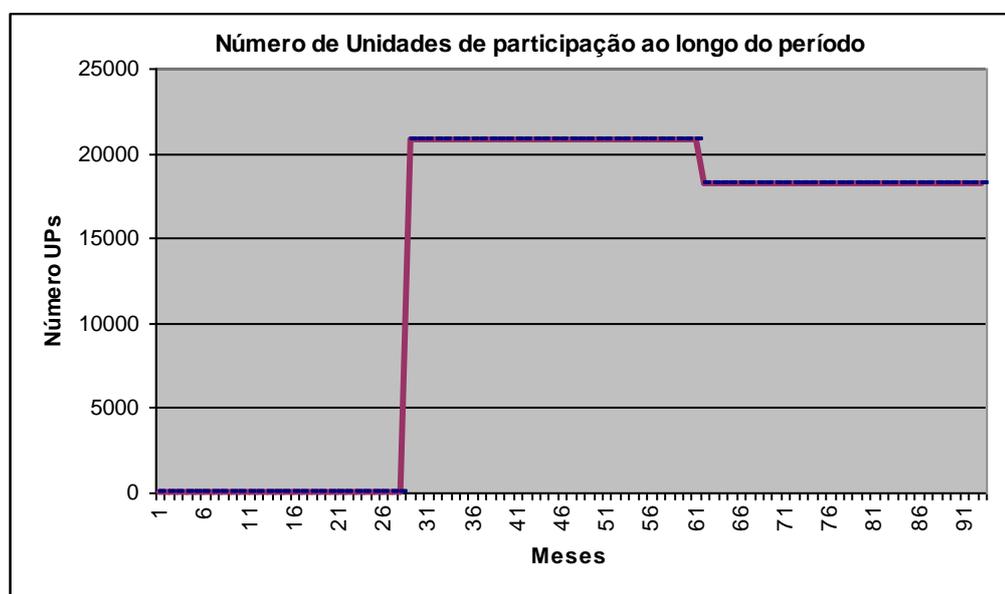
Mapa 9 – Participação do Art Invest no “The Fine Art Fund”<sup>122</sup>

Gráfico 15 – Número de UPs da participação do Art Invest no “The Fine Art Fund”

122

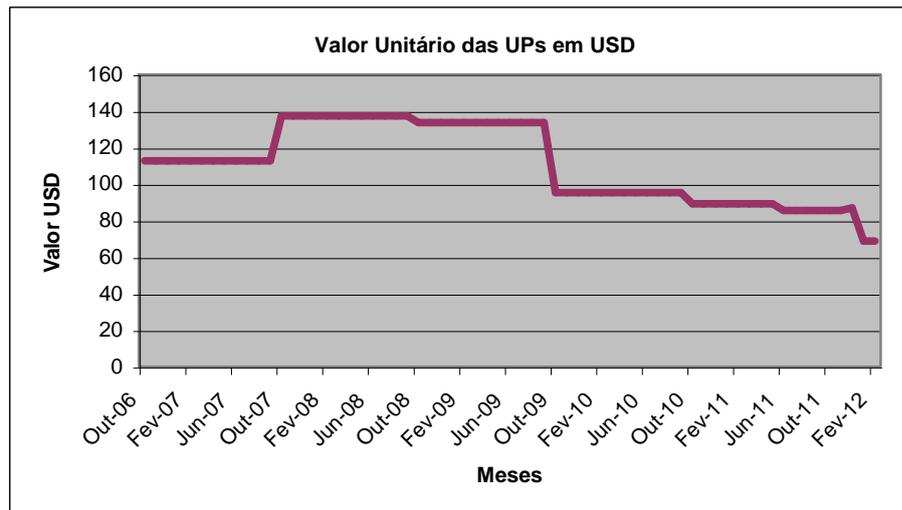


Gráfico 16 – Valor Unitário mensal das UPs em USD do Art Invest no “The Fine Art Fund”

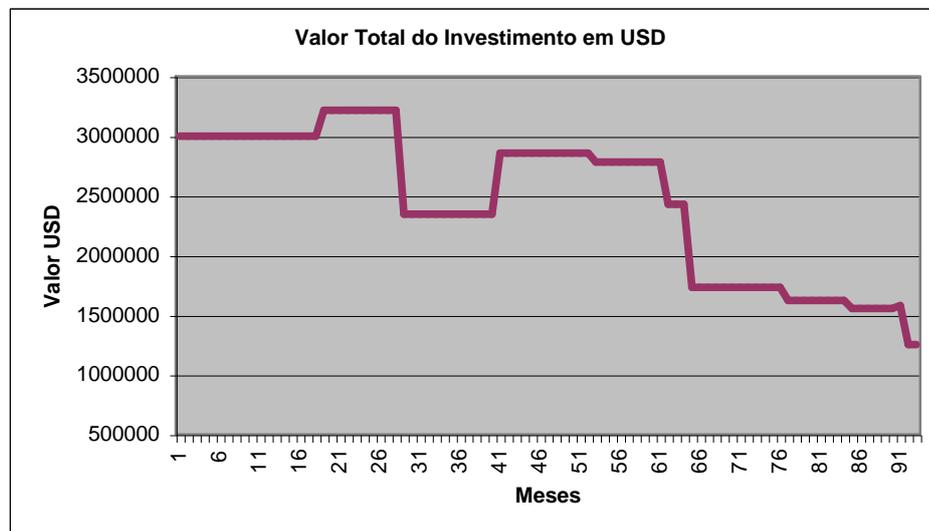


Gráfico 17 – Valor Total do investimento em USD do Art Invest no “The Fine Art Fund”

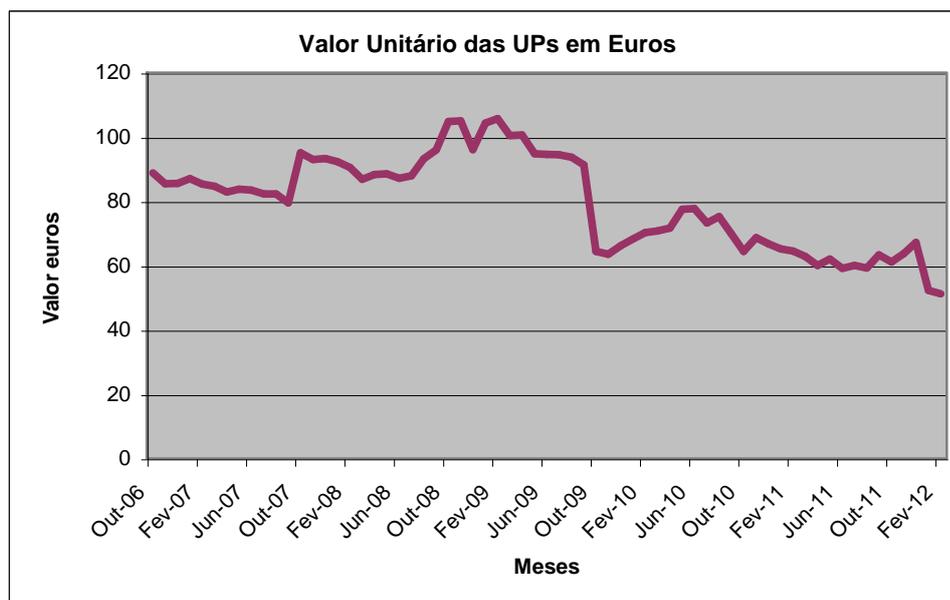


Gráfico 18 – Valor Unitário mensal das UPs em Euros do Art Invest no “The Fine Art Fund”

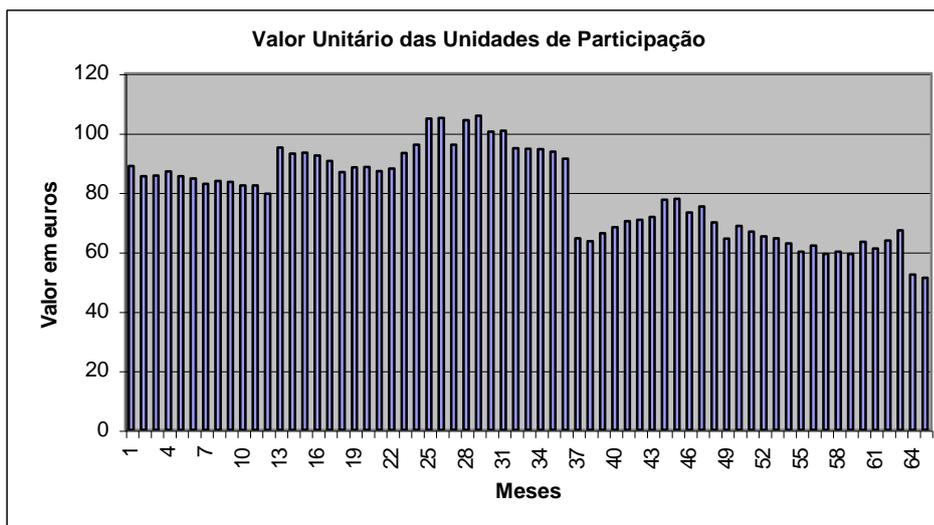


Gráfico 19 – Valor Unitário das Upsem Euros da participação do Art Invest no “The Fine Art Fund”

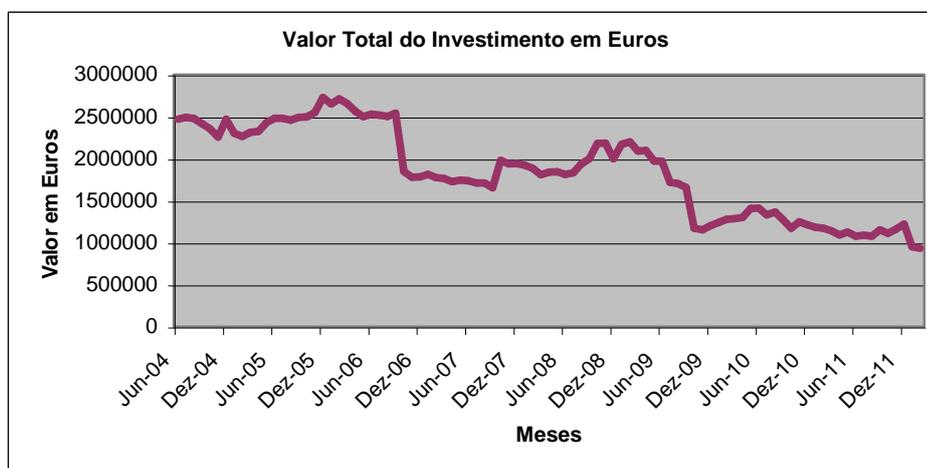


Gráfico 20 – Investimento Total em Euros da participação do Art Invest no “The Fine Art Fund”

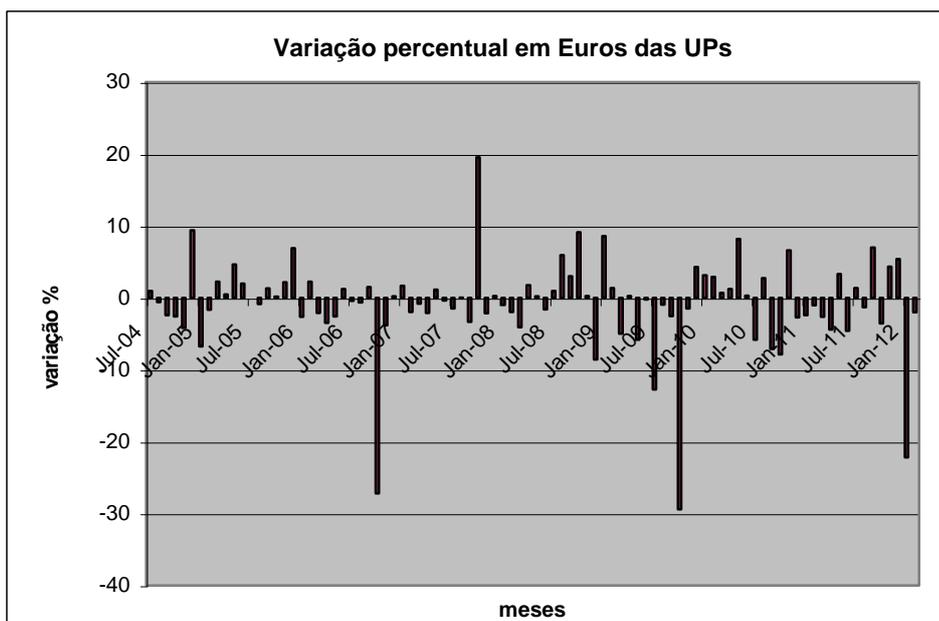


Gráfico 21 – Variação % em Euros das UPs da participação do Art Invest no “The Fine Art Fund”

#### IV.5.2 Análise dos dados obtidos e dos gráficos, relativos ao “The Fine Art Fund”

Da recolha de dados relativos ao “The Fine Art Fund”, existentes nos diversos mapas contidos no site da CMVM, foi possível proceder à elaboração de gráficos e indicadores, podendo fazerem-se algumas leituras e retiraram-se conclusões:

- ✓ Considerando a nota a) da pg. 89, verifica-se ajustamento de valores nos meses de Dezembro, mês em que são apurados os resultados do exercício e produzidos os mapas contabilísticos e calculados os indicadores financeiros que integram o relatório e contas, desconhece-se ao que se deve esta diferença de notação verificada. Verifica-se que o valor em US\$ é superior a valor em euros, e que existe apenas uma participação global e não unidades de participação;
- ✓ Nota b) da mesma página, durante os primeiros dois anos não foram adquiridas obras de arte, o investimento total foi canalizado para o “The Fine Art Fund”, de acordo com o regulamento de gestão, as aquisições de obras iniciaram-se em Julho de 2006. Verifica-se que a posição foi sendo alterada, o que num fundo fechado regulado não seria possível alienar unidades de participação, mas estamos perante outra realidade não regulada e não registada;
- ✓ Nota c), altera-se o modo como são apresentados os valores, só no mês de Outubro de 2006 é registado o número de unidades de participação detidas, 20.814,25, com a cotação de US\$112,75 correspondendo a € 88,804, diminuindo o total montante da aplicação, passou de €2.539.328,19 para €1.848.384,42. Como é atribuída esta cotação é uma questão que não encontramos explicação;
- ✓ Em Julho de 2009, nota d), há uma diminuição do número de unidades de participação de 20.814,25 para 18.169,51;
- ✓ Segundo o regulamento de gestão, é necessário fazer face a uma comissão de “performance” de 20%, no final do período, 31 de Janeiro de 2014, que deveria estar registado em responsabilidades extra-patrimoniais quando se extinguir a participação no “The Fine Art Fund”;
- ✓ Para que os valores sejam comparáveis ao longo do período, é preciso retirar o efeito da inflação, o que parece não estar a ser feito.

Os valores deveriam ser actualizados, sendo que um investimento a 10 anos, sofre o efeito da inflação conjugada que ronda pelo menos cerca de 20% ao longo do período; segundo os dados disponibilizados pelo INE, nos últimos 8 anos, só em 2009 temos o valor negativo de -0,9%, nos restantes anos foi sempre positiva, como se pode ver na tabela que se junta;

Portugal	
2004	2,30
2005	2,30
2006	3,10
2007	2,50
2008	2,60
2009	-0,90
2010	1,40
2011	3,66

Tabela 4 – Índices inflação

- ✓ Encontramos muitos valores em USD, o fundo é americano porque está registado no estado de Delaware e rege-se pelo normativo local, obrigando ao dispêndio com comissões de câmbio, o que acarreta fortes custos. A gestão em Londres, ou noutra local qualquer, é independente, poderia até ser em Portugal que pouco alteraria, além de que nos é dito não estar registado, nem em bolsa, nem ser controlado por qualquer entidade de supervisão; perante esta realidade quem efectivamente estabelece a cotação e com que regras, é uma das questões que se nos coloca;
- ✓ Da leitura do gráfico relativo ao número de unidades de participação detidas pelo “The Fine Art Fund”, verificamos que só passado 26 meses é especificado o número dessas UPs e que a partir de determinada data baixa, mantendo-se depois constante o número de UPs;
- ✓ Verifica-se que o efeito cambial é forte: o valor unitário das unidades de participação em US\$ e € apresentam curvas bem diferentes, embora com a mesma tendência de baixa. O valor unitário em USD apesar de ter tendência decrescente a partir de 2009 apresenta uma curva mais regular do que o valor unitário em euros, cuja curva apesar da mesma tendência global ao longo do período de queda, é muito irregular na medida em que sofre além da tendência da baixa o efeito da taxa de câmbio entre as duas moedas;
- ✓ Quanto ao montante total do investimento em USD, verificamos que o investimento tem sofrido nos últimos tempos uma quebra muito acentuada, muito mais irregular em euros, por efeito da taxa cambial, verificando-se que o desempenho do fundo tem sido fraco em especial a partir de 2009;
- ✓ No que respeita à variação percentual em euros das UPs é muito irregular, conforme se pode ver e com acentuada descida no final do período; considerado percentualmente

chegou a valorizar em determinado momento cerca de 20%, encontrando-se presentemente 40% abaixo do seu valor inicial; conjugando com a comissão de “performance” de 20% aquando da liquidação das UPs, se fosse neste momento teríamos apenas um valor líquido para o investidor de cerca de 46%;

- ✓ Quando se lança um fundo a dez anos, espaço temporal que se considera de longo prazo, é como um jogo cujo resultado é imprevisível. O prazo de 10 anos mais eventualmente 3, é curto para cobrir os custos, tem de ser um prazo mais alargado, 30 ou mesmo 40 anos, para que o ciclo económico possa entrar em valorização e possibilite retornos interessantes. O contexto de 2003, quando o processo foi iniciado era bem diverso do que se veio a verificar e era impossível prever a crise que se viria a verificar a nível global.
- ✓ Nos últimos anos verifica-se que as estratégias estão permanentemente a ser ajustada e mesmo por vezes a serem substituídas ou abandonadas, o que dizer-se de um fundo, seja de arte ou de outro produto financeiro. A estabilidade é algo improvável de voltar a acontecer nos tempos mais próximos. O resultado está à vista e nada melhor que o peso dos números que não nos deixam dúvidas.

#### **IV.5.3 Mapas financeiros e indicadores do ART INVEST – FEIF**

Procedeu-se à elaboração de um mapa comparativo dos balanços e demonstrações de resultados anuais, período de oito anos, entre 2004 e 2011 para análise dos valores ao longo do período.

Os valores totais dos custos apresentados ao longo do período de oito anos, compreendendo juros, comissões, perdas, operações extrapatrimoniais, impostos e outros custos e perdas, ascendem a €2.236.709,74, com especial destaque para as operações extrapatrimoniais que ascendem a €1.093.104,45. Para um capital de €2.500.000 é um valor que dispensa qualquer comentário dado que até 2014 vai certamente ultrapassar o valor do capital. A questão é saber-se como se encontram receitas que façam face a estas despesas? Os resultados são insignificantes ou mesmo negativos face aos valores totais de custos e perdas que são bem expressivos (Mapa 10).

<b>Mapas Comparativos Balanços e Demonstrações de Resultados</b>									
<b>BALANÇO</b>	<b>Ano 2004</b>	<b>Ano 2005</b>	<b>Ano 2006</b>	<b>Ano 2007</b>	<b>Ano 2008</b>	<b>Ano 2009</b>	<b>Ano 2010</b>	<b>Ano 2011</b>	<b>Valores 8 anos</b>
Unidades Participação (Fine Art Fund)	2.202.481	2.725.091	1.781.859	1.941.441	1.998.936	1.203.066	1.213.447	1.221.273	
Outros Activos (Obras Arte)			198.400	352.044	997.606	1.032.038	1.059.070	1.012.054	
Contas de devedores	1.250.000								
Disponibilidades (DO)	6.369		714.006	564.371	0	168.640	194.719	379.332	
Acréscimos e Diferimentos	85.331	71.714	139.385	175.927	44.112	197.529	37.481	2.908	
<b>Total ACTIVO</b>	<b>3.544.182</b>	<b>2.796.804</b>	<b>2.833.650</b>	<b>3.033.783</b>	<b>3.040.654</b>	<b>2.601.273</b>	<b>2.504.717</b>	<b>2.615.567</b>	
Unidades de Participação	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	2.500.000	
Resultados Transitados		-66.896	276.245	269.793	520.648	434.456	63.437	-33.075	
Resultados correntes do Exercício	-66.896	343.141	-6.452	250.854	-86.192	-371.019	-96.512	128.071	<b>94.995</b>
<b>Total Capital do OIC-Valor Liq Global</b>	<b>2.433.104</b>	<b>2.776.245</b>	<b>2.769.793</b>	<b>3.020.647</b>	<b>2.934.456</b>	<b>2.563.437</b>	<b>2.466.925</b>	<b>2.594.996</b>	
Valores a pagar	7.934	8.046	16.336	9.705	104.638	36.156	36.099	18.849	237.762
Outras Contas de Credores	1.101.241	0	46.190	2.100	0	0	0	0	1.149.531
Empréstimos Obtidos	0	11.324	0	0	0	0	0	0	11.324
Acréscimos e Diferimento	1.904	1.190	1.331	1.331	1.560	1.680	1.694	1.722	12.412
<b>Total Capital e Passivo</b>	<b>3.544.182</b>	<b>2.796.804</b>	<b>2.833.650</b>	<b>3.033.783</b>	<b>3.040.654</b>	<b>2.601.273</b>	<b>2.504.718</b>	<b>2.615.567</b>	
<b>DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS</b>									
Juros e custos	11.051	0	2.705	0	1.294	2.977	0	0	18.027
Comissões Operações Correntes	10.344	17.773	18.657	20.185	38.103	43.569	43.527	42.071	234.229
Perdas da Carteira	0	0	0	0	111.187	560.857	92.859	29.586	794.489
Operações Extrapatrimoniais	141.556	9.932	262.402	187.736	256.877	66.015	134.054	34.532	1.093.104
Imposto Sobre Rendimento	394	0	19.892	5.389	6.970	18.067	18.472	451	69.635
Outros Custos e Perdas	1.904	1.190	2.217	3.104	6.245	4.955	3.606	4.004	27.225
<b>Total Custos e Perdas Correntes</b>	<b>165.249</b>	<b>28.896</b>	<b>305.873</b>	<b>216.414</b>	<b>420.676</b>	<b>696.440</b>	<b>292.518</b>	<b>110.644</b>	<b>2.236.710</b>
Resultado Líquido do Período	0	343.141	0	250.854	0	0	0	128.071	722.066
<b>Total Custos e Perdas</b>	<b>165.249</b>	<b>372.037</b>	<b>305.873</b>	<b>467.268</b>	<b>420.676</b>	<b>696.440</b>	<b>292.518</b>	<b>238.715</b>	2.958.776
Resultado da Carteira Títulos	0	182.071	207.436	404.161	23.392	-389.035	8.287	164.326	600.638
Resultado Oper Extrapatrimoniais	-56.225	180.033	-171.548	-151.562	-18.320	87.257	-40.604	8.175	-162.794
Resultados Correntes	-66.896	343.141	-6.432	250.854	-86.192	-371.019	-96.512	128.071	94.995
Juros e Equiparados	98.353	0	1.111	26.933	134.530	327	1.410	2.096	264.760
Rendimentos de Títulos	0	0	207.456	404.161	0	57.857	64.873	0	734.347
Ganhos Operações Financeiras	0	182.071	0	0	87.795	113.965	36.273	193.912	999.107
Ganhos Operações Extrapatrimoniais	0	189.966	90.854	36.174	112.159	153.272	93.450	42.707	718.582
<b>Total Proveitos e Ganhos Correntes</b>	<b>98.353</b>	<b>372.037</b>	<b>299.421</b>	<b>467.268</b>	<b>334.484</b>	<b>325.421</b>	<b>196.006</b>	<b>238.715</b>	<b>2.331.705</b>
Resultado Líquido	66.896	0	6.452	0	86.192	371.019	96.512	0	627.071
<b>Total Resultados Líquidos e Ganhos</b>	<b>165.249</b>	<b>372.037</b>	<b>305.873</b>	<b>467.268</b>	<b>420.676</b>	<b>696.440</b>	<b>292.518</b>	<b>238.715</b>	2.958.776
Resultados Eventuais	0	0	-20	0	0	0	0	0	-20
Resultados Antes Impostos s/ Rend	-66.502	343.141	13.060	256.343	-79.267	-353.071	-78.040	128.522	164.186
Resultado Líquido do Período	-66.896	343.141	-6.452	250.854	-86.192	-371.019	-96.512	128.071	94.995
Operações cambiais à vista	2.812.423								
Forwards cambiais 31JAN2014 (a)	6.904.791	4.895.961	3.704.676	3.512.677	3.606.863	3.548.325	2.732.868	3.179.901	
<b>CONTAS EXTRAPATRIMONIAIS</b>	<b>9.717.214</b>	<b>4.895.961</b>	<b>3.704.676</b>	<b>3.512.677</b>	<b>3.606.863</b>	<b>3.548.325</b>	<b>2.732.868</b>	<b>3.179.901</b>	

Mapa 10 - A análise do Balanço, Demonstração de Resultados, Contas Extrapatrimoniais e outros indicadores, ao longo dos oito anos que tem o Fundo, são a base para efectivamente se fazerem afirmações do desempenho deste.

Nota (a) - O BANIF não permite cancelar posições e para rentabilizar a entidade gestora do Fundo faz coberturas do risco cambial: Forwards Cambiais 31JAN2014 (sobre as quais o BANIF cobra mais comissões).

No mapa síntese, Mapa Comparativo dos Balanços e Demonstrações de Resultados (Mapa 10) do período de oito anos (2004 a 2008), para um fundo cujo investimento total é de €2.500.000, vários valores apresentam valores muito altos que necessitariam ser compreendidos: referimos por exemplo ao Activo Total de 2004 de €3.544.182 ou as contas extrapatrimoniais do mesmo ano de 2004 de €9.717.214.

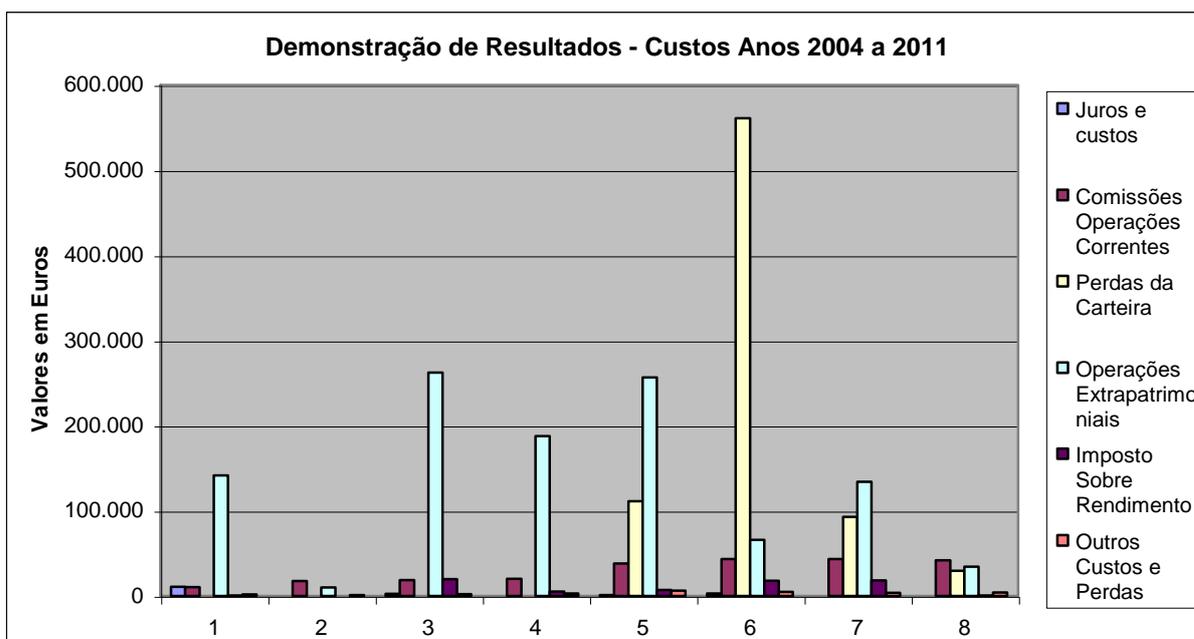


Gráfico 22 – Valores da Demonstração de Resultados do Art Invest (custos 2004-2011)

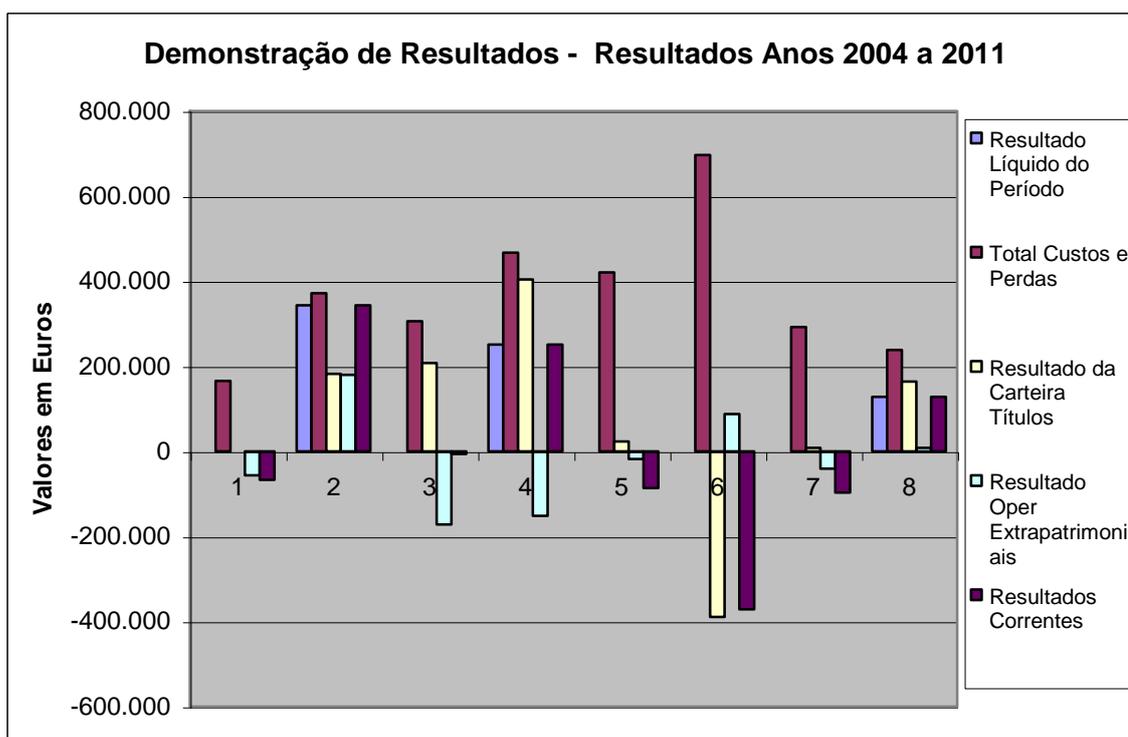


Gráfico 23 – Valores da Demonstração de Resultados do Art Invest (resultados 2004-2011)

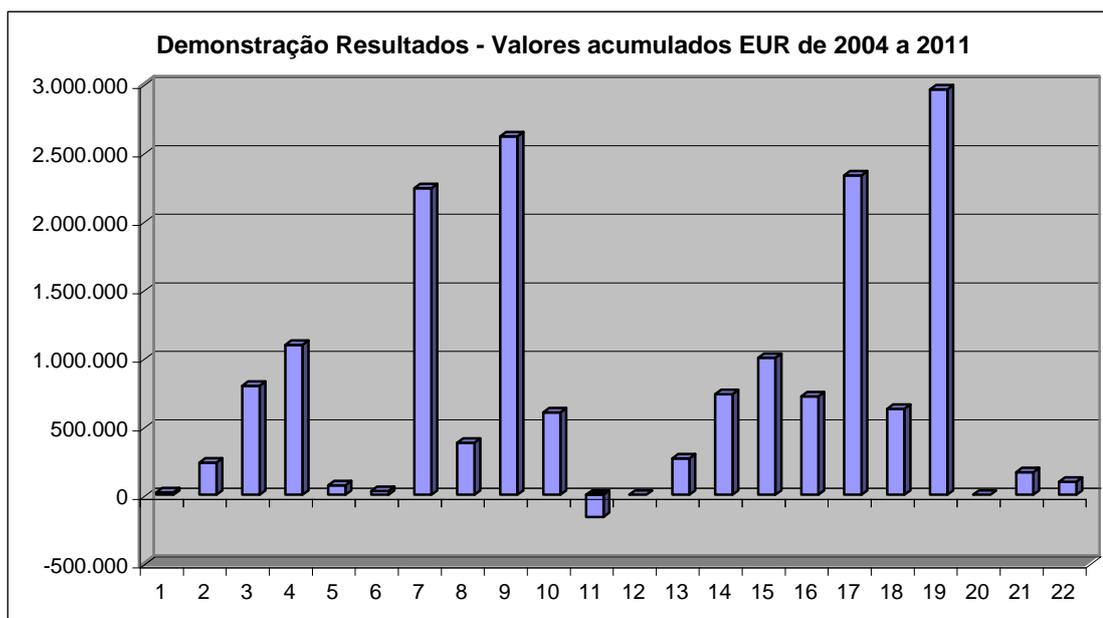


Gráfico 24 – Valores Acumulados da Demonstração de Resultados do Art Invest (2004-2011)

Legenda:

- 1 - Juros e custos
- 2 - Comissões Operações Correntes
- 3 - Perdas da Carteira
- 4 - Operações Extrapatrimoniais
- 5 - Imposto Sobre Rendimento
- 6 - Outros Custos e Perdas
- 7 - Total Custos e Perdas Correntes
- 8 - Resultado Líquido do Período
- 9 - Total Custos e Perdas
- 10 - Resultado da Carteira Títulos
- 11 - Resultado Oper Extrapatrimoniais
- 12 - Resultados Correntes
- 13 - Juros e Equiparados
- 14 - Rendimentos de Títulos
- 15 - Ganhos Operações Financeiras
- 16 - Ganhos Operações Extrapatrimoniais
- 17 - Total Proveitos e Ganhos Correntes
- 18 - Resultado Líquido do Período
- 19 - Total Resultados Líquidos e Ganhos
- 20 - Resultados Eventuais
- 21 - Resultados Antes Impostos s/ Rend
- 22 - Resultado Líquido do Período

Quanto aos valores acumulados, o gráfico de barras acima (Gráfico 24) mostra-nos que o total dos custos e perdas correntes (9) é de €2.236.707, quanto aos resultados de operações extrapatrimoniais (11) quanto aos resultados correntes (12) os valores acumulados são negativos. No que se refere ao total dos proveitos e ganhos correntes (17) é de €2.331.705, valores que praticamente se equivalem. Considerando o resultado líquido acumulado do período de 8 anos (18) que é de €627.071, temos um total de resultados líquido e ganhos (19) de €2.958.776. Verificamos que normalmente há resultados negativos e que transitam de uns anos para os outros pelo que o acumulado do período de resultados antes de impostos sobre os

rendimentos (21) é de €164.186 sendo o montante de impostos insignificativos já que o resultado líquido do período (22) é de €94.995.

Demonstração de Resultados	Ano 2004	Ano 2005	Ano 2006	Ano 2007	Ano 2008	Ano 2009	Ano 2010	Ano 2011	Acumulados
Juros e custos	11.051	0	2.705	0	1.294	2.977	0	0	18.027
Comissões Operações Correntes	10.344	17.773	18.657	20.185	38.103	43.569	43.527	42.071	234.229
Perdas da Carteira	0	0	0	0	111.187	560.857	92.859	29.586	794.489
Operações Extrapatrimoniais	141.556	9.932	262.402	187.736	256.877	66.015	134.054	34.532	1.093.104
Imposto Sobre Rendimento	394	0	19.892	5.389	6.970	18.067	18.472	451	69.635
Outros Custos e Perdas	1.904	1.190	2.217	3.104	6.245	4.955	3.606	4.004	27.225
Total Custos e Perdas Correntes	<b>165.249</b>	<b>28.896</b>	<b>305.873</b>	<b>216.414</b>	<b>420.676</b>	<b>696.440</b>	<b>292.518</b>	<b>110.644</b>	<b>2.236.710</b>
Resultado Líquido do Período	0	343.141	0	250.854	0	0	0	128.071	722.066
Total Custos e Perdas	<b>165.249</b>	<b>372.037</b>	<b>305.873</b>	<b>467.268</b>	<b>420.676</b>	<b>696.440</b>	<b>292.518</b>	<b>238.715</b>	<b>2.958.776</b>
Resultado da Carteira Títulos	0	182.071	207.436	404.161	23.392	-389.035	8.287	164.326	600.638
Resultado Oper Extrapatrimoniais	-56.225	180.033	-171.548	-151.562	-18.320	87.257	-40.604	8.175	-162.794
Resultados Correntes	-66.896	343.141	-6.432	250.854	-86.192	-371.019	-96.512	128.071	94.995

Mapa 11 – Demonstração de Resultados, decomposição dos resultados e custos, período 2004-2011

Perante esta realidade dos números, não restam dúvidas. Apesar de se dispor de apenas alguns dados agrupados, pode bem avaliar-se da não rentabilidade destes investimentos, e esta análise terá muito mais impacto depois de se liquidar o fundo, que na nossa visão vai trazer uma realidade que deita por terra todos os comentários que temos lido nos respectivos relatórios e contas, nomeadamente feitos pelos revisores de contas e auditores.

Quanto ao número de participantes neste fundo de investimento alternativo fechado temos apenas 24 investidores, podendo considerar-se que na prática estamos perante um clube de investidores. Existe um participante significativo que detém mais de 25% do fundo que é de €625.000 e o número de participantes mais significativo, 7 e 13, são detentores de menos 2%, o que significa €50.000 e €12.500. Estes valores são estimados pois desconhece-se os valores reais uma vez que apenas temos os dados do mapa que se apresenta.

Número de participantes por escalão	
UPs >= 25%	1
10% <=UPs<25%	0
5% <=UPs<10%	2
2% <=UPs<5%	1
0,5% <=UPs<2%	7
0,5% <	13
<b>Total</b>	<b>24</b>

Tabela 5 – Investidores por escalão

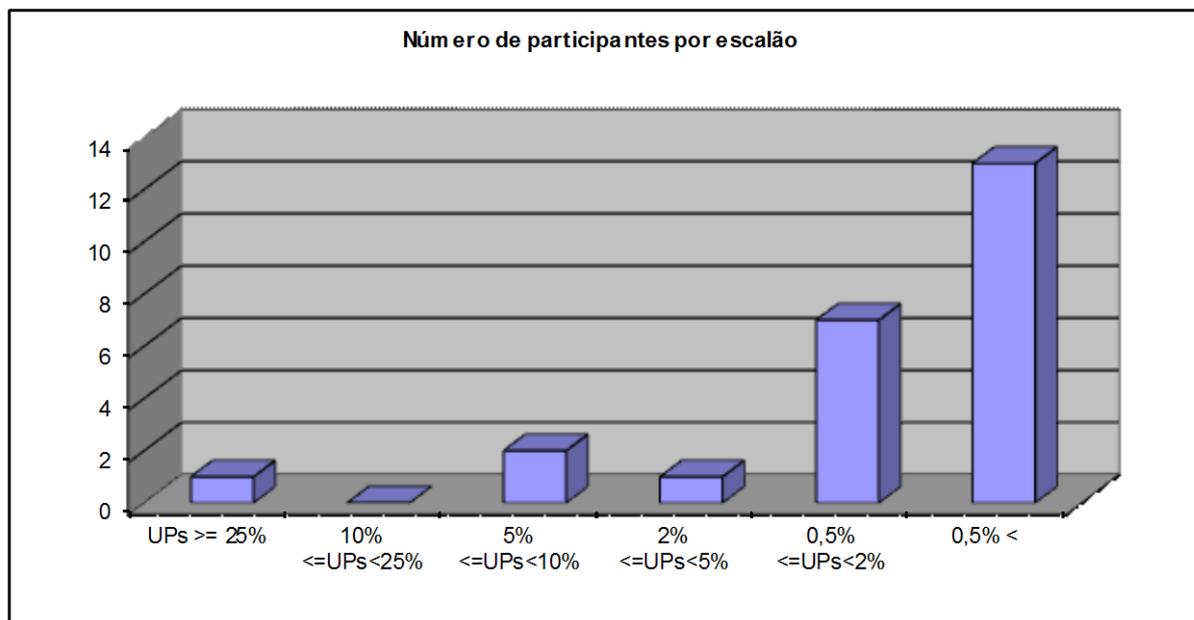


Gráfico 25 – Número de investidores no Art Invest por escalão

#### IV.6 Considerações acerca dos fundos de arte

Consultado o “Prospecto e Regulamento de Gestão do ART INVEST – FEIF” a informação prestada é, em certos aspectos, fundamental, suficiente e clara mas noutros é omissa, genericamente e de forma resumida temos as seguintes linhas gerais:

- ✓ Não garante o capital investido;
- ✓ Está sujeito a risco cambial, entre outros;
- ✓ O activo principal (cerca de 60% do FEIF) está aplicado num Fundo não regulado nem supervisionado ou cotado (The Fine Art Fund Limited Partnership);
- ✓ Não é negociado em bolsa;
- ✓ A compra de obras de arte recai por inteiro sobre os Participantes, deixando a Sociedade gestora de ter qualquer responsabilidade, o que representa um risco financeiro, podendo até comprar-se obras menores ou até mesmo falsas;
- ✓ Os avaliadores não são instituições, no sentido mais formal do termo, mas antes duas sociedades de “marchands” e uma pessoa em nome próprio, não se sabendo através do Prospecto dos respectivos “currícula” e honorários cobrados;

- ✓ As comissões são, bastante elevadas, em termos relativos, embora em valores absolutos o não sejam;
- ✓ Não permite cancelar posições a não ser no fim do período (10 anos) sobre as quais o BANIF cobra mais comissões, não é ilícito mas deficiente, o que se afigura que a CMVM não deveria ter autorizado;
- ✓ Uma análise documental não encontra referências da existência de "loan notes", apenas as genuínas UP.

O FEIF é composto essencialmente por dois grandes núcleos, temos: uma participação no "The Fine Art Fund I", com 18.169,5106 unidades de participação, com a cotação de US\$68,908169 (desconhece-se com que base é estabelecida esta cotação se o FAF não está registado nem cotado), que corresponde ao investimento total de €931.360,35 e temos também um conjunto de 18 obras de arte (foi vendida uma obra em 2011, como foi referido anteriormente), rubrica de outros activos, no valor de €1.014.643,8, conforme os mapas que se apresentaram, reportados a Fevereiro de 2012. De notar que em diferentes mapas relativos à mesma data, os valores apresentam algumas pequenas diferenças.

Encontramos aqui várias questões, entre elas há uma muito relevante que se prende com as responsabilidades extra-patrimoniais, são variações cambiais entre o dólar e o euro de menos €1.208.465,19, à data de Fevereiro de 2012, implicando a diminuição do "capital" do fundo, quando da liquidação das unidades de participação, em 31/01/2014, se não for estabelecido em Assembleia de Investidores um período adicional de mais três anos.

Este valor não é fixo, esta questão deve-se à paridade entre as duas moedas em causa, tem de ser tomada em consideração o diferencial entre a cotação na data da aquisição da participação no "The Art Fine Art Fund I", registado em Delaware nos EUA, e à data da extinção do Art Fund em 31/01/2014. A manter-se a tendência de depreciação do dólar americano face ao euro, que se pretendia serem moedas com paridade mais ou menos equivalentes quando se adoptou o euro por um conjunto de 27 países da União Europeia, num período de dez anos verificar-se-á uma depreciação a ser suportada muito significativa, estamos perante uma menos valia cambial fortíssima.

Face à análise que foi feita a uma grande variedade de documentos, que se prendem com as normas, a constituição e a gestão de fundos em geral e de fundos de arte em particular, várias questões relevantes se colocam:

- ✓ Um fundo composto por objectos denominados de obras de arte, difere muito pouco de outro fundo qualquer baseado noutro produto;
- ✓ O modelo de um fundo de arte é muito simples, segue a generalidade dos instrumentos financeiros comercializados: o cliente/investidor confia à entidade que comercializa o fundo uma determinada quantia em dinheiro, destinada a comprar títulos de participação, que são dívida (Loan Note – título cambiário) emitida por um veículo de investimento, no presente caso tendo por base a existência de uma colecção de objectos de arte e/ou participações em outros fundos de arte;
- ✓ Pensando na constituição do fundo de arte encontramos o portefólio de obras de arte e participações em outros fundos de arte, de que se desconhece a constituição, estando-se perante uma rede cruzada muito pouco visível para os investidores que adquirem as unidades de participação. É um pouco uma questão de “fé” pois acredita-se que estamos perante uma instituição financeira que tem procedimentos considerados sérios e está a comercializar um bom produto financeiro;
- ✓ As Contas semestrais não esclarecem se houve, ou não, lugar a avaliação do património, por quem e em que data, bem com que base tal é feito e em que se baseia. Estes dados deveriam constar do inventário;
- ✓ O actual contexto de incerteza, contribui para que o futuro destes fundos e do retorno dos montantes investidos sejam de difícil recuperação, acrescentando que a gestão não foi cuidadosa, apesar de constantemente se referirem figuras de cartazes, como gestores, que mais não são, a nosso ver, que vendedores de ilusões e sonhos, por vezes levados ao limite de uma gestão de alto risco;
- ✓ No que se refere a despesas do fundo, gastos gerais incluindo a sua gestão, são percentualmente consideráveis e certos, o mesmo não acontecendo com a rendibilidade que é incerta e muito oscilante podendo até ser negativa;
- ✓ Se considerarmos uma comparação com os fundos baseados em acções ou em obrigações ou em produtos estruturados (opções e futuros), a problemática do risco do investimento é semelhante, já que as oscilações do valor de uma obra de arte são função do encontro no mercado da oferta e da procura, podendo até não existir procura e portanto não se efectuando a transacção por falta de comprador.

Uma acção depende de uma cotação em bolsa, estabelecida em função de um conjunto de variáveis económicas e do desempenho da empresa, com oscilações de valores que poderão ser significativas, onde se deve considerar a falência e a retirada de bolsa, sistema que é em tudo semelhante.

No que se refere às obrigações, que se pensava serem títulos mais estáveis, trata-se de empréstimos obrigacionistas, também apresentam risco que pode ser bastante elevado, são empréstimos concedidos às empresas, à banca ou até mesmo aos estados. Recentemente em Portugal o BPP faliu num processo controlado e a grande parte das aplicações de retorno garantido, num montante total de cerca de 1.250 milhões de euros, estavam aplicados na sua maioria em obrigações da banca internacional e dos estados soberanos que em regra são utilizadas para fazer face ao financiamento de grandes obras públicas de infraestruturas (autoestradas, portos, aeroportos, via férrea), mostraram a sua fragilidade no actual contexto. Se pensarmos em produtos estruturados então a situação ainda é mais complexa, o mundo dos futuros e outros produtos é algo extremamente irregular no seu valor;

- ✓ Face ao que foi já referido e a muito que se poderia acrescentar, considera-se que é um tipo de investimento que não deve fazer parte da aplicação de economias provenientes de poupança. Aproxima-se um pouco de um jogo de casino, com um elevado nível de risco.

A ideia, de lançar este fundo de arte, tal como a de um de conteúdos televisivos que parece que nunca foi concretizado, pensa-se que foi do Dr. Artur da Silva Fernandes, que conseguiu juntar 24 Participantes no Fundo, o que é um número de certo modo sugestivo.

Nesta operação verificou-se existir interesses pessoais, uma vez que o “The Fine Art Fund Group” tinha e ainda tem no seu “Board” o Dr. Artur da Silva Fernandes, que também presidiu à Sociedade Gestora do FEIF, o que a nosso ver representa uma acumulação de funções que se pode considerar não aconselhável e levanta dúvidas.

A partir de Março de 2012, face a mudanças verificadas na Administração do BANIF, nomeadamente na holding, o Dr. Artur Manuel da Silva Fernandes deixa a Presidência, da Comissão Executiva e do Conselho de Administração do BANIF Investment Bank, não pertencendo mesmo aos quadros da organização. Em Assembleia de Accionistas de 22 de Março de 2012, foi aprovada a nomeação dos Membros do Conselho de Administração para o

triénio 2012-2014 <sup>123</sup>. Mantém-se em funções o Sr. Dr. Raúl Manuel Nunes da Costa Simões Marques.

#### **IV. 7 Questões que se colocam sobre arte como produto financeiro**

Assim, colocam-se várias questões sobra as quais se reflectiu e às mesmas procuraremos responder no âmbito desta dissertação, muitas outras poderão ser colocadas:

✓ **Como são feitas as escolhas das obras que integram o património dos fundos de arte?**

As escolhas das obras que integram o património dos fundos de arte são feitas por peritos, mas com tanta subjectividade que nos deixam perplexos. Philip Hoffman, CEO do “The Art Fund Group”, 48 anos, ex-diretor da Christie’s, que criou o o Grupo em 2001, iniciando-se a gestão de Fundos em 2003, compra e vende pinturas, em vez de ações ou títulos. Consultando o perfil do vasto grupo de peritos do Grupo estamos perante pessoas altamente especializadas em produtos tanto ao nível académico como ao nível profissional, visando acima de tudo fazer bons negócios, isto é, aquisição de obras de arte a preços baixos que tenham possibilidade de gerar bons retornos.

✓ **Qual o peso que representa esta realidade no mercado da arte em Portugal? E em geral?**

É irrelevante em termos nacionais, é reduzido em geral e mais voltado para a arte contemporânea, artistas emergentes, por serem os que apresentam cotações de mercado mais baixas. No mercado português não representa praticamente nada, é apenas uma pequena “experiência”, 19 obras de arte não chegam para montar uma exposição com impacto, todos os artistas são contemporâneos, de Portugal e Brasil. Os fundos de arte não representam nada no mercado da arte em Portugal, 19 quadros e vídeos é a dimensão de uma exposição, 400.000 € é o valor de uma obra que tenha boa cotação num leilão. No mercado internacional a maioria dos fundos de arte foram insucessos e desapareceram. Quanto aos veículos do “The Fine Art Fund Group”, fala-se mais deles do que efectivamente pesam no mercado, apenas US\$ 100 milhões, o que em grandes números representa muito pouco. É interessante o estudo apenas como “case study” e para se concluir que se não deve entrar nesta classe de investimento, de risco elevado, e que, numa escala de 0 a 5, anda pelo menos pelo valor 4.

---

<sup>123</sup> [http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS\\_V2&id=546251](http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=546251)

✓ **Qual a relação que se estabelece com o mercado leiloeiro?**

A relação que se estabelece com o mercado leiloeiro é preferencial, uma vez que as aquisições e as vendas, investimento e desinvestimento do fundo, processam-se geralmente em leilões. No caso do ART INVEST, as obras de artistas brasileiros foram para as leiloeiras londrinas para conseguirem mercado e valores mais altos, mas há que contar com os custos de tal opção, e não é certo que se efective a venda. Dos artistas portugueses, os que não têm cotação internacional terão de ser vendidos em leilões nacionais. Desconhece-se como e onde foram adquiridas as obras, o que seria bem interessante saber-se. As cotações em leilão, de arte contemporânea, reflectem o valor de mercado das obras num contexto de espaço e tempo. A obra pertencer ou não a um fundo é irrelevante. Um fundo pode ser uma ligação estreita entre o fundo e uma leiloeira, como no caso da Sotheby's e o BRPF, que foi permissivo e levanta várias questões. Verifica-se que no ano de 2011 e já 2012 o número de leilões agendados tem sido muito maior mas os valores apurados muito mais reduzidos, valores de lotes mais baixos e muitos não concretizados. Acresce ainda que aparecem leilões "on-line" na internet, que vendem de tudo e a preço, autênticas feiras virtuais, desconhecendo-se as proveniências e que formas tomam as transacções, desregulando completamente o mercados dos leilões tradicionais.

✓ **Que garantias são dadas aos investidores?**

Quanto a garantias dadas aos investidores na realidade não são dadas nenhuma, tal assunto de garantias não consta do próprio regulamento de gestão do fundo, antes está bem expresso que nada é garantido, pelo contrário aparecem detalhados alguns dos diversos riscos do negócio, daí o prudente conselho de não investir mais de 2 a 5% do montante disponível para aplicações financeiras, isto diz tudo. Se não são dadas garantias é lógico que venham teoricamente a verificar ganhos e/ou perdas, é assim em qualquer tipo de negócio. O Investidor não pode invocar desconhecimento nem solicitar que seja ressarcido de perdas que venha a ter, na medida que conhecia bem as regras do negócio, por isso, o Gestor sente-se livre para fazer toda a espécie de actos de gestão que queira, sem ter de dar satisfação aos Investidores.

✓ **Qual o papel da regulação e supervisão no mercado da Arte e até que ponto a inexistência de uma entidade de supervisão sobre o principal activo do ART INVEST pode afectar a qualidade do investimento?**

O papel que deveria caber da regulação e supervisão no mercado da Arte tem de ser visto a dois níveis, internacional e nacional.

No caso de fundos portugueses regulados pela CMVM, caso do Art Invest, pensa-se que deveria existir no Regulamento de Gestão a obrigatoriedade de que o investimento em UP de outros Fundos de Investimento deveria ser também obrigatoriamente regulados e supervisionados, o que é omissivo no caso em apreço. Quando se fala no “The Fine Art Group” associa-se sempre o discurso a um grupo de fundos ingleses regulados. É essa a imagem que se quer passar o que não corresponde à realidade.

No caso nacional o papel da regulação e supervisão não pode ir muito mais além, na medida em que se trata de um caso isolado (o facto de ser um caso isolado não isenta o Regulador de fazer o seu trabalho que consiste em estabelecer as regras prudenciais adequadas, para que o Supervisor possa actuar com eficiência) e face à experiência é bem provável que a experiência se não volte a repetir. À CMVM não cabe avaliar obras de arte, mas poderia obrigar à existência de um registo detalhado das obras e respectivo catálogo fotográfico, e actualização de onde se encontra fisicamente depositada, muito embora se não tenha a certeza sobre se isto serviria para alguma coisa.

O Regulador tem de intervir indicando quais as informações que devem constar obrigatoriamente do Regulamento e do Prospecto para que os Investidores e Supervisor possam, a todo o momento, verificar se a gestão está conforme.

No caso:

- (i) critérios de investimento a seguir (nada impede que um FI seja do tipo “tudo o que vem à rede é peixe”, mas tal deverá constar claramente do Regulamento);
- (ii) critérios de valorização;
- (iii) métodos de valorização;
- (iv) responsabilidade pessoal dos peritos avaliadores (este é que devem ser objecto de registo junto da CMVM, não as pobres peças);
- (v) divulgação do próprio processo de avaliação).

É contudo de recomendar que se faça um estudo do caso em análise no sentido de ficar mais atento em casos semelhantes. Sabe-se que outras entidades financeiras que não o BANIF, pensaram em lançar fundos semelhantes, mas foram desaconselhadas por técnicos

do sector do mercado de arte que consultaram, os quais se aperceberam de como todo este caso ou outro semelhante redundaria num fracasso.

✓ **Qual a atitude do Investidor ao assumir tão elevado número de riscos quando investe em Fundos de Arte?**

No plano da razoabilidade financeira, a atitude do Investidor face ao risco é o de que só os Investidores amantes de altos riscos (com elevada apetência pelo risco) o façam. Para os que não querem assumir níveis elevados de risco ou não possuam grandes disponibilidades de capitais não é coerente fazerem investimentos em Arte. Devem (Quando muito, poderão) limitar-se a investir pelo gosto pelas obras em si mesmas e com moderação de preços, não dispensando apoio de peritos conhecedores de arte e do mercado (como já foi referido, no plano prudencial, a questão põe-se a propósito das exigências a fazer aos peritos e da responsabilidade extra-contratual que sobre eles impenda).

Considerando alguns casos pontuais que fogem à regra, por contexto pontual de difícil explicação, a arte não é um refúgio não sendo uma boa alternativa aos produtos mais tradicionais de investimento. Uma análise dos preços mostra que quando a bolsa baixa o mercado da arte também baixa, aumentando a oferta de obras e em momento de diminuição da liquidez disponível dos compradores, baixa o número e o valor das transacções que se efectuam. Presentemente não é possível apurar-se quanto desvalorizou o mercado da arte, mas apontam-se valores de pelo menos 30 a 40%, dependendo do género de arte e dos artistas.

✓ **Estamos perante um negócio transparente?**

1. Antes de mais as transacções no mercado da arte não são transparentes, em qualquer lugar que tenham lugar e quaiquer que sejam os parceiros, servindo até para algumas transacções duvidosas;
2. Por outro lado estamos num mercado com baixo nível de liquidez, pois para se efectuarem transacções pode demorar muito tempo ou mesmo não virem a ter lugar;
3. No que se relaciona com os Fundos de Investimento, também nem todos estão regulamentados, no presente caso são controlados pelas autoridades de Supervisão, no caso português a CMVM. Para os fundos registados, a função do Supervisor não é de certificar os valores atribuídos aos elementos patrimoniais de um Fundo de

Investimento, mas sim verificar se o método de valorização que foi adoptado está em conformidade com o que estabelece o respectivo Regulamento de Gestão. Os Fundos de Investimento que não tenham sido previamente registados junto da respectiva Autoridade de Supervisão encontram-se em situação gravemente irregular. Mas tal só acontece se forem objecto de uma Oferta Pública. Nada impede que um grupo de investidores resolva constituir um património comum composto por acções, obrigações ou mesmo peças artísticas. Suscita-se, porém, a questão de saber se as posições de propriedade podem ser, ou não, livremente transmissíveis inter vivos. Este é um ponto onde a Lei Civil geral choca com a legítima confiança no sistema financeiro.

4. A lei comunitária e portuguesa obriga a regras, entre elas a publicação de informação. Se não fosse o site da CMVM todo este trabalho seria impossível pois o BANIF Banco de Investimento, embora contactado, nunca nos disponibilizou qualquer informação;
5. Em visita efectuada às instalações do Banif Banco de Investimentos na Torre 3 das Amoreiras, deparamo-nos com um espaço de trabalho, o chamado “*open space*”, muito agradável e com um vista soberba sobre a parte ocidental de Lisboa, uma contradição com o que lá se faz que é bem fechado e tudo o que se publica no site ou se faz por imposição legal ou é marketing;

#### ✓ **Há movimentos especulativos e manipulação do mercado da Arte?**

Existem comportamentos no mercado da Arte que levam a poder-se afirmar que há movimentos especulativos, semelhantes aos que encontramos nos produtos financeiros em geral. Existe manipulação ou abuso de mercado da Arte<sup>124</sup>, esta realidade vem distorcer as

---

<sup>124</sup> Quando do caso BPN apareceram 60 obras de Miró, que tinham vindo de um incumprimento de um cliente e que posteriormente foram entregues à CGD e há dúvidas sobre a autenticidade das mesmas.

Quando do Processo do Banco Privado Português, quer a colecção do próprio banco quer a colecção da Ellipse Foundation estavam avaliadas por valores manipulados.

<http://www.sedes.pt/blog/?p=1122>, Mai 28 2009, Quanto vale a colecção da Privado Holding? Publicado por Filipe Rocha da Silva a 21:04 em Artes, Economia “... li no Público de 22 de Maio uma interessante notícia sobre a Assembleia Geral da Privado Holding (detentora do BPP). Nela se referia que nas contas anuais desta Holding a colecção Ellipse surge contabilizada em 44 milhões de euros. Na mesma assembleia outro coleccionador, Francisco Capelo, terá questionado esta avaliação referindo que a colecção valerá apenas cerca de 12 por cento do total inscrito. A Deloitte, nas análise das contas de 2008 concluía que a colecção vale 20 milhões de Euros, invocando estudos independentes nomeadamente pela leiloeira Sotheby’s. Por outro lado o anterior Presidente do Banco e o criador da colecção, João Rendeiro, afirmou na mesma assembleia geral que terá encomendado duas avaliações em 2008 e que as mesmas atribuíram à colecção um valor entre 40 e 45 milhões de Euros. Perante a disparidade destes números será oportuno recordar o meu último Post: apesar das semelhanças com outros tipos de bens que são considerados refúgio em épocas de turbulência, as obras de arte foram objecto de manipulação especulativa tendo-se criado uma verdadeira bolha que explodiu em 2008, arrastando a maioria dos valores e cotações. Tal como o “real estate”, a obra de arte é “real”, não sendo no entanto “real” toda a especulação que em torno dela se pode criar, nem o seu preço.

regras de um mercado concorrencial, por enfiamento da realidade. Existem conflitos de interesses de vária ordem, ou seja, ilícitos de mercado, tais como, abuso por acesso a informação privilegiada confidencial, dados que são ocultados aos Investidores e levam à tomada de decisões defeituosas, dados falseados e propagação de informação falsa ou enganosa.

No produtos financeiros ligados à arte existem também produtos tóxicos, alavancagens e bolhas especulativas. São exemplos os valores que se alcançaram e para os quais não se encontra explicação racional, levando a ganhos especulativos e a perdas consideráveis e irrecuperáveis.

Os procedimentos especulativos não devem ser generalizados mas antes serem assumidos apenas por quem tem capacidade e apetência para tal, na medida em que pode levar a situações de gerar grandes ganhos mas também de fortes perdas, pondo em causa o património. Os comportamentos especulativos demonstram apetência para o risco e contribuem para fazer funcionar o mercado, já que comportamentos de cobertura na oferta e na procura só por sorte se “casam”, (não é essa a razão de investir com risco? O célebre binómio “risco/retorno”, tanto mais pungente quanto a política monetária está a atirar as taxas de juro para níveis próximos de 0 – a que correspondem taxas reais de retorno negativas).

Esta questões têm tal relevância que é prevista pela Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de Dezembro de 2002, relativa ao abuso de informação de privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado) visa garantir a integridade dos mercados financeiros europeus e reforçar a confiança que os investidores depositam nestes mercados. O objectivo consiste em criar, no contexto da luta contra os abusos de mercado, condições de concorrência equitativas para todos os operadores económicos dos Estados-Membros.

✓ **Que despesas estão associadas à gestão deste tipo de fundos especiais de arte?**

Da análise dos mapas financeiros (balanços e demonstrações de resultados anuais e semestrais) verifica-se que é bom para a empresa que lança e faz a gestão do fundo e para

---

Na realidade eu próprio tenho uma sugestão para resolver finalmente a dúvida sobre o preço da colecção Ellipse: A colecção tem o valor 0 (zero) Euro. Na verdade num mercado em que vigoram as leis da oferta e da procura o preço só deixa de ser virtual passa a actual quando existe um comprador disposto a pagar. Tudo o resto é futurologia, ou uma mera manifestação de um desejo por parte do vendedor. A contabilização de valores hipervalorizados muito contribuiu para iludir os accionistas sobre as empresas e para a crise do subprime”

consultores, assessores, auditores e outros serviços associados. Mesmo assim colocamos algumas restrições pois se na liquidação do fundo o produto da venda das obras for baixo, como se prevê, quem é que efectivamente vai suportar determinados encargos e impostos. Os investidores podem não receberem retorno nem o valor do investimento, mas podemos entrar em perdas substanciais e no regulamento nada se estabelece nesse sentido. Existem fundos que permitem operações de alavancagem e o investidor pode ser chamado a cobrir também essas perdas pois é corresponsabilizado.

✓ **A julgar por este tipo de questões suscitadas, a arte será um bom investimento?**

O que sustenta o mercado de arte é uma fé irracional de um aumento contínuo dos preços. Verifica alguns casos pontuais em que algumas obras de arte têm sido muito rentáveis, fruto da especulação, valorizando dez vezes o preço inicial ou até cem ou mesmo mil vezes, mas são casos isolados e não a regra face ao grande número de artistas que existem em todo o mundo. Estas obras não podem voltar ao mercado porque o mesmo contexto anterior pode não se verificar e não existir comprador dado os montantes envolvidos. É um problema para quem comprou essas obras, de difícil solução no futuro pois terão de ficar com elas e sem hipótese de liquidez.

É mais que evidente que se trata de um negócio em que algumas Instituições Financeiras ganham dinheiro à custa de Capitais de terceiros, os quais suportam os riscos integralmente. Os Fundos, foi uma forma moderna que se encontrou para captar recursos financeiros, fundos sob os mais variados temas (arte, conteúdos televisivos), que gerem proveitos que não “consomem” Capitais Próprios, nem expõem o gestor fiduciário a perdas de capital.

✓ **Que rentabilidades se conseguem alcançar, em comparação com outros activos financeiros?**

No que se refere à rentabilidades alcançadas, no caso do Art Invest o fundo ainda não foi liquidado, está em curso o início do processo, mas da análise de outros fundos e dos mapas financeiros (balanços e demonstrações de resultados anuais e semestrais), face à actual conjuntura prevê-se resultados finais desencorajadores, não é por acaso que este tipo de produtos se não banalizou.

O principal activo do Art Invest é o fundo americano gerido em Londres, tudo é opaco e quanto à qualidade do investimento não se faz a mínima ideia, o que faz depender muito a

rendibilidade. Quanto às 19 obras do portefólio, entende-se que a sua qualidade para garantir valores investidos é bastante subjectiva e depende muito do contexto do mercado. Não se conhecem as obras por não se conhecer catálogo e não existirem detalhes sobre o inventário, presentemente os valores investidos não são garantidos.

O Art Invest é o único fundo em Portugal e não se conhece presentemente outro na Europa com sucesso, alguns apareceram e desapareceram de imediato e o “The Fine Art Fund” é registado nos EUA, e não há a certeza do que é real e do que é marketing.

Face a tudo aquilo que se referiu, não temos dúvida em afirmar que a fixação do valor, numa transacção no mercado de arte está dependente do contexto envolvente da oferta e da procura e não do critério de um consenso formado pelos museus, críticos, curadores, coleccionadores e outros “experts”, sobre uma determinada obra e autor. Por um lado há obras de arte que chegam a valores completamente fora dos valores de mercado possibilitando retornos espectaculares e outras obras de arte são retiradas sem procura. Se se alterar o contexto as situações podem vir até a inverterem-se. Em boa verdade, quando se sai da esfera real da economia, tudo parece sem explicação lógica, já que se apresenta completamente desligado da sobrevivência (da reprodução das condições materiais, como diria K. Marx).

## V – UM NOVO PARADIGMA NO MERCADO DE ARTE

### V.1 A Euforia dos Preços no Mercado Leiloeiro

O valor das vendas dos leilões das duas principais casas leiloeiras decaíram em 2009, 52% na Christie's e 67% na Sotheby's, em comparação com o ano anterior, o que obrigou a procederem a processos dramáticos de emagrecimento, face ao volume de vendas efectuado. Esta tendência também se tem verificado no mercado leiloeiro português que para fazer valores de vendas semelhantes a anos anteriores têm de fazer um número muito maior de leilões e de peças, já que o preço médio das peças baixou para mais demetade. Acresce que aparece em força uma concorrência forte com leilões que se fazem utilizando a internet como meio para licitar e onde se vende de tudo, inclusivé obras de arte.

Dado a necessidade de liquidez aparecem muitas peças em leilão, algumas que estavam guardadas e pensava-se que serviriam como reserva de valor, mas apenas cerca de menos metade dos lotes são concretizados e na maioria dos casos pelos valores mínimos<sup>125</sup>, que baixaram consideravelmente. São os leiloeiros que recomendam os preços com base na sua experiência e por vezes recorrem a peritos mas face à actual conjuntura, as regras são as dos valores de mercado. Há obras que voltam a leilões e a necessidade de venda faz com que se baixe o preço para além do valor de aquisição da obra e também do que se pensava ser razoável, ou então as peças ficam sem comprador.

Para os leiloeiros que não investiram, tentam reduzir os custos da sua estrutura, mas ainda conseguem assegurar a sua margem de intermediação, para quem vende pode perder bastante o mesmo não ter a necessária liquidez que lhe faz falta, a arte não funciona como reserva de valor.

Os casos que se fala em primeiras páginas dos jornais, onde se realizam vendas bilionárias, não são a regra, mesmo no mercado da arte oriental tão falado presentemente só um determinado nicho de mercado está por agora em alta. Efectivamente, na China existe uma euforia de preços que alimenta um mercado em grande alta, o mesmo não acontece quer na Índia quer no Japão. Por outro lado, obras há que alcançaram certos patamares de preços que

---

<sup>125</sup> <http://veritasleiloes.com/#!/home>

<http://veritasleiloes.com/auction.php?id=8> - no leilão n.º 8 de Arte Moderna e Contemporânea, realizado em 23 de Abril de 2012, de 262 lotes presentes, foram arrematados à volta de 70

possivelmente jamais poderão voltar ao mercado, não há quem volte a dar o que por elas já foi dado, a não ser daqui a muitas décadas e num outro contexto económico.

O caso mais gritante e paradigmático foi o sucesso do leilão revolucionário tão falado e criticado, da venda em mercado primário de 223 obras de Damien Hirst, patrocinado pelo próprio e produzidas em 2008, vendidas pela Sotheby's de Londres, que renderam ao artista a soma de 125 milhões de euros. Além de ser pouco ético o comportamento de utilizar um leilão para venda directa, mercado primário, nos anos seguintes todas as obras que foram a leilão não foram arrematadas, o mercado ficou inundado e incapaz de absorver mais obras, saturou e os valores posteriores baixaram, o que não assegurou o valor de quem anteriormente tinha adquirido peças de Damien Hirst.

Considera-se que o procedimento é pouco ético porque o artista utilizam galerias ou outras formas similares para expor e vender os seus trabalhos e depois passar a utilizar uma leiloeira é de certo modo subverter as regras, na medida em que usa o mercado secundário para uma transacção do mercado primário. Furam-se as regras e é um valer tudo. Contudo, verifica-se que as leiloeiras estão a absorver as galerias e que no futuro as venham mesmo a substituir, o mercado está em forte mudança.

## V.2 Philip Hoffman um Lunático ou um Grande Manipulador

Vamos pegar nalgumas afirmações de Philip Hoffman, que começou a sua carreira como auditor da KPMG Internacional, actual director executivo do “*The Fine Art Fund Group*”. Quanto a nós consideramos que não é um lunático mas sim um grande manipulador do mercado, ambiente cujas regras conhece bastante bem, refere que<sup>126</sup>:



Figura 39 - Philip Hoffman, o financeiro “Guru” do mercado de arte!

<sup>126</sup> de notar que estas afirmações foram feitas algum tempo atrás, será que as mantém no presente ou que acredita mesmo nelas?

- ✓ Quando o preço do petróleo não pára de subir, as pessoas que têm vindo a ganhar muito dinheiro nesta crise económica, foram aplicá-lo em arte e obtiveram um encaixe financeiro muito superior;
- ✓ São principalmente as pessoas ricas os que estão investindo pesadamente e alimentando o boom da arte. Gestores privados de “hedge funds”, gestores que enriqueceram com fundos de “private equity” e as pessoas que venderam os seus negócios com mais valias, são os grupos que estão a investir fortemente no mercado da arte;
- ✓ As obras de arte de prestígio estão a ficar cada vez mais raras, se você tiver £250.000 ou mais para aplicar em arte de artistas consagrados, terá a certeza de que é uma boa aplicação uma vez que não irá baixar o seu valor;
- ✓ É um momento interessante para comprar, mas é preciso comprar bem. Os preços de algumas peças chegarão a US\$200 milhões (£150m) no próximo ano ou dentro de poucos anos. Esta valorização incrível deve bater qualquer investimento que se faça em imóveis, em qualquer parte do mundo, a não ser num palácio de um sultão;
- ✓ Os compradores são oriundos do Médio Oriente e Rússia. O mercado de arte também está muito activo e em forte crescimento na China, assim como os mercados de Hong Kong e Ásia;
- ✓ Os mercados viram os preços subirem muito na porcelana Chinesa, arte do Médio Oriente e arte Árabe. "Uma peça de arte do Médio Oriente que se comprou no ano passado por \$100.000, provavelmente este ano atingirá £350.000, o que é um investimento muito interessante". Como os museus procuram adquirir velhos mestres, leva a que a procura neste segmento de mercado também permaneça forte. Efectivamente, a procura realmente nunca caiu, mesmo nos piores momentos. No dia em que o Lehman Brothers entrou em colapso, o “The Fine Art Fund” vendeu uma pintura holandesa do século XVIII por US\$6 milhões (£3.8m), que tinha comprado por US\$4,75 milhões;
- ✓ Os investidores são atraídos pelos retornos significativos, que podem chegar até 100 por cento.<sup>127</sup> O Sr. Hoffman aponta que a Obra de Giacometti<sup>128</sup> teria sido vendida por cerca

---

<sup>127</sup> <http://www.estadao.com.br/noticias/arteelazer,obra-de-alberto-giacometti-e-a-mais-cara-ja-eiload,506357,0.htm>

<sup>128</sup> A escultura em bronze "L'Homme Qui Marche I "(O homem caminhando I), do artista suíço Alberto Giacometti (1901-1966), foi arrematada por US\$ 104,3 milhões o preço recorde de obra de arte vendida em leilão em evento realizado na casa Sotheby's, em Londres.

de US\$6 milhões há dez anos, e o Picasso<sup>129</sup> teria sido vendido por cerca de US\$30 milhões há cinco anos. Os resultados são bastante elevados e geraram fortes retornos;

- ✓ Para aqueles que não tem milhões para aplicar, deveriam estar investindo antes numa peça boa, de valor elevado como sejam £50.000, em vez de três peças valor médio;
- ✓ Podemos estar a recuperar de uma crise financeira, mas as pessoas ainda estão a aplicar o seu dinheiro em arte, agora é um bom momento para investir, os especialistas prevêem um aumento contínuo dos preços ao longo dos próximos anos;
- ✓ Os preços para arte impressionista e contemporânea parecem ter regressado de volta para onde estavam em 2008, antes de a recessão ter começado. O "The Fine Art Fund" tem uma média de retornos anuais de 34% sobre todos os ativos vendidos.
- ✓ Mas para o Sr. Philip Hoffman o quadro não é totalmente bonito, reconhece que existe uma maior divisão entre a extremidade superior do mercado, a do meio e a da extremidade inferior. "As obras de arte de preços baixos como sejam US\$5.000, US\$10.000 e US\$15.000, o conselho vai no sentido de esperar uma venda muito difícil, os preços foram muito empurrados para baixo. Quanto ao mercado de preços intermédios são provavelmente empurrados para baixo, mas apenas cerca de 20%. O mercado de arte é muito mais forte agora, apenas para as obras do mercado superior, é muito mais seletivo do que era em 2008, as obras consideradas boas estão fazendo muito dinheiro, assemelha-se um pouco com o mercados das propriedades de luxo, que não tem sido tão afectada como o dos outros imóveis";
- ✓ "Há algumas ofertas interessantes a serem feitas, mas é preciso ser seletivo". Ele cita um pintor britânico nascido na Alemanha, Frank Auerbach, como uma opção interessante. "Os preços subiram consideravelmente, você poderia ter comprado um lindo Frank Auerbach, há cinco anos por £100.000, mas presentemente está por £500.000." Outras perspectivas interessantes, diz ele, é o pintor contemporâneo britânico David Hockney. Quanto aos velhos mestres, ele reconhece que é preciso gastar cerca de £250.000;
- ✓ "Não vale a pena investir em mobiliário", diz ele. "Presentemente você não vai o dinheiro que aplicar em móveis, a menos que você compre muito, muito raros, aplicando

---

<sup>129</sup> Em 2004, a venda do quadro "Garçon a la Pipe" (Menino com Cachimbo), de Pablo Picasso, por US\$ 104,2 milhões em leilão em Nova York.

milhões de libras em peças." Ele adverte que se deve ser cauteloso sobre a arte russa, que pode ser imprevisível;

- ✓ Por último há a referir que o Sr. Hoffman, que vive em Chelsea, admite que não é amante da arte. Ele fundou a empresa há nove anos apenas como um negócio. Ele diz também: "Inevitavelmente se você começa a gostar de uma ou duas das pinturas, mas no final do dia aparece um bom negócio, eu estou de volta com ele para manter um olhar objectivo". Perante este modo de ver a arte, não resta dúvida de que estamos perante um negociante que apostou neste tipo de negócio como teria apostado noutra qualquer desde que visse que lhe geraria bons retornos. E assim nasceu uma empresa de investimento em capital fixo que incorpora fundos de investimento, com alguma componente de capital variável dependendo dos investidores que consegue aliciar, que parece gerir acima de US\$200 milhões, repartidos por vários fundos de arte, emprega 40 pessoas altamente especializadas e com formação pluridisciplinar e complementar, tem escritórios em Nova York, Dubai, Lugano, Atenas, Genebra e Londres. Cabe ao Sr. Hoffman a gestão estratégica pelo que gasta 200 dias por ano no exterior a procurar e acompanhar os bons negócios especulativos.

Todas estas afirmações produzidas em 2008 e 2009 e muitas outras que os média divulgam, são a nosso ver componente de um plano de marketing muito bem montado, não correspondendo à realidade, faz-se de casos pontuais uma grande publicidade, quando se fala que há negócios simulados para fazer reagir o mercado, nunca se tendo bem a certeza se determinados valores foram realidade ou são virtuais, para manter preços altos anteriores e com objectivos não identificáveis e pouco claros. Muitos outros intervenientes neste negócio pensam da mesma forma, mas não têm a coragem de ser tão frontais, fazem-no por vezes mas de uma forma mais velada.

Este é o modelo de referência que temos, o exemplo do Sr. Philip Hoffman, um financeiro, que anda à procura de bons negócios por todo o mundo, ele próprio afirma que as suas motivações são o lucro, CEO do "*The Fine Art Fund Group*" que serviu de referência para o Dr. Artur da Silva Fernandes do BANIF Gestão de Activos lançar o **Art Invest**.

### V.3 O Que Está a Mudar no Modo de Encarar a Arte

Estamos perante um novo paradigma, certamente grande parte deste modo de encarar a arte e os mercados vai ter de ser repensada, na medida em que a realidade é bem diferente da

imagem que dela se quer dar. Os actuais “Gurus” acabarão por ser postos em causa pela rudeza da realidade e daqui a décadas, o que é considerado actualmente como boas obras de arte, entrarão no esquecimento e sobreviverão apenas uma pequena amostra, fruto de variáveis que desconhecemos presentemente. Foi assim no passado e voltará a ser no futuro. Quantas obras e fazedores de opinião, com quem os média gastam e nos fazem gastar o nosso tempo a ler artigos de opinião nos mais variados suportes físicos e digitais, serão ilustres desconhecido e a questão de valor e mercado nem sequer se colocará.

No globalização do sector, o sistema económico da arte é o núcleo de um sistema que é influenciado fortemente pelo meio sócio-económico, pela contexto económico propriamente dito, pelo ambiente político, numa plataforma tecnológica e no enquadramento legal. Estas variáveis são mutáveis no tempo e espaço, apesar de nos encontrarmos num mundo globalizado, daqui se concluir que não há um mercado de arte mas sim um mercado plural dependendo do enquadramento das variáveis tempo e espaço.

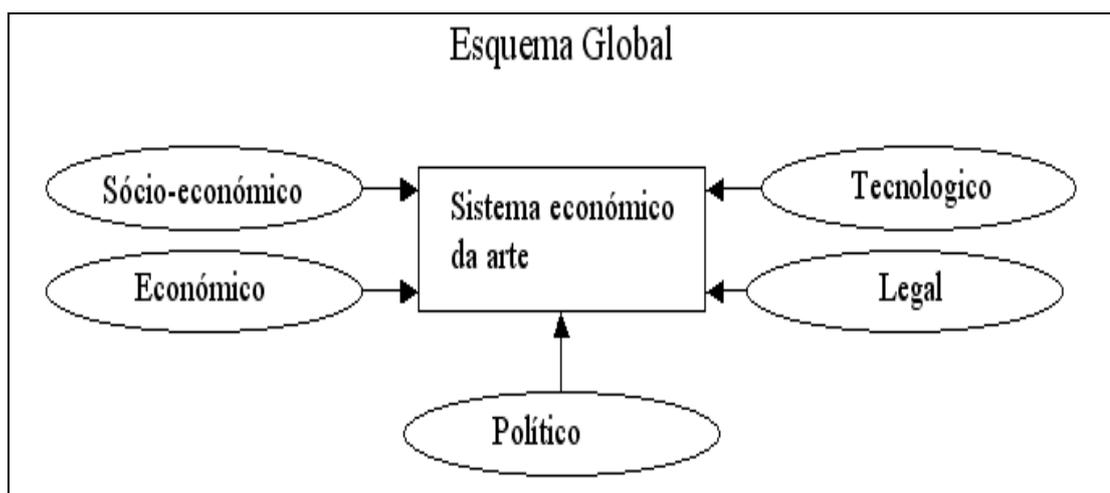


Gráfico 26 – Esquema Global do Sector

Basta ver o que é no mundo ocidental a arte contemporânea e como o seu mercado diverge bem do que é a arte impressionista e o seu respectivo mercado, para não falar das porcelanas chinesas de determinada época e de como actualmente são procuradas. As variáveis espacial e temporal sempre aos longo dos séculos tiveram influência na arte e na fixação do seu valor, mas só agora com a globalização é mais notória, apercebemos-nos melhor da sua forte influência. Basta por exemplo ver o preço alcançado em 2006 na Sotheby's London por uma obra de Peter Doig, “*Iron Hill*” de 1991, alcançou o preço de martelo de £1.128.00, para verificarmos que apesar da globalização a arte e seu mercado está dividido em segmentos como qualquer outro produto. Percebendo esta realidade as grandes leiloeiras mundiais abriram pólos de negócio em várias zonas geográficas do globo.



Figura 40 - **Peter Doig**, *Iron Hill*, 1991, £1.128.000, Sotheby's London 21 Junho 2006 <sup>130</sup>

Considerando o modelo que até há pouco tempo atrás nos tem servido de referência e que forçosamente estamos a abandonar. Tem existido uma hierarquia de valores simbólicos na arte, que podemos representar por uma estrutura em forma de pirâmide, que contribuiu para a valorização e legitimação das obras de arte e dos artistas. Este padrão consolidado, no mundo ocidental, tem sido a base da hierarquização e valorização das obras de arte na sociedade e nos mercados. A representação de um artista num museu de referência como seja a Tate, ou no caso português, no Centro de Arte Moderna da Fundação Gulbenkian, confere-lhe uma qualidade que não é questionada. Por outro lado, colecções de referência como a do bilionário francês François Pinault ou do Arménio Calouste Gulbenkian, conferem credibilidade e valor às obras que as integram. Colecções portuguesas como a da Galeria 111 fundada por Manuel de Brito ou a do escritório de advogados PLMJ, no campo da arte contemporânea, bem como muitas outras galerias associações e fundações, conferem ao artista que as integra uma imagem de marca. No mundo da arte comercial, existe uma hierarquia das galerias comerciais e um amplo grupo de fazedores de opinião, que contribuem de diversos modos para o sistema de credenciação das obras.

Toda esta representação de um padrão, tem algumas fragilidades na medida em que sabemos existirem riscos de diversa ordem que o questionam. Como exemplo refere-se que muitos museus e muitas obras dos mesmos, apresentam obras restauradas que levantam questões, isto sem falar em autenticação das autorias, que com os métodos tecnológicos actuais mostram que as obras estavam mal atribuídas.

<sup>130</sup> <http://www.thejc.com/business/business-features/36255/where-oil-prices-dont-stop-rising>

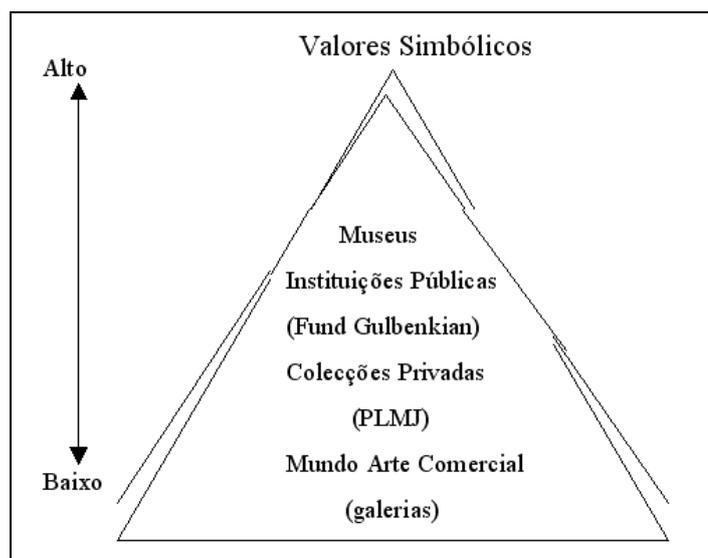


Gráfico 27 – Esquema Valorização Simbólica da Arte

Um novo paradigma emerge, num mundo global e em mudança, a anterior estrutura está a ser posta em causa e a ser substituída por um novo modelo em pirâmide, que está a ser liderado de pelas grandes leiloeiras, que começaram por incorporar galerias de arte que desapareceram, para se criarem mega estruturas, de que os exemplos mais conseguidos são a Sotheby's e a Christie's, cujos negócios abrangem todas as zonas geográficas e oferecem além dos leilões um variado número de outros serviços. Em Portugal temos a Galeria Câmara dos Azuis que se transformou em Leiloeira Veritas, fazendo negócios de “*private sales*”, avaliação e consultoria. A Cabral Moncada Leilões teve um percurso diferente, surgiu na sequência de um Antiquário, há já alguns anos. Por seu lado a leiloeira Sala Branca, arranhou instalações novas e próprias, não tem feito ultimamente leilões, na sequência de maus resultados em leilões de arte e alguns problemas com obras falsas, passou a dedicar-se também a outro tipo de negócio de arte, aposta nas “*private sales*”, avaliação e consultoria. O negócio está efectivamente em dinâmica de mudança e as galerias tradicionais, faziam negócio no mercado primário da arte, representavam os artistas directamente, estão a fechar face aos baixos níveis de vendas ou a integrar-se noutros tipos de negócios, que tradicionalmente se dedicavam apenas ao negócio secundário da arte. Neste novo enquadramento estamos perante um novo modelo do sector.

Presentemente, ao nível de quem investiga estes mercados bem como de quem actua nas grandes praças financeiras e do mercado de arte, que chamam a atenção sobre os novos comportamentos, já é consensual que nos mercados emergentes a qualidade atribuída às obras de arte e aos artistas é validada pelo próprio mercado, através dos altos preços. Os anteriores

denominados “expert” do mundo, que faziam da arte o seu campo de estudo e produziam opiniões sobre as obras, são relegados para segundo plano, não sendo as suas opiniões muito relevantes para a fixação dos preços no mercado.

Reproduzindo uma opinião bem curiosa que nos foi expressa e que de certo modo desmistifica toda esta ideia de arte e de atribuição de valor, “a questão é, talvez, um pouco diferente: a qualidade atribuída só ganha credibilidade se houver uns bolsos fundos que estejam dispostos a comprá-la. Numa curiosa expressão inglesa: *to put the money where your mouth is*”.

Um caso paradigmático e que nos serve para validar esta teoria é o do Sr. Charles Saatchi (1943)<sup>131</sup>, de nacionalidade britânica, nascido no Iraque, proveniente de uma rica família judaica iraniana, que juntamente com seu irmão fundou a “*Saatchi & Saatchi*”, a maior agência de publicidade do mundo dos anos 1980 até 1995. Conhecido mundialmente como um colecionador de arte e o proprietário da galeria com o seu nome, “*Saatchi Gallery*” onde se inclui um famoso restaurante bar e café de sua terceira mulher desde 2003, a célebre cozinheira Nigella Lawson, sendo na arte contemporânea um dos maiores sucessos e referência a nível mundial. Aberta ao público em Fevereiro de 1985, passando para novas instalações em Outubro de 2008<sup>132</sup>, no antigo quartel,<sup>133</sup> inaugurada com uma exposição dedicada à nova arte proveniente da China, recebe mais de 600.000 visitantes por ano e 1.000 organizações de estudantes.

Outra referência é o artista Damien Hirst, é o artista mais rico do mundo e que tem levado a cabo acções comerciais fora das regras do mercado. A análise do conteúdo das suas entrevistas é bem interessante, pelas posições que toma e pelo polémico percurso e convicções ao longo da sua vida, bem desconcertante. Tem tido vários processos em tribunal que contestam as suas obras, considerando outros artistas que são provenientes de plágio de ideias anteriores. Apesar de tudo isto, é um grande “vencedor”, um dos artistas vivos de maior sucesso na actualidade, que tem conseguido ter obras no MOMA de Nova York, como ter clientes como árabes para quem o dinheiro parece não acabar.

---

<sup>131</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Charles\\_Saatchi](http://en.wikipedia.org/wiki/Charles_Saatchi)

<sup>132</sup> <http://www.saatchi-gallery.co.uk/>

<sup>133</sup> 70,000 sq. ft. Duke of York HQ building on King's Road, Chelsea, Londres

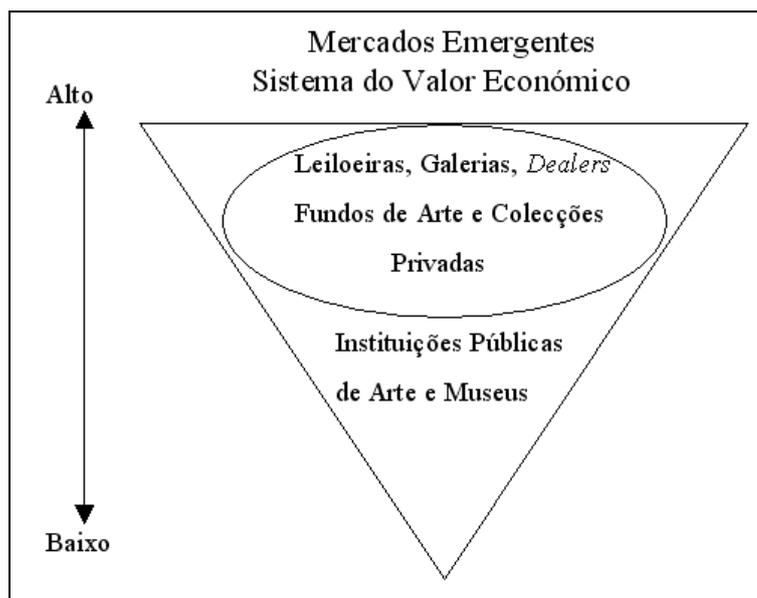


Gráfico 28– Novo Paradigma da Valorização Simbólica da Arte

Na comparação dos dois esquemas apresentados, pode verificar-se que estamos perante uma realidade bem diversa, na qual a qualidade é validada pelos altos preços são alcançados no mercado, em especial no mercado leiloeiro, “dealers”, “private sales” e algumas bienais e mostras. Há uma relação directa entre o valor económico atribuído e a legitimação da obra de arte e do artista. Os museus e as instituições públicas de arte deixaram de ter o papel principal que até há pouco lhes era atribuído de “mark-to-model”, limitam-se a contribuir para a imagem dos artistas e obras que expõem legitimando-os, na medida em que não fixam valores para o mercado.

Confirmação do novo paradigma perante a análise de um caso concreto. No passado dia 2 de Maio realizou-se um leilão pela Sotheby’s de New York, “*Impressionist & Modern Art Evening Sale N08850*”, que com 60 obras rendeu US\$330.568.500. Entre as obras presentes encontrava-se o lote 20, “*Edvard Munch’s The Scream*”, mais conhecido pelo “O Grito”, um dos ícones do expressionismo, que causou uma autêntica histeria, ao ser arrematado pelo valor mais elevado de todos os leilões de sempre já efectuados, US\$119,922,500 ou seja cerca de 91 milhões de euros<sup>134</sup>. *O Grito (Skrik)* é uma série de quatro pinturas a mais célebre das quais datada de 1893.

A obra propriedade do coleccionador norueguês Petter Olsen, cujo pai era amigo e patrono do artista tendo-lhe adquirido inúmeros quadros, foi submetida a leilão sem ter valor estimado, assinada no canto inferior esquerdo por Edvard Munch (1863-1944) e datada de

<sup>134</sup> <http://www.sothebys.com/en/catalogues/ecatalogue.html/2012/impressionist-modern-art-evening-sale-n08850#r=/en/ecat.fhtml.N08850.html+r.m=/en/ecat.lot.N08850.html/20/>

1895. É pintado a pastel e o único com moldura original onde o autor escreveu, de 79 por 59 cm. Existem quatro versões de “O Grito”, mas três estão em museus da Noruega e não são passíveis de serem colocadas no mercado.

Representa o que parece ser um homem que grita, com as mãos nas orelhas e com um fundo de céu avermelhado, mas outras interpretações são possíveis. Pode ser alguém que fugia da lava do vulcão Krakatoa ou Cracatoa, que no dia 27 de Agosto de 1883, na Indonésia, no estreito de Sunda, entre as ilhas de Sumatra e Java entrou em erupção e desapareceu a ilha do mesmo nome, sendo considerada a erupção vulcânica mais violenta que o homem moderno já testemunhou. Mas também pode simbolizar a angústia existencial e o desespero da era moderna. Uma particularidade, única desta versão é que a primeira das duas figuras que está em segundo plano olha para baixo, para a cidade, onde parecer estar um avião a sobrevoar. O plano de fundo é a doca de Oslofjord (em Oslo) ao pôr-do-Sol.

O quadro foi vendido a um anónimo por telefone. A obra de Munch foi à praça por 40 milhões de dólares (30,2 milhões de euros), verificou-se uma fervorosa competição irracional entre sete apostadores ao telefone, talvez com alguma tática de uns quantos, que triplicou o preço (91 milhões de euros) e o elevou ao recorde para uma obra de arte em leilão, em apenas 12 minutos, foi um momento em que a adrenalina dos intervenientes foi levada ao limite, no fim houve um grande aplauso na sala, pergunta-se como se formou este preço? Foi um jogo de poder e deslumbramento, tal como num casino, venceu o mais forte mas mantém o anonimato! Onde acaba a obra, no cofre de um bilionário ou de um banco, na medida em que um pastel tem de ser preservado, de outro modo degrada-se com muita facilidade em presença da luz e não é passível de vir a ser restaurado, face às técnicas utilizadas perderia grande parte das características e da autenticidade. Será que poderá voltar novamente ao mercado, num futuro próximo será muito pouco provável, é preciso que se cumpra um novo ciclo económico, pelo que se considera com um nível de liquidez muito reduzida.<sup>135</sup>

---

<sup>135</sup> **Proveniência:** Artur von Franquet, Braunschweig (adquirido em 1895); Hugo Simon, Berlin and Paris (adquirido em 1926); Kunsthandel J. Goudstikker NV., Amsterdam (em consignação para venda por Hugo Simon, em Outubro, 1933); Kunsthaus Zürich (em depósito por Hugo Simon, em Dezembro, 1936); M. Molvidson, Konst-&Antikvitetshandel, Stockholm (em consignação para venda por Hugo Simon, Janeiro, 1937); Thomas Olsen, Oslo (adquirido por anterior cerca de 1937); Thency by descent.

**Exibido:** Berlim, Akademie der Künste, *Frühjahrsausstellung*, 1923; Mannheim, Kunsthalle Mannheim, *Edvard Munch: Gemälde und Graphik*, 1926-1927, no.80<sup>a</sup>; Berlin, Nationalgalerie, *Edvard Munch*, 1927, n° 54; Chemnitz, Kunsthütte zu Chemnitz, *Ausstellung Edvard Munch*, 1929, n° 10; Leipzig, Leipziger Kunstverein, *Edvard Munch*, 1929-30, n° 7; Hamburg, Hamburger Kunstverein, 1930; Berlin, Nationalgalerie, *Galerie Lebenden*, on loan with the permanent collection until June 12, 1933.

**LOT 20**

PROPERTY FROM THE OLSEN COLLECTION

**EDVARD MUNCH**

1863 - 1944

**THE SCREAM**Signed *E. Munch* and dated 1895 (lower left)

Pastel on board in the original frame

32 by 23 1/4 in.

79 by 59 cm

**ESTIMATE:**

Estimate Upon Request

**LOT SOLD.**

Hammer Price with Buyer's Premium:

119,922,500 USD

A série tem quatro pinturas conhecidas: duas na posse do Museu Munch, em Oslo, outra na Galeria Nacional de Oslo, e outra em coleção particular, esta última tornou-se a pintura mais cara da história a ser arrematada, num leilão, por 119,9 milhões de dólares. O Artista pintou quatro versões para substituir as cópias que ia vendendo. O original de 1893 (91x73.5 cm), numa técnica de óleo e pastel sobre cartão, encontra-se exposto na Galeria Nacional de Oslo. A segunda (83,5x66 cm), em têmpera sobre cartão, foi exibida no Museu Munch de Oslo até ao seu roubo em 2004. A terceira pertence ao mesmo museu e a quarta era propriedade de um particular, até ser arrematada em um leilão da Sotheby's, em 2 de Maio de 2012. Existe uma litografia que Munch realizou para satisfazer o desejo do público, que permitiu a impressão do quadro em revistas e jornais.

A noso ver estamos perante uma cópia do original de 1893, feita pelo Artista em 1895, talvez uma encomenda do seu patrono, o pai do Sr. Petter Olsen, com medidas e técnicas diferentes do original. Nunca lhe foi retirada a moldura porque deve ser pastel sobre papel e é frágil, sendo por isso um grande risco. Uma análise comparativa das fotografias das quatro obras, mesmo a olho nu, mostra que há diferenças entre elas. O valor da cópia é muito inferior ao do original, que está no museu de Oslo, cria problemas ao valor do seguro deste porque terá de ser repensado certamente. Colocam-se questões muito pertinente entre o original e a cópia, tema que tem sido muito debatido pelos estudiosos de arte.

O caso apresentado é uma exceção, bem como o são os casos de muitas obras tão faladas que obtiveram em leilão valores muito elevados, não são de modo algum a regra. Em cada ano pouco mais de 1.000 obras superam 1 milhão de USD em leilão, entre mais de 40-50 milhões de lotes. Em boa verdade este tipo de raciocínio, de preços altos, apresenta falhas na medida em que existe uma forte pressão para a venda por parte dos vendedores que precisam de criar liquidez, os leilões repetem-se e o seu número tem aumentado muito, como também tem aumentado a percentagem de obras que não são licitadas, assim sendo os preços estão a baixar e aparecem trabalhos de referência de artistas conceituados muito abaixo daquilo que seria de esperar.

Este novo paradigma levanta novas questões às quais não é possível responder, entre elas que estabilidade existe no valor e na qualidade de uma obra?

Se um artista é uma marca, que muitas vezes se apropria de objectos de outros, trabalhando por vezes quase em ambiente industrial, com equipas como a de Jeff Koons que tem 60 assistentes, estrela que podemos comparar a um jogador de futebol como seja o caso de Cristiano Ronaldo ou ao treinador Mourinho.

Se Ronaldo se incapacitar para o futebol, resta o mito e o mundo da publicidade. Qual é o valor do Figo hoje que se dedica a actividades publicitárias, à restauração e à hotelaria? É bem visível que se vai esquecendo e a procura que existia há anos atrás do seu bar em Vilamoura, já não é a mesma. Agora está mais na moda a loja de roupas do CR7, também na Marina de Vilamoura, com grandes fotos do Ronaldo, onde as compras são poucas mas os mirones são muitos e quase que fazem fila para entrar e sair mas sem qualquer saco de compras.

Falar-se em termos de futuro no mundo da arte quase que deixa de ter sentido. São mercadorias que incorporam os activos de organizações (ateliers), por valores impensáveis mas por outro lado sujeitos a grandes desgastes e depreciações. A cotação de uns baixa para dar lugar à cotação de outros, numa mutação constante. Assim é, de certo modo o futuro incerto dos artistas contemporâneos e de suas obras.

Chegados a esta fase do trabalho, fica-nos a sensação de que apenas se pegaram em pequenas pontas, de uma realidade muito mais abrangente, que se afigura bastante opaca, em determinadas vertentes, a informação disponível é desconexa, pensando-se que faz parte de uma estratégia.

## **GLOSSÁRIO**

Absolute Return - designação que nos USA, era dada aos FI Fechados com garantia de capital eram designados

Alavancagem - capacidade que certos FI que podem emitir dívida e/ou empreender "estratégias credoras"

ATF - Art Trading Fund, regulador do mercado de fundos de arte no Reino Unido, vide FSA (Financial Services Authority)

BANIF – Banco Internacional do Funchal, SA

Carry cost - custo de posse

CDS – Títulos de Seguros de Empréstimos

CFD – são produtos financeiros complexos cujo investimento envolve riscos podendo levar à perda total do capital investido, não têm remuneração garantida e há comissões e encargos aplicáveis

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

Commodities – Termo da língua inglesa genérico, para designar classes de mercadorias e serviços (ex: café, petróleo, minério de ferro, ouro), utilizado nas transacções comerciais de produtos de origem primária (matérias-primas) nas bolsas de mercadorias

Custo de Posse – custos suportados por deter unidades de participação de um fundo

Custo de Transacção – custos suportados no acto de compra ou de venda das unidades de participação de um fundo

FAF – The Fine Art Fund

FAFG - The Fine Art Fund Group

FAFLP - The Fine Art Fund Limited Partnership

FAIR - Fine Art Investment & Research Limited

FAMS - Fine Art Management Services LTD

FCR – Fundos de Capital de Risco

FEIF - Fundo Especial de Investimento Fechado

FI – Fundo de Investimento

FIA – Fundo de Investimento Aberto

FIF – Fundo de Investimento Fechado

FORWARDS CAMBIAIS - fazer coberturas do risco cambial sobre as quais o BANIF cobra mais comissões, rentabilizando a entidade gestora do Fundo

FSA – Financial Services Authority autoridade de registo dos fundo no Reino Unido, Financial Supervision Agency

Fundos de Private Equity – (ver Private Equity) são os fundos que investem diretamente em empresas (cotadas ou não na bolsa), com o intuito de geri-las, e realizar o desinvestimento num período de longo prazo

Hedge Fund - É um fundo de investimento que pode realizar uma ampla gama de atividades de investimento e comércio de outros fundos, mas que está aberto apenas para o investimento de determinados tipos de investidores especificados pelos reguladores. Esses investidores são tipicamente instituições, como fundos de pensão, fundações universitárias e fundações, ou indivíduos de alta renda.

IRR – Internal Rate of Return (TIR)

ISIN – International Securities Identification Number

LOAN NOTE - nota de crédito virtuais emitidas e representativas de títulos, é um instrumento de dívida, uma nota promissória ou livrança

MAPS - Managed Art Portfolio Service

NSIN – National Securities Identifying Number

OIC – Organismo de Investimento Colectivo, fundos de investimento

OICVM - Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários

OPD – Oferta Pública de Distribuição

Private Equity – é uma classe de activos investimento colectivo, é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são cotadas em bolsa de valores, com o objectivo de alavancar o seu desenvolvimento. Esses investimentos são realizados via Fundos de Private Equity

Risco de Iliquidez – risco de uma dada posição de um fundo não encontrar comprador

SCR – Sociedades de Capital de Risco

SEC – Securities and Exchange Commission USA (com atribuições semelhantes à CMVM)

SICAF – Sociedade de Investimento em Capital Fixo (incorporando fundos de investimento)

SICAV – Sociedade de Investimento em Capital Variável

TIR – Taxa Interna de Rentabilidade (IRR)

UP – Unidade de Participação

VAL – Valor Actual Líquido

Veículo de Investimento – veículo de gestão da poupança, um produto utilizado por investidores com a intenção de ter retornos positivos, especialmente criado para emitir os instrumentos de dívida titularizados

VLG – Valor Líquido Patrimonial, em inglês NAV = Net Asset Value

Yield – representa o retorno oferecido por um investimento, expresso numa percentagem sobre o montante aplicado no activo

## **BIBLIOGRAFIA**

### **Referências Bibliográficas**

Angelov, Irena Chloé e Anna Fischer (2008), *Art A New Alternative Investment Vehicle? An analysis of Art as an investment opportunity for institutional investors*, Master Thesis, Finance & Strategic Management – Department of Finance, Copenhagen Business School

Eckstein, Jeremy (2008), *Investing in art: art as an asset class*, Edited By Iain Robertson and Derrick Chong, *The Art Business*, Routledge Taylor & Francis Group, London and New York, Reprinted 2008, 2010, 69 – 81

Eckstein, Jeremy, *Art Funds as Asset Class*, Fine Art and High Finance, compilation, Bloomberg L. Press, Mixed Sources, 136-151

McAndrew, Clare, *Fine Art and High Finance*, compilation, Bloomberg L. Press, Mixed Sources

Naylor, R. T. (2008), *Crime Law Soc Change, The underworld of art*, Published online 26 August 2008, Springer Science + Business Media B. V.

Robertson, Iain and Derrick Chong (2008), *The Art Business*, Routledge Taylor & Francis Group, London and New York, Reprinted 2008, 2010

Santos, Francisco Garcia dos e António Palhina Machado, *Estudo sobre a Percepção de Risco: Implicações na Informação Prestada pelos Fundos de Investimento*, Caderno 38, artigo 5, Publicações da CMVM

Thornton, Sarah (2008), *Sete Dias no Mundo da Arte – O Leilão*, Arcádia, 23 - 60

## Referências Internet

[Art Invest - FEIF - Alteração da data de disponibilização dos Relatórios e Contas](#)

[ART INVEST- FEIF - Local de disponibilização do Relatório Semestral](#)

[Art Invest informa sobre Anúncio de Divulgação do Resultado da OPD](#)[http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/resumo\\_carreira.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/resumo_carreira.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A)

[Banif Gestão de Activos - SGFIM,SA, informa sobre local de disponibilização do relatório anual de 2005 do Art Invest - FEIF](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa sobre a disponibilização do Relatório e Contas Semestral de 2011 do Art Invest - Fundo Especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa sobre a disponibilização do Relatório e Contas Anual de 2010 do Fundo Art Invest - Fundo Especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa sobre a disponibilização do Relatório e Contas Semestral de 2010 do Art Invest - FEI Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do relatório e contas anual 2009 do Art Invest - F.E.I. Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do Relatório e Contas Semestral do Fundo Art Invest - FEI Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do Relatório e Contas de 2008 do Fundo Art Invest - Fundo Especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do Relatório e Contas Semestral de 2008 do Fundo Art Invest - Fundo especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do relatório e Contas Anual de 2007 do Fundo Art invest - Fundo Especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do Relatório e Contas Semestral de 2007 do Fundo Art Invest - Fundo Especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa disponibilização do relatório e contas Anual de 2006 do Fundo Art Invest ; Fundo Especial de Investimento Fechado](#)

[Banif Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA, informa que estão disponíveis os Relatórios e Contas relativos ao 1.º Semestre de 2006 dos fundos sob gestão](#)

<http://artecapital.net/entrevistas.php?entrevista=8>

<http://artsalesindex.artinfo.com/asi/lots/3516782>

<http://dre.pt/sug/1s/diplomas.asp> (Diário da República Digital)

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006L0012:PT:NOT> (EUR-Lex - Acesso ao direito da União Europeia)

<http://investidor.pt/clubes-de-investidores-ou-investimento/>

[http://pt.wikipedia.org/wiki/Clube\\_de\\_investimentos](http://pt.wikipedia.org/wiki/Clube_de_investimentos)

<http://pt.wikipedia.org/wiki/Leonilson>

<http://pt.wikipedia.org/wiki/Leonilson>

<http://pyramidinthebackyard.blogspot.pt/2011/02/joao-maria-gusmao-pedro-paiva.html>

[http://timetotrade.eu/wiki/index.php/Investment\\_Club](http://timetotrade.eu/wiki/index.php/Investment_Club)

<http://web.artprice.com/start.aspx?l=en>

[http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/ficha\\_fundo.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/ficha_fundo.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A)

[http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/resumo\\_carteira.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/app/resumo_carteira.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A)

[http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/carteiras/fim/dtlcart\\_fim.cfm?num\\_fun=%23%22T%3B%5E%0A&data2=%2A%23D%5BB%23%3D%5D%20%281%3C%22Q%40%20%20%0A](http://web3.cmvm.pt/sdi2004/fundos/carteiras/fim/dtlcart_fim.cfm?num_fun=%23%22T%3B%5E%0A&data2=%2A%23D%5BB%23%3D%5D%20%281%3C%22Q%40%20%20%0A)

[http://www.artdaily.org/index.asp?int\\_sec=11&int\\_new=38259](http://www.artdaily.org/index.asp?int_sec=11&int_new=38259)

<http://www.artprice.com/>

<http://www.associacaodeinvestidores.com/>

[http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/1\\_ArtInvestRC20081231.pdf](http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/1_ArtInvestRC20081231.pdf) - Relatório e Contas Anual 2008

[http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/1\\_ArtInvestRC20090630.pdf](http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/1_ArtInvestRC20090630.pdf) - Relatório Semestral 2009

<http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/Art%20Inv%20RC20100630.pdf> - Relatório e Contas Semestral 2010

<http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/Art%20Invest%20RC20091231.pdf> - Relatório e Contas Anual 2009

<http://www.banifib.com/pt/Fundos/ProspectosFundos/Prospecto%20art%20invest.pdf> - Prospecto

<http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm>

<http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm#brpf>

<http://www.caslon.com.au/artfundsnote2.htm#funds>

<http://www.caslon.com.au/droitprofile.htm>

<http://www.centaures.com/lapeaudelours.html>

<http://www.christies.com/>

<http://www.christies.com/lotfinder/paintings/jose-leonilson-o-africano-5428412-details.aspx?from=salesummary&intObjectID=5428412&sid=7cb57250-b903-4725-9f86-d06dc4bde4ba>

<http://www.christies.com/POST-WAR-AND-CONTEMPORARY-ART-23207.aspx>

<http://www.cml.pt/cml.nsf/f5c7740e33e854c980256a1c005afd54/a1461c57dc340bb2802576720063563a?OpenDocument&Highlight=0,Jos%C3%A9,Pedro,Croft>

<http://www.cml.pt/cml.nsf/f5c7740e33e854c980256a1c005afd54/a1461c57dc340bb2802576720063563a?OpenDocument&Highlight=0,Jos%C3%A9,Pedro,Croft>

<http://www.cml.pt/cml.nsf/Pesquisa?SearchView&SearchOrder=1&count=1000>

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo5Cadernos38.pdf>

<http://www.ellipsefoundation.com/site/en/index.html>

<http://www.flickr.com/photos/7208148@N02/4938242701/>

<http://www.fsa.gov.uk/>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-chinese.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-chinese.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-co-invest.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-co-invest.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-ii.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-ii.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-iii.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-india.pdf>

<http://www.high-interest-deposits.com/support-files/fine-art-middle-east.pdf>

<http://www.hotfrog.nl/Companies/Stichting-Ellipse-Foundation>

[http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS\\_V2&id=546251](http://www.jornaldenegocios.pt/home.php?template=SHOWNEWS_V2&id=546251)

<http://www.lcg-luxembourg.com/Investment-funds-SICAV-SICAF.474+M52087573ab0.0.html>

<http://www.paris-art.com/marche-art/Fables%20du%20doute/Fables%20du%20doute/5976.html>

<http://www.phillipsdepury.com/auctions.aspx?sn=NY040111>

[http://www.phillipsdepury.com/auctions/lot-detail/HÉLIO-OITICICA-/UK000111/5/1/1/12/detail.aspx?returned\\_url=/search.aspx&search=Helio Oiticica](http://www.phillipsdepury.com/auctions/lot-detail/HÉLIO-OITICICA-/UK000111/5/1/1/12/detail.aspx?returned_url=/search.aspx&search=Helio Oiticica)

<http://www.railwaypensions.co.uk/pensioners-p40.html>

<http://www.sec.gov/IARD>

[http://www.sothebys.com/en/search.html#keywords=Mira Schendel](http://www.sothebys.com/en/search.html#keywords=Mira%20Schendel)

<http://www.the-athenaeum.org/art/detail.php?ID=3921>

<http://www.thefineartfund.com/team/the-management-board>

<http://www.world-stock-exchanges.net/regulators.html>

<http://www.zedosbois.org/events/10-000-coisas/>