



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ARTE COMO INVESTIMENTO ALTERNATIVO

Marcos Vianna da Costa Leite

Matrícula: 0910823

Orientador: Luiz Roberto Azevedo Cunha

Dezembro de 2013



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ARTE COMO INVESTIMENTO ALTERNATIVO

Marcos Vianna da Costa Leite

Matrícula: 0910823

Orientador: Luiz Roberto Azevedo Cunha

Dezembro de 2013

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradecimentos

Primeiramente devo agradecer aos meus pais, Luiz Augusto e Beth, por três motivos: terem me trazido ao mundo, me suportarem de forma incondicional em toda minha jornada acadêmica, sempre me oferecendo todas as ferramentas necessárias para que eu pudesse me desenvolver como ser humano e profissional e por me iniciarem desde menino no universo da arte, pois esta monografia simplesmente não existiria.

Agradeço também aos meus amigos e economistas João Pedro Velloso e Ana Carolina Trindade Ribeiro, que ajudaram a tornar essa trajetória de aprendizado e conhecimento da faculdade de economia mais interessante e divertida. Gostaria de deixar registrada minha gratidão a Dom Lourenço de Almeida Prado, hoje falecido reitor do Colégio de São Bento, que criou a doutrina de vida de excelência acadêmica e retidão moral que tento seguir todos os dias na minha profissão.

Por último e não menos importante devo agradecer meu orientador, o professor Luiz Roberto Azevedo da Cunha, por acreditar em um tema diferente dos demais e me encorajar a realizá-lo. Sem nossas conversas que me ajudaram a criar um norte em um mar tão grande de ideias e informações que era minha cabeça, jamais teria conseguido redigir estas páginas com uma linha clara de raciocínio econômico.

Índice

1.	Introdução.....	5
2.	Relação entre Arte e dinheiro.....	6
3.	Fundos de Investimento em Arte.....	11
4.	Precificação de Obras e Evolução dos Preços..	18
5.	O Duopólio das Casas de Leilão.....	25
6.	O Problema das Falsificações.....	32
7.	Conclusão.....	36
8.	Bibliografia.....	37

Introdução

O mercado de arte atrai cada vez mais olhares da sociedade e dos economistas. Nunca antes na História da arte, recordes de preços de obras foram batidos tão rapidamente e atingiram valores que a grande maioria da população mundial nunca chegará a gastar em suas vidas inteiras. O gosto pela arte e interesse por esse mercado tão volumoso e pouco regulado impulsionou esta monografia, que busca saber quais são seus problemas e se realmente ele representa uma classe de ativos que tem espaço em um portfolio de investimentos. Sugiro que, para um melhor acompanhamento dos exemplos, o leitor tenha acesso à internet ao seu lado. Poderá assim admirar as belas obras que aqui são citadas. Como poderá ser percebido, a paixão pela arte foi fortemente suprimida em prol de uma análise econômica objetiva.

Para chegar em nossa conclusão tivemos que inicialmente discutir como a própria arte se vê frente à sua monetização, destituição do valor artístico pelo valor financeiro, que será debatido no primeiro capítulo. Tendo nos desvinculado totalmente desse obstáculo, estudamos as tentativas de execução de fundos de investimento em arte, como forma de democratização do acesso a tais rendimentos. Deparamo-nos com a falta de sucesso dos mesmos e tentamos buscar na própria estrutura dos fundos e do mercado fatores que tenham debilitado seu crescimento.

Segue-se então o capítulo mais interessante da monografia. No aspecto micro, estudam-se quais fatores influenciam no preço de um ativo de arte individualmente. Apresenta-se então, num aspecto macro, a dificuldade de se obter um índice consistente de preços e quais fatores poderiam influenciá-lo, comparando-o com índices de outros tipos de ativo.

Os dois capítulos que se seguem versam sobre falhas grosseiras no mercado em equilíbrio; o duopólio das casas de leilão e a questão das obras falsas. Essa apresentação busca explorar alguns dos motivos pelos quais se é tão difícil ganhar dinheiro consistentemente e por que os preços não se valorizam tanto quanto se imaginaria.

Nossa conclusão é bastante simples, pois foi construída aos poucos e exemplificada extensamente ao longo desta monografia: arte não é uma classe de ativos alternativos que tenha retornos condizentes com seus riscos.

Relação entre Arte e Dinheiro

Através da História

Dinheiro na arte é um tabu. Por mais que se tente dizer que a arte existe apenas pelo seu componente metafísico, que os jovens artistas são totalmente desligados de qualquer valor material e apenas estão preocupados em se desenvolver como artistas, a arte e o dinheiro nunca estiveram tão ligados como hoje em dia. O valor abstrato da obra deixa de ser importante face aqueles número com tantos zeros que a acompanha. Dificilmente vemos uma notícia sobre arte no jornal que não seja focada em valores alcançados. Se por um lado os artistas precisam comer e as pessoas têm uma demanda legítima pela arte, por outro muitos acham que o ponto de razoabilidade de preços já passou há muito tempo. Opiniões à parte é um fato que a História da arte vem sendo escrita com preços.

Quando o quadro *White Center (Yellow, Pink and Lavender on Rose)* de Mark Rothko foi vendido por 72.8 milhões de dólares em maio de 2007 na Sotheby's para a família real do Qatar (só se soube o comprador depois), os presentes na sala aplaudiram por mais de um minuto. O que estava sendo aplaudido? O recorde à época de obra pós-guerra mais cara sido vendida em um leilão ou o valor estético da obra? Essa pergunta jamais será respondida. Tal recorde também já pertenceu ao *Grito* de Edvard Munch, cujo preço de martelo foi de 119.9 milhões de dólares em 2012. Razoavelmente desconhecido da população em geral antes disso, hoje em dia todos sabem reconhecer a obra. O mesmo ocorreu com Gustav Klimt por exemplo. Ainda assim, a obra de arte mais cara já vendida não foi via leilão, mas transação particular. Embora dos dados não sejam públicos, estima-se que o quadro *Les Joueurs de Cartes* de Cézanne tenha sido vendido para o mesmo sheik por um quarto de bilhão de dólares em 2011.

A arte alcança valores cada vez mais altos em termos financeiros, a ponto das pessoas do meio se perguntarem o que é mais importante, a arte ou o dinheiro. O consagrado artista britânico Damien Hirst, com uma fortuna estimada em mais de 200 milhões de libras, fez um comentário jocoso sobre esse paradoxo:

“O dinheiro complica tudo. Eu realmente acredito que arte seja um valor mais importante do que dinheiro; é o sentimento romântico que o artista tem. Mas você começa a ter essa coceirinha atrás da cabeça que o dinheiro é mais poderoso.”

Os artistas têm relações conturbadas com o dinheiro desde a metade do século XVIII, quando aristocracia e monarquia deixaram de ser as principais fontes de patrocínio dos artistas. Famílias conhecidas historicamente pela *patronage*, como os Médici, não a praticavam mais. Foi quando os artistas tiveram que vender suas obras para pessoas que talvez não estivessem interessadas apenas no valor artístico, como seus patronos. Por isso artistas impressionistas tiveram tanta dificuldade em se sustentar quando inovavam em termos artísticos. Van Gogh morreu pobre sem ser reconhecido, enquanto Ambroise Vollard, um famoso *dealer* da época, morreu milionário décadas depois. Apenas o quadro *Retrato do Dr. Gachet*, médico de Van Gogh nos seus últimos dias e um dos poucos presentes em seu funeral, foi vendido por 82.5 milhões de dólares em um leilão em 1990. Os artistas têm que aceitar o fato do preço de seu trabalho ser determinado por condições de mercado, seja por pessoas que comprem arte por status, especuladores ou admiradores de seu trabalho, como todo o resto da economia formal.

Isso não impede que seja criticado de forma inteligente. Em 1957, o conhecido artista francês Yves Klein organizou uma exposição de suas obras em Milão. Klein é conhecido por ter certo tom de azul característico em todos os seus trabalhos, a ponto da cor se tornar conhecida pelo nome *International Klein Blue* ou “azul Klein” em português. A fórmula da cor foi patenteada pelo artista em 1960. A exposição possuía onze quadros totalmente cobertos pela sua tinta azul, do mesmo tamanho, à venda. O detalhe é que Klein deu um preço diferente para cada quadro, claramente zombando da forma com que as obras de arte eram precificadas. É uma crítica à commoditização da arte. A definição de commodity é um bem indiferenciável, como por exemplo uma laranja de outra. Cada obra de arte tem sua individualidade, portanto tentar aferir um preço baseado em outra obra é muito difícil. Ao “commoditizar” sua obra e colocar preços diferentes, o artista encontrou uma forma inteligente de criticar essa relação.

Outros artistas antes já haviam brincado com a situação. Marcel Duchamp famosamente criou as Monte Carlo Bonds. Eram 30 títulos, cada um com valor de face de 500 francos, que pagavam um coupon de 20%. O título possuía uma foto de

Duchamp coberto de espuma de barbear até os cabelos, tirada por Man Ray, além de uma série de piadas e trocadilhos. O dinheiro seria usado para financiar suas atividades nas mesas de *Trente-et-Quarante*, um jogo no qual acreditava ter descoberto uma fórmula matemática para ganhar sempre, porém pouco. Apenas oito foram vendidas, todas sofreram default. O importante não era o quanto aquilo valia, mas Duchamp já era um artista razoavelmente conhecido e ninguém comprou pelo seu valor financeiro. Existe um exemplar arquivado no MoMA, em Nova York, e o número 1 foi vendido em 2010 por 1 milhão de dólares em um leilão. Outra lenda é que Picasso, quando já era um artista consagrado, pagava suas contas com cheques pois sabia que com sua assinatura eles nunca seriam descontados.

Subsídios a Artistas

Uma das alternativas de blindar os artistas da necessidade de vender seus trabalhos a pessoas às quais eles não querem vender apenas por dinheiro seria um sistema de subsídios por parte dos governos. Esse modelo se torna interessante especialmente para artistas em início de carreira, que talvez tenham uma visão um pouco diferente, e que o mercado ainda não esteja maduro o suficiente para valorizar. Economistas já discutiram largamente os feitos dos subsídios no comércio, atestando que na maioria das vezes ele serve apenas para prolongar a vida de indústrias que não têm capacidade de se manter no mercado naturalmente, enquanto empresas que são capazes de sobreviver mesmo sem subsídio acabam prosperando da mesma forma. O subsídio é bem vindo quando não existe uma entidade que possa dar liquidez a empresas, mesmo que seus projetos sejam comprovadamente bons. Ao subsidiar a arte, o objetivo seria gerar turismo para museus locais e projetar o nome do país no exterior, como forma de propaganda. Além disso, faz com que a população aprecie mais a arte, melhorando de certa forma o bem estar. As externalidades de se ter bons artistas em seu país são claramente positivas.

A maioria das pessoas concorda que a melhor forma de se subsidiar artistas seja em duas fases de sua carreira: ainda jovem, ao ceder bolsas de estudo e, mais tarde, a partir de remunerações por prêmios. Alguns artistas discordam veementemente, pois acreditam que a ajuda deva ser por toda sua carreira, uma vez que o mercado nunca está pronto para digerir arte contemporânea. Argumento falho, dado o número de artistas

milionários, bem sucedidos, que vemos hoje em dia, como Damien Hirst, Jeff Koons e até mesmo a artista performática Marina Abramovic. Marina é compradora assídua de roupas de alta costura e não tem vergonha disso, mesmo não tendo nenhuma obra de arte física com sua assinatura. Ganhou muito dinheiro cobrando ingressos para seus shows performáticos e associou seu nome a personalidades como Jay Z e Lady Gaga. Nada disso a fez ser menos respeitada ou menos artista. Suas performances que frequentemente envolvem nudez e falam sobre tabus, são altamente apreciadas. Hoje em dia um bom artista provavelmente será reconhecido em vida, e não precisará de um subsídio durante toda a sua carreira.

Os prêmios de arte também não ajudam muito na carreira do artista, pelo menos não diretamente. O prêmio mais conhecido do mundo é o Turner Prize, cedido anualmente a um artista britânico ou baseado no Reino Unido. O prêmio é entregue em uma noite de gala na Tate Britain e seu vencedor é anunciado em TV aberta, sempre com vários famosos na plateia. O prêmio em si vale 25 mil libras para o vencedor e 5 mil para cada um dos três perdedores. Os quatro exibem seu trabalho na Tate Britain por semanas antes do prêmio para o público em geral. O valor pago para o artista é tão baixo que Keith Tyson, vencedor em 2002, confessou ter ganhado mais dinheiro apostando em si mesmo em casas de aposta do que pelo prêmio. Como era considerado um azarão na disputa, recebeu 3,5 vezes o que apostou.

De qualquer forma o Turner é considerado uma forma indireta de subsídio. Em média 100 mil pessoas visitam a exibição dos indicados. O preço das obras dos artistas que vencem o prêmio costuma subir 40% da noite para o dia. Também conseguem *dealers* melhores, mais bem conectados e com poder de colocar seus trabalhos em exposições. Porém não são poucas as críticas à escolha do artista vencedor, acusações de armação e manifestações contra o prêmio.

Outra forma de subsídio seria um salário, pago pelo governo aos artistas, como foi tentado na Holanda na década de 80. Nessa iniciativa o Estado também comprava as obras dos artistas, por um preço médio entre o quanto o artista achava que deveria receber e o quanto um comitê precificava. Alguns artistas vendiam apenas para o governo enquanto outros abordavam também no mercado aberto, porém reclamavam que recebiam em torno de dois terços a menos fora do programa. Quando o subsídio

terminou em 1987 se sucedeu uma longa disputa dos artistas com *dealers*, uma vez que os preços que eles queriam estavam totalmente fora de mercado. A consequência foi que ninguém que participou veio a ter sucesso depois. É difícil encontrar uma forma de fomentar o mercado de arte em um país investindo diretamente no artista.

Mais inteligente e bem sucedida é, no Reino Unido, uma iniciativa chamada *Own Art*, na qual galerias podem se inscrever e clientes dessas galerias têm um empréstimo pré-aprovado para obras de até duas mil libras, podendo ser pago em até dez meses a taxas de juros subsidiadas. O artista tem seu trabalho vendido, a galeria ganha, pois os clientes que compram através do programa não costumam negociar preços e o amante das artes também. Essa é uma iniciativa positiva que afeta diretamente a parte mais seminal do mercado, ou seja, os artistas mais jovens.

Quando a arte volta a ser apenas arte

A forma mais “pura” de tirar o valor financeiro de uma obra de arte é a colocar em um museu. Uma vez que foi colocado na parede, a obra passa a ser acessível a todos e a custo zero, ou o ingresso caso seja cobrada entrada. A não ser que a obra venha a ser revendida posteriormente, sempre visando a aquisição de novos trabalhos, ela volta a não ter preço. Quanto vale uma tela que está há 50 anos em um museu e raras são os trabalhos ainda no mercado daquele artista? Não se encontram Rafaéis ou Michelangelos à venda. Eventualmente um colecionador vai doar para algum museu e ficará lá para sempre. Daí vem o verdadeiro ciclo da vida de uma obra de arte, que começa como uma ideia na cabeça de um artista, é vendida a seu *dealer*, provavelmente muda de mão algumas vezes até voltar para o museu e ter valor financeiro nenhum. Uma pergunta muito comum é se ainda veremos uma obra de arte ser vendida por um bilhão de dólares. Teoricamente a Monalisa poderia valer mais do que isso, mas não sabemos se alguém estaria disposto a pagar. A Gioconda não custa um bilhão, ela simplesmente não tem valor, nunca vai sair da parede do Louvre

Arte e dinheiro são duas abstrações que o homem criou, portanto dois irmãos, que se amam e se odeiam. Alguns artistas escolhem ter pavor ao fato, outros ignorar e outros abraçam como Andy Warhol que famosamente falou “eu sou um artista comercial”. A verdade é que um nunca conseguirá se dissociar do outro.

Fundos de Investimento em Arte

Interesse Histórico

Não é raro ouvirmos histórias de pessoas que compraram obras de arte a preços baixíssimos, seja por sorte ou visão, e depois revenderam a cifras milionárias. Nada ilustra melhor do que a história do *dealer* Ambroise Vollard. Em 1894, ainda nos primórdios do impressionismo, ele largou a faculdade de direito para seguir carreira no comércio de obras de arte. Começou trocando alguns desenhos de Manet por pequenas obras de Degas, Gauguin, Renoir e Pissarro. As vendeu e comprou em um leilão de pouca audiência alguns outros quadros. O ofereceu a Picasso, Cézanne Gauguin e Van Gogh exposições exclusivas de suas obras em troca de algumas telas como comissão. Naquela época o talento dos impressionistas ainda não era tão reconhecido. Vollard tinha contatos na Rússia, para onde vendeu uma série de obras, que mais tarde seriam confiscadas na Revolução Comunista e hoje em dia são a base do acervo do Museu Pushkin, em Moscou. Mas sua grande jogada foi sua relação com Cézanne. Deprimido e endividado, o artista concordou em vender 250 obras ao *dealer* por 50 francos cada. Vollard morreu em 1939 com uma fortuna avaliada em 15 milhões de dólares e as obras de Cézanne hoje valem o equivalente a 4 bilhões de dólares.

Tais histórias e recordes atingidos em leilões de arte ano após ano levantam o interesse dos investidores, que mesmo sem entender muito de arte querem uma fatia do bolo. Veem arte como um investimento alternativo, uma oportunidade de ganhar dinheiro. Um investimento alternativo é basicamente um tipo de ativo que se diferencie de ações, títulos de dívida ou dinheiro. Ainda podemos considerar o mercado de derivativos como não sendo um investimento alternativo. Em tal categoria estão, além de obras de arte, vinhos, cavalos, antiguidades, diamantes e até mesmo selos. Toda semana Christie's ou Sotheby's recebem leilões desse tipo de ativos, e nem todos os compradores estão interessados apenas no valor histórico ou na beleza do objeto sendo leilado.

Embora os leilões existam há centenas de anos, a prática da arte como investimento foi globalizada por volta da década de 60, como observamos na citação abaixo:

“A arte está pela primeira vez associada às fortunas. Isso ocorre pois termos que não existiam, hoje em dia são do vocabulário comum. Para um modernismo ousado chamamos de ações de crescimento especulativo, para qualidade do trabalho chamamos de atratividade do mercado e para mudança no gosto estético chamamos de obsolescência técnica. Uma mudança de linguagem para absorver uma mudança de atitude. Arte não é mais o que achávamos que era, mas sim puramente dinheiro. Mais uma década e teremos fundos de investimento baseados em ativos que são obras de arte sendo mantidas em cofres de bancos”

Leo Steinberg, Historiador da arte, 1968

A previsão de Steinberg demorou um pouco mais de uma década mas se concretizou parcialmente. Os fundos de investimento em arte como são entendidos hoje nasceram pouco depois da virada do milênio, mas suas obras não ficam trancafiadas em cofres de bancos, até porque isso teria custo de oportunidade. As oportunidades de comprar arte no mercado são imensas e os controles pouco rígidos. Não é exagero dizer que o comércio de arte é a menos transparente e menos regulada grande atividade comercial no mundo, movimentando trilhões de dólares anualmente. Profissionais do mercado financeiro que buscam oportunidades em mercados com grande quantidade de informações de pouca manobra para manipulações de preço se viram fascinados. Nasceram então os fundos de investimento em arte, que ofereciam para seus clientes um retorno financeiro descorrelacionado com os mercados tradicionais.

O Século XXI

A premissa para investir em arte é muito simples, comprar barato e revender a um prêmio, minimizando os custos de transação, transporte, armazenamento e seguro. Duas presunções principais diferenciam esse mercado dos outros, a de que os retornos do mercado de arte são descorrelacionados com outros do mercado financeiro, como bonds ou índices de ação e de que o mercado de arte tem inúmeras falhas em sua formação que são altamente exploráveis. Um dos mantras do mercado é que o preço de uma obra de

um artista consagrado nunca diminui de preço em galerias, apenas em leilões em que o valor alcançado acaba sendo menor do que o estimado.

As vantagens do fundo ter bem mais liquidez do que a maioria das galerias ajuda muito. Dificilmente uma galeria terá mais de 10 milhões de dólares disponível para investir de uma vez só, enquanto fundos tem às vezes 10 vezes esse valor. O fato de ser um investimento de longo prazo também facilita, pois embora tenham que pagar as suas contas, os fundos têm mais tranquilidade para adotar uma estratégia de *buy and hold* do que galeristas. Normalmente impõe-se um *lock up period* de 5 a 10 anos, ou seja, o dinheiro que foi colocado nele não pode ser resgatado antes desse prazo, caso o seja sofrerá um desconto considerável no valor. O que protege os gestores de terem que queimar seus ativos em busca de liquidez.

Outro ponto positivo é a possibilidade de gerar rendimentos não apenas com a venda das obras mas como também através de aluguéis para exposições, ou até mesmo organizando exposições e cobrando entrada. Além disso, a parte do capital que permanece não mobilizada, mas investida em fundos de *moneymarket*, não perdendo custo de oportunidade.

A estrutura de gestão de pessoas de tais fundos funciona de forma semelhante a de um *hedge fund* tradicional. Existe um comitê executivo, composto pelos fundadores, um Chief Investment Officer (CIO) e alguns conselheiros, todos eles com experiência no mercado, seja por galerias, gestão de heranças de artistas ou casas de leilão. Esse grupo escolherá os mercados que irão atuar com maior foco e emprestarão seus contatos e influência na aquisição das obras que virão a interessar. As pessoas que compram as obras normalmente não são empregadas, mas subcontratadas que recebem uma comissão pelos seus serviços, possivelmente algumas cotas do fundo também. São as mesmas que também negociam os descontos nas vendas.

Vale separar um apostrofo para explicar que o preço de reserva dos galeristas nunca está próximo do que eles pedem inicialmente, por isso a importância de alguém para negociar o “desconto”. Colecionadores famosos e museus tendem a receber maiores descontos, pois a fama que eles trazem à obra tende a aumentar o preço de obras semelhantes do mesmo artista, partindo do pressuposto que a galeria as possui. Um desconhecido que entra em uma galeria e quer comprar uma obra pode encontrar sérias

dificuldades para comprar a um preço “justo”, ou até mesmo comprar a obra, pois a galeria não quer vender uma obra importante para um desconhecido, sem ganhar nenhuma publicidade com isso.

Existem basicamente três estratégias de investimento principais. A primeira e mais comum diversifica os investimentos em diversos movimentos artísticos, como Impressionismo, Expressionismo ou *Old Masters* (termo utilizado para designar obras pré-impressionistas) em diferentes mercados no mundo. Podemos desenhar uma comparação com um fundo que investe globalmente em ações, títulos, taxas e câmbio. Outra tática é o foco em um (estilo em um país, como fundos que investem em obras chinesas, como o China Fund de Julian Thompson e Jason Tse, ambos antigos empregados da Sotheby’s. A terceira e mais arriscada estratégia é a baseada no oportunismo, na qual busca obras que precisam ser vendidas rapidamente ou nas quais os vendedores são vítimas de informação assimétrica, normalmente focados em obras mais jovens.

Em 2003, Bruce Taub, anteriormente empregado pela Merrill Lynch, certo de que arte era um investimento alternativo viável, abriu a gestora de recursos Fernwood Art Investments, com o objetivo de levantar 150 milhões de dólares de investidores através de dois fundos, um com obras mais tradicionais e outro com obras contemporâneas de maior risco, justificado por “oportunidades mais imediatas”. Alocado entre Nova York e Boston, Taub contratou vinte profissionais da indústria entre *dealers*, leiloeiros, críticos de arte e economistas. O fundo encerrou suas atividades em 2006, sem nunca ter entregado os tais retornos.

Taub não estava sozinho. Um ano antes foi aberto por dois grandes profissionais do mercado o Fine Art Fund (FAF), com o objetivo de levantar 350 milhões de dólares. Outros muitos foram abertos, mas apenas o FAF é relevante até hoje, com um patrimônio líquido de em torno de um quarto do que se esperava. No florescer de tais fundos no início dos anos 2000 o banco ABN-AMRO, além de declarar que estava abrindo um fundo de arte, anunciou um fundo de investimento em fundos de arte, acreditando na longevidade e retorno do mercado. A iniciativa durou dois anos.

Depois de discorrer sobre as possibilidades de retorno no mercado, nos perguntamos como os fundos de arte, mesmo com profissionais capacitados, não vieram

a obter sucesso. Muito tem a ver com a forma com que o mercado trata esses profissionais e se relaciona com sua realidade controversa. Para muitos artistas a prática vai destruir o mundo da arte, pois destitui todo o valor metafísico da obra, é uma invasão do capitalismo na cultura. *Dealers* costumam compartilhar tal visão e ver fundos de arte como competidores, embora os fundos tentem dissuadir essa imagem dizendo que na verdade estão dando oportunidade de acesso ao restrito mundo a um número maior de pessoas, além de injetar liquidez e certa transparência em um mundo tão opaco. Argumentos que acabam sendo sobrepujados pela força do preconceito com o dinheiro. Por outro lado, o mercado financeiro em si tende a desprezar tais iniciativas que não têm provas de que seja rentável.

Como foi explicado anteriormente, quando é sabido que a obra está sendo vendida para um fundo de arte, que tem como único objetivo ganhar dinheiro, o efeito no desconto da obra tende a ser o oposto de um grande colecionador ou museu, e passam a ficar mais caras. A revenda também é mais difícil, pois o comprador terá um pé atrás ao tentar imaginar por que aquela obra está sendo vendida. Colecionadores compram arte pela arte a altos preços, não gostam de quem compra apenas com o objetivo de revender, mas também não querem ver sua coleção deteriorar de valor. Ainda nos aprofundaremos nessa discussão da rentabilidade dos retornos dos ativos de arte.

O British Rail Pension Fund

Nem apenas de sucesso moderado ou fracassos existe na história dos fundos de arte. O British Rail Pension Fund (BRPF) é o único caso de sucesso de fundo de investimento em arte de todo século XX. Embora concentrasse em ganhar dinheiro no mercado de arte, o fundo tinha uma premissa bem diferente dos fundos do século XXI (democratizar o acesso ao mercado de arte e retornos descorrelacionados com os principais índices). Em 1974 o fundo de pensão resolveu alocar 40 milhões de libras, 3% de seu capital, em obras de arte, com o objetivo de hedgear a inflação que tinha se instaurado depois da crise do petróleo de 73 e deixado o mercado de ações fragilizado, desvalorizado a libra. O objetivo era retornos que batessem a inflação por um período de 25 anos. O diretor do fundo, Christopher Lewin, tomou a decisão ao estudar retornos de classes de investimentos alternativos e percebeu que entre 1920 e 1970 apenas

tapeçaria e armas haviam tido retornos abaixo da inflação. Após o atestado sucesso disse:

“O risco não era tão grande quanto vocês imaginavam pois a demanda aumentará e a oferta não. Nós podíamos comprar bens de qualquer lugar do mundo sem nenhum problema de regulamentação. Eu tinha boas razões para supor que obras de arte seriam um ótimo hedge”

Tais 40 milhões de libras foram alocas em diferentes artigos como pinturas e esculturas em 2.400 itens até 1980, quando a coleção já estava considerável e a inflação já havia amenizado. Limitou a concentração de *Old Masters* a um terço do fundo e impressionistas a um décimo, ou seja, um portfolio bem diverso, fugindo do risco. Em 1987 as obras começaram a ser vendidas, aproveitando um bom momento, além de uma mudança no perfil do mercado, inspirando certa incerteza em Lewin. O fundo de pensão era o único querendo ganhar dinheiro num mercado no qual ninguém estava tão preocupado com isso e passaria a ser mais um dentre vários tentando apenas lucrar com tal tipo de comércio, o que faria com que perdesse uma vantagem competitiva. Ao longo dos anos 90 as obras foram sendo vendidas, até 2000. No balanço final o ganho real (descontado a inflação) foi de 4% ao ano, tendo muito sucesso em algumas áreas como porcelana chinesa e não tanto em outras, como *Old Masters*.

O BRPF é uma evidência histórica que fundos de arte podem ser rentáveis, mas seus resultados devem ser vistos com cautela. Vale lembrar que o objetivo financeiro do fundo era bater a inflação, no que teve sucesso, por outro lado ele performou pior do que o mercado de capitais como um todo. O FTSE All Stock Index teve um retorno anualizado de 15.7%, sobrepujando os 4% acima da inflação. Outro fato relevante é que nas décadas de 80 e 90 houve um boom nunca visto antes no mercado de impressionistas, algo totalmente sem precedentes na História da arte e não previsto por Lewin. Uma sorte que não pode ser replicada intencionalmente em novos fundos.

Nas décadas de 80 e 90 vários bancos como Chase Manhattan e BNP tentaram iniciativas parecidas, mas todas esbarraram em visões de curto prazo e estruturas de investimentos rígidas demais, perdendo timing de compra ou venda das obras.

Outras Alternativas

Mesmo não sendo exatamente fundos de investimento em arte, muitas áreas de Gestão de Fortunas em bancos ofereceram uma estrutura de conselhos em aquisições de arte para seus clientes de uma forma mais sutil e rentável, são os *Art Advisors*. Existe uma fronteira entre os fundos de arte e os *advisors*. De acordo com uma antiga chefe do departamento de artes da gestão de fortunas do Citibank, eles não aconselham seus clientes a investir em arte, mas como eles têm e gostam, designaram uma área especial para cuidar de tais interesses. Os serviços incluem informações como condição, origem, autenticidade, preço e perspectiva de mercado para as obras que desejam comprar. É um nicho de negócio mais estável do que os fundos, porém também menos ambicioso.

A conclusão que se chega é que investir em arte é muito mais difícil do que se imagina. Aplicar um modelo de gestão de recursos que tem sucesso com ativos do mercado financeiro tradicional não parece ter a mesma efetividade no mercado de arte. Seja por mecanismos intrínsecos que ajudam a prejudicar quem está comprando apenas para ganhar dinheiro, seja por dificuldades de continuar sendo líquido mesmo tendo um objetivo de rendimento a longo prazo. Talvez se o British Rail Pension Fund não tivesse a tranquilidade para alocar seu dinheiro em arte, sem medo de sofrer resgates ou questionamentos maiores, nunca teria tido o sucesso. Talvez o fato de ter uma vida programada de 25 anos também tenha ajudado, mas nunca saberemos ao certo. São “talvez” demais.

Precificação de obras e evolução dos preços

O preço da Obra

O recorde de obra de arte mais cara do mundo vendida em leilão foi alcançado no mês de novembro de 2013 pelo trabalho *Three Studies of Lucien Freud* de Francis Bacon. O valor quando o martelo finalmente bateu após 10 minutos de lances (a maioria dos lotes é vendida em 3 minutos, alguns que demoram mais chegam a 5) foi de 142 milhões de dólares, incluindo o prêmio pago pelo comprador. Bem acima do recorde anterior de 120 milhões e mais ainda do que o preço estimado da obra, 85 milhões. Não é incomum um trabalho exceder seu preço estimado, mas um trabalho ser precificado a quase 9 algarismos de dólar já é incomum o bastante e excedê-lo por mais de 50%, inédito.

Mais uma vez o mercado de arte então volta a ser alvo de reportagens de jornais e capas de revistas. Críticos se amontoam em ambos os lados da moeda. Independentemente de entender por que as pessoas gastam tanto dinheiro em arte, nos cabe analisar por que essa obra vale tanto.

Podemos, já pelo nome da obra, começar a entender. Um trabalho simples de Bacon já vale milhões de dólares por si só, um tríptico é uma montagem de três quadros que formam um trabalho completo. Os três ilustram seu amigo e artista Lucien Freud, famoso também por suas telas que causam um certo incômodo no observador. Embora o trabalho de Bacon em geral não ser esteticamente bonito, ao abordar temas como desespero e angústia, têm um valor artístico enorme. Margaret Thatcher costumava referir-se ao pintor irlandês como “aquele que pinta aqueles quadros aterrorizantes”. Mesmo assim, a maioria das pessoas nunca tinha ouvido falar dele, caso o recorde pertencesse a Picasso, talvez a estupefação teria sido menor. A conclusão que chegamos é que ninguém que queira demonstrar riqueza ou comprar um “troféu”, como ocorre em alguns trabalhos facilmente reconhecíveis de artistas famosos, compraria uma obra desconhecida do grande público e que a maioria das pessoas consideraria tenebrosa. Quem quer que tenha comprado, comprou pelo amor à arte.

Vale destacar como o objeto chegou no salão da Christie's. Há mais de 15 anos, o antigo dono da obra resolveu dividir em três, vendendo separadamente. O comprador de

um deles percebeu o erro colossal que o antigo dono havia cometido e silenciosamente adquiriu as outras duas partes, reunindo o tríptico. Acredita-se então que um investidor tenha comprado por mais de 40 milhões de dólares a obra completa e revendido, menos de um ano depois, no leilão. Além dos recordes supracitados, caso a história seja verdade, é o maior lucro em uma obra “flipada” ou seja, vendida em menos de 2 anos de sua compra. Também seria a única obra comprada a mais de 40 milhões de dólares a ser revendida a lucro, corrigido por qualquer índice do mundo. Isso serve para mostrar que embora o valor realmente tenha sido extraordinário e alguém tenha ganhando uma fortuna com isso, as oportunidades não são tão claras quanto se imagina, mas é interessante para mostrar o ganho de escala crescente que houve ao juntar as 3 obras que haviam sido desmembradas.

Um fator importante na precificação é a série a qual a obra pertence. A vida artística de pintores é dividida em séries ou fases. Picasso tem sua famosa fase azul, assim como Andy Warhol tem suas famosas séries sobre as sopas Campbell ou Marilyn Monroe. Aos poucos as obras daquelas séries vão indo pra mão de colecionadores privados ou museus, o que torna cada vez mais difícil que venham ao mercado. Quando uma delas aparece, não é incomum a agitação.

É um dos motivos pelos quais os leilões de arte contemporânea vêm consistentemente vendendo mais caro do que os leilões de arte impressionista/modernista. A maioria dos principais trabalhos dos principais artistas dos períodos já está em museus, o que faz com que seja raríssimo aparecer uma obra que valha tanto. Os quadros dos grandes artistas vendidos acabam sendo os de menor qualidade. Uma exceção clara são os trabalhos de Picasso, que por ser um artista ciente do valor financeiro de suas telas, e não ter vergonha disso teve uma produção consideravelmente grande, sendo um dos dois artistas mais leiloados hoje em dia (juntamente com Andy Warhol). No mesmo leilão de Frances Bacon foi batido outro recorde, o de maior valor pago pelo trabalho de um artista vivo. Bacon morreu em 1992 e não escondia seu desgosto pelas pessoas que gastavam muito dinheiro em arte. Jeff Koons não.

O artista tem uma famosa série de balões de cães, como aqueles que vemos em festas infantis. Só que cada um é feito de aço inoxidável e tem aproximadamente três

metros de altura (307.3 x 363.2 x 114.3 cm). Foram produzidos apenas cinco, cada um de uma cor. Os outros quatro já pertencem a grandes colecionadores. Steve Cohen tem o amarelo e François Pinault o magenta por exemplo. O último, laranja, foi vendido por 58 milhões de dólares. O fato de ser o último disponível da série agregou valor ao preço, assim como pertencer à família de famosos colecionadores que compartilham do mesmo gosto artístico. Não são poucos os fatores levados em conta na precificação de uma obra de arte, o que a torna imprevisível e excitante.

Análise intertemporal dos preços

Ao longo do tempo diversos estudos foram/ feitos para tentar entender os movimentos de preços no mercado de arte. Recordes sendo batidos frequentemente, alguns casos de obras que foram compradas por milhares sendo revendidas por milhões, instigaram a curiosidade das pessoas e sempre continuamente levantaram a mesma questão: vale a pena investir em arte?

Não estamos fazendo neste capítulo um estudo sobre se vale a pena abrir um fundo de arte mas sim o que faz com que os preços de arte mudem no longo prazo e a sua correlação com os índices de ações e macroeconômicos. Para isso recorreremos a alguns papers e teorias, tentando simplificar a manipulação de dados para priorizar o entendimento do racional por trás das regressões.

Inicialmente pensamos quais são as melhores proxies para a evolução no preço; As primeiras e mais fáceis de pensar são os índices de ações e títulos. Quanto mais dinheiro é gerado no mercado de capitais, mais ricos os indivíduos ficam e mais eles podem gastar com tipos de investimento alternativos ou até mesmo lazer, comprando arte. De forma inversa não seria absurdo pensar que, durante um processo de recessão, as pessoas tendam a colocar seu dinheiro em ativos que no longo prazo não perderão valor, como ouro e obras de arte. Em ambas as análises, arte sai ganhando.

Outra forma de analisar seria pelo nível de poupança de um país. Quanto mais considerável, maior seria seu investimento potencial em arte. E pelo fato da oferta ser relativamente limitada, poder de consumo médio pode ser menos importante do que o poder de compra do 1% mais rico, ou a derivada de quanto essa parcela ínfima da

população enriqueceu. Como a quase totalidade de compras de arte de alto nível é feito por esses indivíduos, talvez seja mais inteligente limitar nossa análise a eles.

Goetzmann, Renneboog e Spanjers, em 2010, apresentaram seu estudo *Art and Money*, que pela primeira vez estuda a interação entre preços de obras de arte, renda e desigualdade social. Muitos outros estudos foram feitos sobre tais efeitos, desde a década de 70, buscando igualmente explicar o comportamento dos preços e criar um índice confiável. Mei e Moses (2002) criaram desde então um índice (Mei Moses Art Index) que hoje em dia é o mais conhecido, porém fracamente confiado. Todos os estudos precedentes foram capazes de encontrar evidências empíricas interessantes, como a ancoragem do preço das obras pela estimativa feita pela casa de leilão antes da venda e como as obras mais caras falham em ganhar dinheiro ao longo do tempo, fenômeno conhecido como *The Underperformance of Masterpieces*.

Apesar de algumas conclusões razoáveis, sempre houve muitas críticas aos estudos justamente pela base de preços utilizada e a ausência de comparações com dados macroeconômicos relevantes. Além disso, os autores escolhem trabalhar com períodos de tempo diferentes, que numa base de dados que é construída sobre revendas das mesmas obras acaba viesando consideravelmente a análise, o que fez com que cada um chegasse a uma conclusão diferente. Outra peculiaridade a utilização do S&P 500 como benchmark, ignorando o fato do mercado de artes ser mundial e a maioria dos dados dos leilões ter ocorrido na Inglaterra, tendo a variação cambial da Libra em relação ao dólar também omitida.

A manipulação de dados de Goetzmann começa ao isolar as obras que foram vendidas na Inglaterra, criando um índice em libras. Considerando que a maioria das vendas nas terras da rainha foram efetuadas por ingleses, parece justo. Com isso é possível comparar com índices de mercado igualmente ingleses. Os autores então se utilizam de um livro datado de 1961 no qual estão catalogadas as principais transações de arte na Inglaterra com mais de um século de antecedência, buscando as obras recorrentes, ou seja, revendidas. Utilizam outras bases de dados mais modernas para complementar a análise. Com isso conseguiram 1.096 transações repetidas antes de 1961 e 253 depois. Só considerando os trabalhos que estavam presentes nessas 1.096

transações iniciais. Um número de observações modesto para o período de tempo coberto.

Um problema dessa regressão, facilmente identificável, é o viés de sobrevivência, que é simplesmente ignorado. Os autores admitem que realmente acaba gerando um viés para cima mas minimizam sua importância. A verdade é que o viés não é tão pequeno assim. Uma vez que o gosto geral muda, alguns artistas caem em descrédito e suas obras tendem a valer zero, não sendo mais comercializadas, como dizemos no mercado financeiro, “viraram pó”. Todas as obras de arte que perderam seu valor e não foram mais comercializadas somem da regressão, produzindo um falso efeito de valorização. Na verdade estamos considerando apenas as obras que se valorizaram, um erro crasso. Vale lembrar estamos estudando a performance de obras feitas por artistas ingleses que precedem 1961, ou seja, que estão sujeitos a variação no gosto do mundo da arte.

De qualquer forma o estudo nos ajudou a abrir um pouco a mente em relação ao que influencia nos preços, ao fazer os estudos de correlação com os índices macroeconômicos. Para analisar a evolução do 0.1% mais rico, os autores utilizaram dados do imposto de renda dos ingleses. Foi encontrada então evidência empírica de que a apreciação geral do capital inglês realmente influenciou nos preços, enquanto a evolução do PIB por si só, não. Adicionando essa variável de desigualdade de renda foi encontrada forte evidência de que seu aumento influencia o preço do mercado de arte. Um dado foi que o aumento em 1% de renda dos 0.1% mais ricos gera um aumento no preço das obras de arte de 14%. Foram constatadas também fortes correlações entre o mercado financeiro e o preço das obras, especialmente com um lag de alguns meses. Ou seja, demora algum tempo entre a acumulação e o gasto em arte, o que faz total sentido, dada a iliquidez do mercado.

Caso esta monografia tivesse sido escrita seis meses antes, *Art and Money*, mesmo com todos os seus problemas, teria sido a manipulação de dados mais próxima da realidade para estudar as variações nos preços das obras de arte. Felizmente, tendo em vista a clara falha no modelo por causa do viés de sobrevivência, Korteweg, Kraussl e Verwijmeren escreveram o estudo *Does it Pay to Invest in Art? A Selection-corrected Returns Perspective* em Outubro deste ano de 2013. O objetivo era finalmente aferir se

vale a pena investir em arte, não apenas determinar a origem dos movimentos de preço. Não veremos portanto variáveis macroeconômicas aqui, apenas índices de mercado.

Para corrigir o problema do viés de seleção os autores utilizaram o modelo que Korteweg e Sorensen (2010,2013) criaram para analisar preços de outros ativos ilíquidos como imóveis e private equity. Resumindo, eles estimam uma variável não observada toda vez que uma obra é vendida. Logo, quando ocorre uma venda e essa variável observada é diferente de zero quer dizer que a venda foi impulsionada por fatores exógenos como por exemplo um furor no mercado de um artista específico, que pode ser sucedido por uma mudança no gosto e o ostracismo das obras. Com isso mesmo para obras que passam um longo período de tempo sem serem comercializadas é possível encontrar uma curva de precificação. É uma forma bem grosseira de explicar o artifício econométrico utilizado, mas os resultados obtidos parecem fazer sentido à luz da razão.

Quanto aos dados, tanto Artnet quanto Blouin Art Info são sites que disponibilizam dados sobre resultados de leilões em todo o mundo, pelo menos para as últimas décadas. Foi feito o acerto cambial ao preço em dólares e eliminando trabalhos que geraram dúvida sobre se realmente tivesse sido estes revendidos. Muitas vezes os artistas não dão nome às obras, que acabam sendo nomeadas “Untitled”. Como saber se o Untitled de um artista foi vendido em 1987 é o mesmo que foi revendido em 2003? É necessário eliminar tais casos da amostra. Sem limitações de nacionalidade dos autores, praça de venda ou estilo, os economistas chegaram a 42 mil transações de aproximadamente 20 mil obras, uma amostra bem mais completa que a de Goetzmann (2010).

Como o objetivo do *paper* é versar sobre a possibilidade da alocação de recursos em arte em um portfolio ideal, os autores chegam a algumas conclusões interessantes. O Índice de Sharpe é comumente utilizado para estudar resultados de ativos financeiros. Basicamente ele divide o retorno médio do ativo pela volatilidade dele. Isso faz com que levemos em consideração o risco. Quanto maior o retorno do ativo e menor sua variação de preços, melhor ele é e merece mais espaço no seu portfolio. Os resultados do estudo mostraram que, sem considerar as correções para o viés de sobrevivência, desde 1973 até 2010 as obras de arte valorizaram em média 10% ao ano com uma

volatilidade de 17%, ou seja, um Sharpe de 0.24 e uma correlação com o MSCI World de 0.3. No mesmo período índice de ações global se valorizou 10.95% com um Sharpe de 0.26. Ou seja, caso os números fossem verdadeiros a alocação de ativos de arte num portfólio ideal seria de 47% e o resto em ações.

Quando corrigimos o viés de sobrevivência nossos resultados mudam drasticamente. O retorno de arte passa a ser de 6.5% com um Sharpe de 0.035, ou seja, um ativo com um baixo retorno e um risco que não o justifica. Considerando tal resultado a alocação ideal de arte num portfólio ótimo é de 0%. Vale frisar que estamos excluindo da análise os custos de manutenção das obras como por exemplo armazenamento ou seguro. Quadros também não pagam dividendos nem cupons.

Após a leitura de vários estudos sobre o assunto abordando temas variados e buscando conclusões distintas, algumas perguntas permanecem sem resposta. Uma análise interessante seria utilizar os dados manipulados por Korteweg (2013) com as variáveis macroeconômicas de Goetzmann (2010), buscando um racional sobre fatores que realmente influenciam no preço no nível macro. Sabemos que, individualmente, a origem da obra, outros colecionadores que têm obras parecidas, de onde foi comprada e de quem, além do valor estético, influenciam no seu preço final, mas não conseguimos chegar a uma conclusão quanto a preços do mercado como um todo. Note que em momento nenhum foi feito juízo do valor estético ou qualidade artística das obras, apenas foi analisado seus aspectos mercadológicos. Chegamos também à conclusão de que a alocação de arte num portfólio ideal deve ser igual à zero. Isso complementa a nossa análise anterior de que fundos de investimento em arte não são relativamente rentáveis no longo prazo, pelo simples fato, agora verificado, de que arte não é um bom investimento.

O Duopólio das Casas de Leilão

A Importância do Martelo

O mundo da arte para duas semanas por ano para acompanhar os leilões de Christie's e Sotheby's, as duas casas de leilão que vão validar os gostos e os preços das obras. Em uma semana cada casa sedia dois leilões, um de arte impressionista/moderna e outra de arte pós-guerra/contemporânea, ou seja, quatro leilões por temporada. Claro que existem outros ao longo do ano, mas os recordes, grandes colecionadores e grandes obras estarão nesses oito. Como chegamos a apenas duas empresas deterem o duopólio dos leilões de arte? A resposta está na forma com que o mercado está estruturado.

Num mercado de informação incompleta e vendas não registradas, o leilão define tanto o preço quanto muitas vezes o comprador da obra, o que ajuda a adicionar valor. O sistema de precificação por leilão é excelente para ativos que são praticamente únicos e difíceis de serem precificados. Ao invés de depender de valuations especulativos, usa a competição e o ego dos colecionadores para atingir o maior preço possível. As casas permitem também um livre acesso, indiscriminado, à compra de um grande artista. Enquanto para comprar em galerias é necessário viajar, negociar preços, ter as conexões certas e muitas vezes até esperar em listas de espera pelas melhores obras. Atualmente é possível fazer lances no computador de casa, enquanto o leilão é transmitido online ao vivo, independentemente de quem você seja. A maioria dos compradores tem um representante na sala fazendo lances por ele, enquanto assiste, às vezes até no mesmo local, mas preservando sua privacidade.

O porém é que certamente adquirir uma obra de uma das duas casas é pagar um pouco mais. Além da comissão, o fato da obra estar sendo vendida pela “renomada” ou o termo em inglês, *branded* agrega valor ao preço. O processo de se tornarem as duas únicas casas de leilão conhecidas é tão bem sucedido que a maioria das pessoas que passam pela Quinta Avenida ou em Oxford Street saberia dizer o nome das duas, enquanto provavelmente não conseguiriam de duas galerias ou nem mesmo dois artistas contemporâneos. A mídia se concentra pesadamente nesses leilões. Nenhum dealer ou curador tem a propaganda que chegue perto dos leilões. Obras de mesmo valor artístico que estão penduradas na parada de uma galeria não serão tão comentadas ou discutidas.

Essa animação que faz com que, mesmo anônimos, os compradores e vendedores nos leilões sempre acabem sendo descobertos.

O tipo de utilizado é o inglês ou ascendente. Os lances começam com um preço mínimo e escalam até um preço que ninguém mais esteja disposto a pagar. Até que seja esgotado o excedente do consumidor de todos os compradores que não o vencedor. Um “prêmio” é adicionado ao último lance, o que gerará o valor que realmente será pago. Esse tipo de leilão tem as origens na verdade no Império Romano, quando se chamava *auctio*, proveniente de *augere*, ou seja, aumentar.

Origens e História

Ambas as casas são inglesas. Christie's foi fundada em 1766 por James Christie, que começou a vender itens domésticos de pessoas conhecidas. Sotheby's foi fundada vinte e dois anos antes, pelo livreiro Samuel Baker e desde 1750 já criava seus catálogos, que até hoje são uma parte importante do leilão. A profissão porém não teve o seu valor social reconhecido até 1908, quando Montague Barlow comprou a Sotheby's. As duas casas operaram sob um acordo tácito, na qual os ex alunos de Harrow frequentavam Sotheby's e os de Eton sua concorrente. Algo a se notar é que as casas americanas sempre carregariam o estigma de vender tanto arte quanto escravos na mesma sessão.

As duas continuaram a existir pacificamente até o ano marco de 2000, quando as cortes europeias e americanas processaram as duas por formação de cartel. A acusação foi de que havia sido combinado um preço máximo a ser dado ao vendedor da obra, para evitar que as casas entrassem em uma guerra de preços por determinados trabalhos. Foi comprovado que os diretores de ambas as companhias se encontraram mais de dez vezes entre 1993 e 1996. Numa veredicto histórico as empresas foram condenadas a pagar mais de meio bilhão de dólares em restituição às pessoas as quais teoricamente haviam sido lesadas.

Embora tenham se declarado culpadas no lado civil, Sotheby's batalhou judicialmente no lado criminal, e perdeu. Num exemplo praticamente escolar de dilema do prisioneiro, Christie's cooperou com o governo entregando documentos que comprovavam o esquema de fixação de preços, evitando qualquer tipo de punição,

enquanto o diretor do conselho da concorrente foi encarcerado por um ano e a presidente seis meses em regime domiciliar. A transição de volta do cartel para o duopólio pode ser mais dura do que se imagina e as consequências para aqueles que o praticam também.

A situação financeira da Sotheby's piorou consideravelmente, e justamente quando buscavam se reerguer os ataques de 11 de setembro adiaram todos os leilões de Nova York daquele período. Foi quando um terceiro elemento surgiu nesse mercado: Phillips de Pury and Luxembourg. A ousadia veio de Bernard Arnault, grande colecionador, dono do mega conglomerado LVMH, homem mais rico da França com uma fortuna estimada hoje em 24 bilhões de euros. Ele queria comprar a Sotheby's, mas os problemas judiciais pelos quais a empresa estava passando o impediram. Acabou comprando uma casa menor, chamada Phillips, por mais de cem milhões de dólares e fundiu com alguns dos nomes mais renomados no mundo da arte, provenientes das duas grandes casas. Gastou milhões para reformar as dependências e seduzir empregados de suas concorrentes, mas os dispêndios que acabariam selando seu destino foram as altas garantias que foram dadas às coleções.

Para entender o processo, quando uma coleção inteira é oferecida a uma casa de leilões, muito provavelmente proveniente da morte do dono, é oferecido um “garantia”, ou seja, um valor mínimo que será pago à parte concedente, independentemente do montante final alcançado. Muitas vezes as obras vão sendo vendidas aos poucos e dificilmente serão todas liquidadas. Quando falham em alcançar os preços que fariam com que a casa pudesse pagar de volta as garantias, se incorre em prejuízo. Alguns poucos anos depois, o prejuízo acumulado da Phillips já ultrapassava 400 milhões de dólares, o que somados com os 121 iniciais teriam comprado uma parcela considerável de Christie's ou Sotheby's em 2001. Arnault vendeu boa parte de suas participações por um preço bem abaixo do que havia comprado, mas a LVMH ainda tem mais de um quarto da empresa.

Hoje em dia a Phillips tem saúde financeira estável porém anda bem longe das suas concorrentes. Especializou-se em obras extremamente recentes, o que a colocou em rota de choque de *dealers*, mas não chegou a ser um problema grande. O público alvo também é mais especializado; compradores de primeira viagem em seus vinte,

trinta anos, empresários jovens bem sucedidos, que compartilham o gosto pela arte porém ainda não podem se dar ao luxo de gastar tanto. A lição a ser tirada desse episódio é que a estrutura e o conhecimento acumulados pelas duas casa faz a diferença no mercado, não apenas sendo um negócio de escala.

Contemporâneamente

Em 1998 Christie's foi comprada por François Pinault um dos homens mais ricos da França, controlador da PPR, rival direta da LVMH no mercado de bens de luxo. Ele compete com Bernard Arnault não só pelo mercado de luxo como também pelo título de melhor coleção de Paris. Sotheby's tomou um caminho completamente oposto, quando seu acionista controlador vendeu sua participação e a empresa fez sua oferta pública (sob o ticker BID). As disparidades no caminho escolhido não param por aí.

Com o tempo a Sotheby's focou menos no *market share* e mais na qualidade, diminuindo drasticamente o número de obras vendidas para oferecer apenas as obras mais caras. A concorrente continua fazendo vendas de artistas não tão famosos, mas teve sucesso em diminuir os custos fixos por leilão, garantindo uma boa margem de lucro por evento, além de ter mais rapidez e flexibilidade. Hoje em dia ambas as casas frequentemente batem recordes de valor leiloado e têm uma saúde financeira excelente. Fruto também do aumento do preço do prêmio do comprador. O que nos leva a discussão de quais são as origens de suas rendas, que serão abordadas mais à frente.

Em 2013 o investidor ativista Dan Loeb, através de seu *hedge fund* Third Point comprou aproximadamente 10% da Sotheby's. O investidor, conhecido por ser extremamente agressivo em sua forma de remodelar as empresas em que compra participações expressivas, não fugiu de sua característica. É curioso notar que, embora dezenas de hedge fund managers como Steve Cohen, Julian Robertson e Pierre Lagrange sejam colecionadores e já tenham gastado milhões, bilhões em alguns casos, de dólares comprando arte, nenhum deles havia se aventurado em comprar uma casa de leilões, um negócio teoricamente rentável. O próprio Loeb é um conhecido colecionador, mas não sucumbiu à tentação de se tornar acionista.

A pergunta na verdade é o que está tão errado com uma empresa que aumentou suas receitas em quase 100% nos últimos anos e suas ações se valorizaram mais de 50%

apenas nesse ano, a ponto de ser exigida a demissão de seu CEO. A resposta está na sua concorrente, que investiu pesadamente no mercado asiático, que cresce cada vez mais. Embora alguns leilões recentes tenham trazido algum lucro, a Christie's está anos luz à frente no mercado local. Outro problema é o supracitado foco em obras mais caras. As receitas de tais obras por si só não são tão grandes quanto as de mercado médio. Como será explicado em seguida, quanto mais cara a obra, menor o prêmio do leiloeiro, o que faz com que focar apenas em obras mais caras signifique focar em prêmios proporcionalmente menores. Adicionalmente, a Christie's também opera nesse mercado, e esse sendo extremamente competitivo, quando o prêmio é oferecido como comissão a margem diminui mais ainda.

O final dessa história provavelmente será uma reestruturação da empresa, liderada pelo investidor, que tem inúmeros casos de sucesso em sua bagagem, o mais recente sendo do Yahoo. Em novembro a Christie's bateu uma série de recordes em seus leilões, enquanto a Sotheby's foi salva por um trabalho de Andy Warhol incluso na última hora em seu catálogo, mas mesmo assim ficou com um gosto amargo. Tudo isso se sucedeu com o pedido de demissão de Tobias Meyer, leiloeiro e chefe do departamento de arte contemporânea, que servia de "face" da empresa no mundo da arte. Em geral os investidores ativistas geram bons resultados no longo prazo, porém o conselho de diretores tem que se decidir se está disposto a tomar o risco da mudança. Seu principal argumento é de que existe medo da banalização do nome da marca com obras que não sejam muito caras, o que claramente não ocorreu com sua concorrente.

A Origem das Receitas

Para entender melhor os termos "comissão" e "prêmio" é necessária uma explicação. A terminologia usada por si só é um indicador de como funcionam. O percentual que a casa ganha do vendedor da obra é chamado de comissão, refletindo seu dever fiduciário. O percentual cobrado do comprador é o prêmio, termo que mostra que não existe dever formal com o comprador. Os termos são escolhidos propositalmente por suas consequências legais. Caso a casa tivesse alguma obrigação com o comprador ela poderia ser acusada de conflito de interesse, mais do que já é normalmente.

A comissão existe desde o início dos leilões e é a forma mais tradicional de se ganhar dinheiro, com a casa funcionando como se fosse um *broker*. Enquanto o valor

para qualquer produto normalmente é 20% do preço de venda, para obras de arte de altíssimo valor esse percentual cai vertiginosamente, podendo chegara até mesmo a zero. Para alguns trabalhos específicos pode ser negociado até o prêmio. Ainda existe, como foi descrito anteriormente, a prática de oferecer garantias, logo embora a casa ganhe dinheiro nas duas pontas, uma má decisão pode fazer um negócio extremamente rentável em deficitário.

Os prêmios foram introduzidos na década de 1980. A maioria das publicações se revoltou pelo simples motivo de não haver um serviço prestado ao comprador que não uma cadeira para sentar no dia do leilão ou utilizar o toalete. Até mesmo os catálogos são pagos (hoje em dia também podem ser baixados na internet de graça). Inicialmente se acreditou que os compradores fossem se revoltar e parar de frequentar os leilões, o que claramente não ocorreu. O argumento das casas de que o que importa é o preço final, não o quanto vai para a casa e quanto vai para o vendedor, é economicamente verdadeiro e o mercado respondeu de forma racional. Além disso, as transações privadas tem seus custos muito mais obscuros, gerando uma incerteza ainda maior nos compradores. Hoje em dia o prêmio para leiloes em Nova York é de 25% para trabalhos com preço de martelo de até 100 mil dólares, 20% entre 100 mil e 2 milhões e 12% acima disso. Os valores londrinos são semelhantes, variando apenas por conta da variação cambial dos preços serem em libras.

Claro que já estão inclusos na remuneração do vendedor custos altos como armazenamento, transporte, muitas vezes atravessando oceanos, catálogos, fotografias e pesquisa sobre autenticidade e legitimidade. As principais obras ainda são muitas vezes expostas ao redor do mundo, levadas a potenciais compradores para exposições exclusivas. Ou seja, o trabalho é muito maior do que simplesmente colocar algumas pessoas interessadas em uma sala e buscar o maior preço. Fora alguns custos que não são esperados. Quando o colecionador Eli Broad comprou uma obra de Roy Lichenstein por 2.47 milhões de dólares lhe ocorreu que poderia pagar a obra com seu cartão American Express, o que lhe rendeu 2.47 milhões de milhas aéreas, as quais ele doou para estudantes de artes de escolas locais. Sotheby's, no entanto, teve que desembolsar 1% em tarifas da máquina de cartão, ou seja, 24 mil dólares dos 227 mil que lhe foi pago de comissão. Logo depois limitaram o valor passível de ser pago em cartão de

crédito para 25 mil dólares. Essa história serve apenas para ilustrar a complexidade do processo.

A conclusão que chegamos é que o business de casas de leilão de arte é mais complicado e lucrativo do que se imagina. Se por um lado são dominados por apenas duas gigantes, as duas hoje em dia batalham oferecendo as melhores condições para consignar as obras, e ao mesmo tempo são as únicas capazes de oferecer a legitimidade de dizer “comprei no leilão da Christie’s/Sotheby’s”. É um carimbo de qualidade e muitas vezes tranquilidade de acreditar que pagou o preço certo, não tendo sido enganado por um dealer. Além de amenizar um possível arrependimento pós-leilão, por diminuir o número de críticos ou ter gerado um valor intrínseco pelo carimbo de qualidade da leiloeira. Como foi visto, quando houve a oportunidade de um terceiro competidor entrar na briga, ele saiu por falta de competência ou excesso de confiança. Os leilões são uma parte vital do mercado de arte e, do ponto de vista econômico, dos mais interessantes. Eles fazem a magia de transformar alguns rabiscos em milhões de dólares na frente de todos, sem nenhum pudor.

Obras Falsas

Choque de Realidade

Quando o diretor da Diebenkorn Foundation, fundação que cuida dos trabalhos e nome do artista americano Richard Diebenkorn desde sua morte em 1993, visitava um apartamento em Nova York alguns anos atrás, ele percebeu um problema. Três desenhos do autor orgulhosamente expostos na parede eram os mesmos que alguns anos atrás haviam sido considerados falsificações. O proprietário evidentemente ignorava o fato e os comprou como verdadeiros. Essa pequena história serve para ilustrar o que acontece com a maioria dos trabalhos falsos existentes no mercado: são revendidos. A não ser que exista propaganda sobre o problema, invariavelmente a obra surgirá em outras mãos. Poucas pessoas estão dispostas a admitir que gastaram milhões de dólares em algo que não vale quase nada. Do ponto de vista econômico não faz sentido denunciar, apenas devolver ou repassar como verdadeiro.

Tom Hoving, antigo diretor do MoMA estima que até 40% das obras mais caras do mercado, em que os artistas já morreram, sejam falsas. Um dos grandes problemas do mercado de arte ser não regulado e ter a maioria das suas transações feitas sem que ninguém saiba é que existem falsificações aflorando frequentemente. É difícil falsificar uma obra de 1700 pois um teste de carbono 14 pode determinar a idade do papel e da tinta, enquanto um especialista atesta se o estilo da obra está de acordo com as outras originais. Mesmo assim é estimado que existam 600 Rembrandts em museus e 350 em coleções privadas, enquanto os historiadores da arte afirmam que o mestre flamengo pintou apenas 320 telas.

Mais recentemente, com o advento do expressionismo abstrato, minimalismo e pop art, ficou cada vez mais difícil determinar a originalidade da obra. É consideravelmente mais fácil falsificar uma jorrada de tinta sobre a tela, utilizando elementos de 30, 40 anos atrás. Esses não são os únicos problemas, não é incomum artistas trabalharem com alguns ajudantes, e pouco faziam nas obras além de orientar seus pupilos. Essas obras são consideradas autênticas, enquanto algo semelhante que apenas seus ajudantes faziam, não.

O famoso artista japonês Takashi Murakami possui dois estúdios, um em Saitama em seu país natal e outro em Nova York, que são praticamente idênticos e estão permanentemente conectados. Ele emprega uma dúzia de assistentes em cada um e eles fazem o trabalho sob a inspeção e os gritos do artista. Os trabalhos de Murakami são muito detalhados e possuem muitas camadas, o que faz com que, caso ele fosse o único a produzi-los, poucos chegariam ao mercado. Por mais que todo o processo seja supervisionado e ele seja extremamente rigoroso com o resultado, e não existir nenhum espaço para criatividade dos jovens, tudo é feito pelos assistentes. Ou seja, possuem apenas o valor artístico, mas não a mão física mestre. Evidentemente são consideradas verdadeiras. Se um assistente de Andy Warhol pegar outra foto de Marilyn Monroe e imprimir mais uma impressão com o mesmo material original, será uma falsificação.

É economicamente fascinante, sob o aspecto de precificação, existir uma linha tão tênue e maleável entre o que vale milhões e o que não vale quase nada. Se o mais importante na obra de arte é o valor estético, por que algo que parece verdadeiro, tem o estilo do artista e foi feito no mesmo ambiente em que ele trabalhava vale consideravelmente menos? Porque valor estético não é a única coisa que importa, por mais que críticos se revoltem com o fato.

A Inserção da Falsificação no Mercado

Como uma obra falsa entra no mercado? Os falsificadores dificilmente irão vender diretamente como originais para o comprador final. Normalmente um dealer serve de intermediário, “limpando” a origem com sua reputação. Não são raras as descobertas de esquemas milionários de galerias com falsificadores, que demoraram anos para virem à luz por conta desse secretismo na condução nos negócios.

Famosamente, em 2000 tanto Christie's quanto Sotheby's receberam coincidentemente a mesma obra, *Vase de Fleurs* de Gauguin, o que indicava que inevitavelmente uma das duas era falsa. Após os testes, foi descoberto que a Christie's tinha a falsificação, que devolveu para o colecionador japonês que havia oferecido. Após longa investigação foi descoberto que o dealer Ely Sakhai, vendedor da obra original na Sotheby's, havia vendido para o japonês a que ele, por sua vez, havia tentado vender na concorrente. Sakhai tinha um esquema de falsificações na China, na qual ele revendia obras duplicadas como originais para o mercado japonês, pelo fato dos

japoneses considerarem uma desonra possuir a obra falsa e simplesmente destruir ou guardar quando descoberto que haviam sido enganados. O Gaugin foi uma exceção, pois o comprador não sabia da origem desvirtuada de sua compra e apenas por acaso ofereceu sua cópia ao mesmo tempo que Sakhai ofereceu o original. O *dealer* foi condenado a pagar 12.5 milhões de dólares em restituições e 41 meses de cadeia por fraude. Com o tempo foi descoberto que várias pessoas do mundo da arte já haviam descoberto o esquema, mas ficaram calados.

Uma simples suspeita de falsificação pode fazer com que o preço de um trabalho caia vertiginosamente. Para tentar controlar seus mercados, as fundações que cuidam dos trabalhos dos artistas após sua morte emitem o chamado *catalogue raisonné*, um catálogo com todas suas obras documentadas. Um quadro que não está contido no catálogo não necessariamente é falso, apenas não existe registro de sua existência ou algum especialista não validou sua autenticidade. Os catálogos são reeditados frequentemente para agregar tudo que possivelmente foi descoberto. O problema ocorre quando uma fundação diz que uma obra é falsa. Teoricamente seus especialistas julgaram que não é verdadeira, mas se não houver uma prova concreta como disparidade na datação dos materiais, simplesmente não há como afirmar com certeza.

Um curioso caso serve como exemplo. Jackson Pollock é um artista que tem suas obras avaliadas na casa dos milhões de dólares. Alguns anos atrás, sua conhecida amante tentou vender um quadro que seria original, mas foi confrontada pela fundação do artista já falecido, dirigido por sua viúva. O estilo da obra realmente nada lembra outras, mas a dona insiste na veracidade, tanto que contratou um respeitado antigo chefe do laboratório criminal de Nova York para encontrar evidências forenses de sua origem. E ele encontrou, além de fibras e datação da tinta condizentes com um original, um pelo de urso polar. Ursos polares não existem nos Estados Unidos há décadas, mas Pollock tinha um tapete feito de pelo do animal no ático de sua casa. Ou seja, a ciência diz que a obra é verdadeira e os especialistas discordam. Não há como saber quem está certo sem evidência definitiva, mas serve para mostrar o quão complicado é o processo de autenticação.

O Perverso Equilíbrio de Mercado

Em 2012 duas pinturas do mestre inglês J M W Turner que por muitos anos foram consideradas falsas tiveram sua autenticidade creditada. Como apenas levantar uma suspeita já pode causar prejuízo para os detentores de falsos em potencial, as fundações vêm sendo processadas por pessoas que se sentiram prejudicadas ao verem a veracidade de suas obras posta em dúvida e isso ter afetado seus preços. Algumas delas inclusive já foram condenadas a pagar alguns milhões de dólares por erros. A Andy Warhol Foundation e a Roy Linchenstein Foundation pararam de emitir certificados de autenticidade, justamente para evitar esse tipo de problema e ter que pagar indenizações com dinheiro que não têm.

Chegamos enfim à estarrecedora conclusão de que o equilíbrio de mercado é permitir que as boas falsificações circulem, até que sejam claramente desmascaradas. Se ninguém denunciar o esquema, todos saem ganhando. Caso seja descoberto, o falsificador pagará, o comprador da obra falsa verá seu ativo perder valor e a fundação ficará satisfeita por ter desmascarado um criminoso, mas não ganhará nada com isso. Se não tiver certeza e não ter como provar que se trata de uma falsificação, pode acabar tendo que pagar. É um dos efeitos de se ter um mercado global, que movimenta trilhões de dólares e não regulado. Não existe uma SEC do mercado de arte, porque simplesmente não existe jurisdição das obras e os participantes estão mais dispostos a eventualmente serem alvos de informação assimétrica do que terem suas operações escrutinizadas.

Conclusão

Ao analisar os mais diferentes aspectos do mercado e ter dissecado a obra de arte como um ativo financeiro, chegamos à conclusão de que arte não é uma classe de ativos na qual se valha investir individualmente, através de fundos ou criando uma empresa de leilão. As possibilidades de se abrir uma galeria não foram discutidas aqui pois dependeria de muitos outros fatores dos mercados locais e demandaria uma monografia somente para tal assunto.

A controversa forma com que o próprio mundo da arte lida com a monetização das obras e as diversas falhas de mercado como o duopólio das casas de leilão e o equilíbrio danoso das obras falsas, servem para corroborar a visão de um mercado mais complexo do que rentável.

Existe um excesso de informação assimétrica, falta de liquidez e globalização para que uma pessoa consiga reunir informações o suficiente para executar boas operações que consistentemente rendam mais do que seu benchmark no longo prazo. Adicionalmente, foi demonstrada a alta volatilidade dos preços dos ativos e que os retornos não justificam o risco.

Bibliografia

Agnello, R. *Investment Returns and Risk for Art: Evidence from auctions of American paintings* Eastern Economic Journal, Vol 28, No 4, 2002

Baumol, W. *Unnatural Value: Or Art Investment as Floaring Crap Game* The American Economic Review, 1986

Feigen, R *Tales from the Art Crypt* Alfred A. Knopf Editor 2000

Goetzmann, W, Renneboog, L. et Spanjers, C *Art and Money* 2010

Horowitz, N, *Art of the Deal* Princeton University Press 2011

Korteweg, A, Kraussl, R, Verwijmeren, P, *Does it Pay to Invest In Art* Stanford School of Business 2013

Mamarbachi, R, Day M et Favato G. *Art as an alternative investment asset* 2009

Siegel, K et Mattick P. *Arte & Dinheiro* Zahar Editor 2004

Thompson, D. *The \$12 Million Stuffed Shark* 2008

Thornton, S. *Seven Days in the Art World* 2009

Worthington A et Higgs H. *Art as an investment: Risk, return and portfolio diversification in major painting markets* 2004

www.artmarketmonitor.com

www.artinfo.com

www.artasanasset.com

www.christies.com

www.sothebys.com

www.nytimes.com