

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

HUGO PESTANA CIAMBARELLA

OBRAS DE ARTE COMO ATIVO ALTERNATIVO NA COMPOSIÇÃO DO  
PORTFÓLIO DE INVESTIMENTO

Curitiba

2022

HUGO PESTANA CIAMBARELLA

OBRAS DE ARTE COMO ATIVO ALTERNATIVO NA COMPOSIÇÃO DO  
PORTFÓLIO DE INVESTIMENTO

Monografia apresentada ao curso de graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Larissa Naves de Deus Dornelas

Curitiba

2022

## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais Evaristo e Maria Helena e a minha irmã Thais que sempre estiveram ao meu lado me apoiando ao longo de toda a minha trajetória.

Agradeço à minha orientadora Larissa pela confiança depositada na minha proposta de pesquisa e pelas valiosas contribuições dadas durante todo o processo.

Também quero agradecer à Universidade Federal do Paraná e seus docentes que contribuíram com excelência na minha formação acadêmica e profissional.

## RESUMO

A história financeira internacional mostra que, em períodos de crise ou desaceleração econômica, os investidores tendem a proteger os seus investimentos financeiros aumentando a diversificação dos ativos de seu portfólio. A principal razão para tal é que, diante de um cenário de incerteza, estes ativos tradicionais apresentam alta volatilidade, implicando em um aumento de modo geral do risco da carteira de investimentos. Assim sendo, o presente estudo busca explorar se as obras de arte podem ser consideradas como uma opção de investimento alternativo. Deste modo, a partir do método bibliográfico busca-se primeiramente analisar as características do mercado financeiro, especificamente no tocante ao mercado de capitais. Em seguida, explicitam-se características do mercado de obras de arte, a partir da análise microeconômica deste mercado e sua conjuntura atual. Por fim, examina-se a arte como um investimento, destacando a análise risco-retorno deste ativo e a possibilidade de contribuir para a diversificação de um portfólio de investimento, devido à sua baixa correlação com outros ativos financeiros.

Palavras-chave: arte; obras de arte; investimento; investimento alternativo; gestão de portfólio.

## **ABSTRACT**

International financial history shows that in times of crisis or economic slowdown, investors tend to protect their financial investments by increasing the diversification of their portfolio assets. The main reason for this is that, faced with a scenario of uncertainty, these traditional assets present high volatility, implying an increase in the overall risk of the investment portfolio. Therefore, the present study seeks to explore whether works of art can be considered as an alternative investment option. In this way, from the bibliographic method seeks to first of all analyze the characteristics of the financial market, specifically the capital market. Then, characteristics of the Art Market are explained, From The Microeconomic Analysis of this market and its current conjuncture. Finally, art as an investment is examined, highlighting the risk-return analysis of this asset and the possibility of contributing to the diversification of an investment portfolio, due to its low correlation with other financial assets.

Keywords: art; works of art; investment; alternative investment; portfolio management.

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1. VOLUME DE OFERTA DE RENDA FIXA E RENDA VARIÁVEL DAS EMISSÕES DOMÉSTICAS (R\$ MILHÕES).....	14
FIGURA 2. COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	15
FIGURA 3. RISCO X RETORNO DE UM PORTFÓLIO COM INCLUSÃO DE INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS.....	18
FIGURA 4. VENDAS NO MERCADO GLOBAL DE ARTE DE 2009 A 2021 .....	24
FIGURA 5. VENDAS ONLINE DE ARTE E ANTIQUIDADES DE 2013 A 2021 .....	25
FIGURA 6. PARTICIPAÇÃO DAS VENDAS ONLINE NO MERCADO DE OBRAS DE ARTE VERSUS VAREJO EM GERAL DE 2016 A 2021.....	26
FIGURA 7. COMPARATIVO DE RETORNO HISTÓRICO ENTRE ÍNDICES DE ATIVOS ALTERNATIVOS.....	29
FIGURA 8. CORRELAÇÕES ENTRE A ARTE E OS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS.....	30

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	7
1 O MERCADO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO .....	9
1.1 O MERCADO DE CAPITAIS .....	10
1.2 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	13
1.2.1 A B3 (Brasil, Bolsa e Balcão).....	15
1.3 O MERCADO DE INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS .....	16
2 O MERCADO DE OBRAS DE ARTE.....	20
2.1 ABORDAGEM MICROECONÔMICA DO MERCADO DE OBRAS DE ARTE.....	20
2.1.1 A precificação das obras de arte .....	23
2.2 CONJUNTURA ATUAL DO MERCADO DE OBRAS DE ARTE.....	24
3 A ARTE COMO INVESTIMENTO .....	28
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	34
5 Referências Bibliográficas.....	34

## INTRODUÇÃO

O mercado de capitais, um dos segmentos do mercado financeiro, tem um papel extremamente importante no crescimento econômico de um país, por proporcionar às empresas uma fonte de financiamento de longo prazo e recursos com volumes adequados à suas demandas, permitindo que invistam em projetos com maiores retornos, e também possibilita o crescimento patrimonial das famílias por mover a poupança para ativos com retornos mais atrativos.

Nos últimos anos, com o avanço de novas tecnologias, houve um aprimoramento de todo este mercado, sendo disponibilizado aos investidores novos produtos de investimento. Conjugado a este fato, o cenário econômico mundial de incerteza acarreta uma alta volatilidade nos mercados financeiros e para fazer face a esta situação, muitos investidores vêm optando por alocar parte de seu patrimônio em ativos alternativos, dentre eles as obras de arte - um ativo de escala global e de baixa correlação com opções de investimento tradicionais - a fim de obter uma redução ou diluição do risco de seu portfólio de investimento.

O objetivo deste trabalho é analisar as características do mercado de obras de arte que permitem que este seja um ativo alternativo para compor uma carteira de investimentos em conjunto com ativos tradicionais. Em matéria de metodologia, foi feito um levantamento das informações acerca do tema a partir de diversos materiais bibliográficos já publicados, a partir de artigos científicos, documentos de instituições e matérias de sites especializados. Ainda no tocante à metodologia, importa também definir as fronteiras do objeto de estudo. Quando se refere à obra de arte incluem-se as denominadas belas artes (pintura, escultura, literatura, música, teatro, entre outros) e as artes decorativas (mobiliário, cerâmica, têxteis, joalheria, entre outros). Neste trabalho, limita-se o estudo à análise de obras pictóricas.

Para tanto, o presente trabalho encontra-se dividido em cinco seções, que vão desde esta introdução até as considerações finais. O primeiro capítulo expõe os principais conceitos para iniciar os estudos das finanças, apresentando o que é o Mercado Financeiro e seus segmentos, além de evidenciar o Mercado de Capitais, passando por sua história, atual estrutura e importância para o crescimento econômico. Além disso, analisa-se características do Mercado de Capitais brasileiro

e por fim retrata-se o efeito da alocação em ativos alternativos em uma carteira de investimentos.

Após isso, a fim de investigar as peculiaridades do mercado de obras arte, o segundo capítulo traz uma abordagem microeconômica deste mercado, ilustrando as etapas de sua cadeia produtiva e evidenciando os participantes de cada fase. Além disso, o capítulo expõe o importante tema da precificação das obras de arte, tópico extremamente discutido por suas características objetivas e subjetivas. Por último, apresenta-se a conjuntura atual do mercado, discorrendo a respeito dos países mais relevantes, os setores de obras mais vendidas e o importante desenvolvimento do mercado online nas vendas de obras de arte.

Por fim, no terceiro capítulo, apresenta-se o mercado de obras de arte como investimento alternativo, analisando seu retorno histórico frente a outros ativos, sua correlação com ativos financeiros tradicionais e os riscos enfrentados nesse mercado, a fim de contribuir na decisão de incluir (ou não) este ativo em um portfólio. Nas considerações finais, apresenta-se as principais conclusões relativas ao estudo e uma sugestão para investigações futuras.

## 1 O MERCADO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO

Entender o conceito de escassez, sob a ótica dos economistas, é fundamental para iniciar os estudos sobre o Mercado de Investimento Financeiro. Na Economia, escassez significa dizer que não há quantidade suficiente de um recurso para atender a demanda de todos os indivíduos. Portanto, um dos objetivos da teoria econômica é, justamente, estudar a alocação eficiente dos recursos escassos.

Dominar os conceitos de poupança e investimento também é de extrema importância para o avanço nos estudos das finanças. Poupança é a parcela da renda de um indivíduo em particular ou da economia em geral que não é gasta em consumo. Investimento, na economia, é um capital que se aplica em alguma atividade produtiva, com o objetivo de obter ganhos a médio e longo prazos. Portanto, no sistema financeiro, os agentes econômicos podem estar em três situações: a) com suas contas equilibradas, sendo os gastos e investimentos iguais à renda; b) em superávit, com renda superior à soma de seus gastos e investimentos; e c) em déficit, com a soma de seus gastos e investimentos maior que sua renda. Os agentes deficitários são chamados de tomadores, por demandarem recursos financeiros, e os agentes superavitários de poupadores, por ofertarem seus recursos financeiros (CARVALHO, 2014, p. 19).

O Mercado Financeiro surgiu para atuar como um intermediário financeiro, com o objetivo de realizar as alocações entre os agentes econômicos superavitários e deficitários da maneira mais eficiente possível. As economias mais desenvolvidas têm em comum um sistema de intermediação financeira bastante diversificado e ajustado às necessidades de seus agentes econômicos, executando sua função de direcionar recursos dos superavitários para financiar os investimentos dos agentes deficitários, promovendo liquidez ao sistema a um custo mínimo e um nível reduzido de risco (ASSAF NETO, 2014).

Atualmente, o Mercado Financeiro é dividido em quatro principais segmentos: Mercado Monetário, Mercado de Crédito, Mercado de Câmbio e Mercado de Capitais. O Mercado Monetário é responsável por controlar a liquidez e a taxa de juros básica da economia por meio de operações com títulos públicos, taxa de redesconto e/ou taxa de compulsório. O Mercado de Crédito envolve as operações de empréstimos e financiamento entre os agentes econômicos e as instituições financeiras. O Mercado de Câmbio compreende as operações de troca de moedas originadas pelas

transações comerciais, financeiras e de remessa de divisas. O Mercado de Capitais, segmento que será o foco neste capítulo, envolve as operações com títulos mobiliários, negociados em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, permitindo o encontro entre os agentes superavitários e deficitários (CARRETE; TAVARES, 2019).

## 1.1 O MERCADO DE CAPITALIS

O mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários, é definido, de forma sucinta, como o segmento do mercado financeiro onde se realizam as operações de compra e venda de títulos mobiliários, destinados ao levantamento de recursos, a médio ou longo prazo, para implementação de investimentos produtivos. Sua função primordial é viabilizar a transferência de recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários, utilizando as emissões de títulos (CARRETE; TAVARES, 2019). A fim de compreender este mercado como um todo, à frente apresenta-se como surgiu a primeira Bolsa de Valores. Logo após, evidencia-se a estrutura deste mercado, os produtos financeiros negociados, as principais Bolsas de Valores ao redor do mundo e a importância do mercado de capitais para o crescimento e desenvolvimento econômico de um país.

Conforme explicitado por Versignassi (2019), a primeira Bolsa de Valores surgiu na Holanda do século XVII, região na qual o feudalismo, que era na época o sistema econômico-social dominante na Europa, não havia se consolidado no país, de modo que muitos holandeses eram seus próprios donos: plantavam, pescavam e vendiam por conta própria. Conseqüentemente, o comércio holandês era robusto, com uma intensa circulação de moeda, transformando a Holanda em uma potência com o passar dos anos.

Neste mesmo período, os portugueses e espanhóis ainda dominavam o mercado de especiarias da Índia, o comércio mais lucrativo do mundo, mas em 1600 a Holanda já possuía seis empresas operando navios mercantes, ou “Companhias das Índias”, como eram chamadas. Entretanto, o maior problema enfrentado por tais empresas residia no financiamento das expedições. O método tradicional de financiamento era o português: reunir banqueiros, levantar empréstimos ou pedir ao rei, mas mesmo com a promessa de retornos elevados, não era tão simples reunir o capital necessário. Dessa forma, a solução encontrada pelo governo holandês foi

diminuir substancialmente o risco chamando centenas de investidores para financiar a operação.

Diante disso, formou-se uma grande estatal composta pelas seis Companhias das Índias do país e a população foi convidada para se tornar sócia. Dividiram a empresa em milhares de partes, chamadas de “ação”, e venderam no mercado construído em Amsterdã chamado de *bourse* (bolsa). Assim nasceu a primeira Bolsa de Valores do mundo (VERSIGNASSI, 2019).

Desde então, o mercado de capitais apresentou um extraordinário crescimento e desenvolvimento. Estruturalmente, este mercado dividiu-se em *Debt Capital Market* (DCM), onde as empresas emitem títulos de dívida, e *Equity Capital Market* (ECM), ambiente em que são negociadas participações acionárias. Tanto o DCM quanto o ECM são segmentados em mercado primário, onde são emitidos novos títulos mobiliários e ocorre a captação de recursos financeiros pelos emissores, e, mercado secundário, o qual consiste na compra e venda de títulos pelos investidores de acordo com a sua estratégia de investimento. Ademais, as emissões de títulos podem ser públicas, onde são oferecidas para o público investidor em geral, ou emissões privadas, nas quais os investidores são, exclusivamente, Investidores Qualificados ou Profissionais. Os principais participantes do mercado são: emissores, coordenadores, distribuidores, corretoras, investidores, órgão regulador e a bolsa de valores (ASSAF NETO, 2014).

Os títulos negociados no mercado de capitais podem ser caracterizados como renda fixa ou renda variável. Dentro da renda fixa, há os títulos pré-fixados, em que as taxas de juros são definidas previamente, com isso o investidor sabe quanto irá receber até o vencimento do título. Há ainda os títulos pós-fixados, que são ativos atrelados a algum indexador ou índice, normalmente os indexadores são a taxa de inflação e a taxa básica de juros da economia no período, de modo que o investidor só conhecerá sua remuneração final na data do vencimento do título. Como exemplo de ativos de renda fixa, destaca-se a Conta Poupança, para o caso específico do Sistema Financeiro Brasileiro, os Títulos de Dívida Pública e os Títulos de Dívida Privada. Na renda variável, há ativos com uma maior volatilidade e o retorno só é conhecido no resgate do investimento, como as *commodities*, moedas, ações e fundos de investimento imobiliários.

Em relação às Bolsas de Valores, atualmente há pelo menos dez principais no mundo, são elas: *New York Stock Exchange* (NYSE) e *Nasdaq* nos EUA, *Tokyo*

*Stock Exchange* no Japão, *Shanghai Stock Exchange* e *Shenzhen Stock Exchange* na China, *Hong Kong Stock Exchange* (HKEX) em Hong Kong, *Euronext* e *London Stock Exchange* (LSE) na Europa, a *National Stock Exchange* (NSE) na Índia e a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) no Brasil. Juntas, possuem uma capitalização de mercado que supera os US\$ 60 trilhões (PWC, 2019).

Vale ressaltar que, tanto para países emergentes quanto países desenvolvidos, o mercado de capitais é de extrema importância para o crescimento econômico, caso cumpra com suas principais funções: alocação eficiente dos recursos, prover liquidez aos títulos mobiliários, mobilizar a poupança e aumentar a disciplina corporativa.

No âmbito corporativo, desde as pequenas empresas às grandes corporações, ao receberem os recursos dos investidores podem destiná-los para compra de maquinários, expansão da capacidade produtiva, contratação de funcionários, inovações na área que atuam, ou seja, contribuindo para geração de riqueza da região.

Na esfera pública, o governo ao promover a estabilidade econômica e o ambiente jurídico e institucional favorável ao sistema, incentiva o mercado de capitais e se beneficia da maior arrecadação de impostos, ganhando eficiência fiscal já que o custo da dívida do Estado é reduzido. Conseqüentemente, o setor público pode direcionar os recursos para atividades de maior impacto social, como saúde, educação e infraestrutura.

Há alguns estudos que apontam uma correlação positiva entre mercado de capitais e crescimento econômico. Dudley e Hubbard (2004), analisaram o resultado dos mercados de capitais mais desenvolvidos do mundo, EUA e Inglaterra, em relação a mercados de capitais menos desenvolvidos, Europa e Japão. Os primeiros países citados apresentaram melhores performances econômicas nos seguintes aspectos: maior crescimento de produtividade e salários reais, maiores oportunidades de empregos, melhor estabilidade econômica e maior crescimento na proporção de casas próprias.

Outro estudo relevante é o de Levine (1997), que destaca o papel da liquidez dos mercados de capitais como um importante catalizador do crescimento econômico. Muitos investimentos de alta produtividade requerem volumes expressivos de recursos a longo prazo, no entanto os investidores geralmente não estão dispostos a comprometer recursos por longos períodos. Por meio dos mercados de capitais, estes

investimentos tornam-se líquidos, portanto, menos arriscados e viáveis para investimento. Ou seja, a liquidez propiciada pelo mercado de capitais melhora a alocação de recursos da economia à medida que direciona recursos de projetos de curto prazo com baixos retornos para projetos de longo prazo com altos retornos.

## 1.2 O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Antes da década de 1960, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis) devido ao fato do país possuir um ambiente econômico de inflação crescente e uma legislação que limitava o desenvolvimento do mercado de capitais. Na década de 1970, foram introduzidas duas leis que resultaram em diversas modificações no mercado acionário: a nova Lei das Sociedades Anônimas, que visava modernizar as regras que regem as sociedades anônimas e a Lei do Mercado de Capitais, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o objetivo de regulamentar e desenvolver o mercado fiscalizando a Bolsa de Valores e as companhias (CVM, 2022).

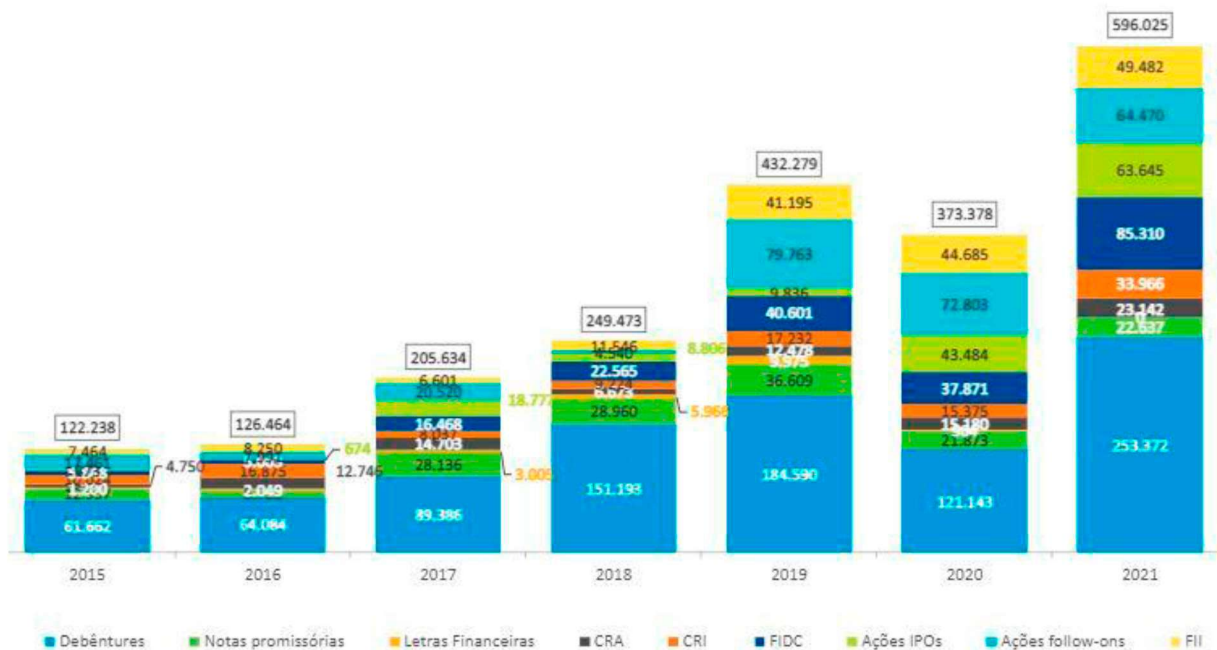
Entretanto, foi somente a partir dos anos 2000 que o Mercado de Capitais Brasileiro passou por um importante crescimento e desenvolvimento, especialmente em sua democratização, nas práticas de governança e ética, na maior transparência na divulgação das informações, visando melhores relações com os investidores, nas transformações tecnológicas e de informação, permitindo a manutenção das empresas no mercado a longo prazo e a entrada de novos investidores (PINHEIRO, 2014).

Ainda segundo Pinheiro (2014), estes avanços ocorreram, principalmente, devido a pressões dos investidores estrangeiros e institucionais e por meio de medidas como mudanças nas legislações e implementação do Plano Diretor do Mercado de Capitais, que buscava a isonomia competitiva e condições de eficiência para o mercado. Adicionalmente, há também uma significativa melhora no quadro econômico com os resultados obtidos pelo “tripé macroeconômico” (superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante), com estabilização da inflação e melhora no perfil de endividamento público.

Entretanto, apesar dos progressos, no Brasil ainda se observa um volume financeiro significativo na demanda por títulos de renda fixa, explicado pela própria

estrutura do nosso Sistema Financeiro que é altamente voltado para o curto prazo, pelo ambiente macroeconômico instável e incerto que permeia a economia brasileira, sobretudo em ciclos eleitorais, pela carência de educação financeira da população, além da herança do período de hiperinflação das décadas de 1980 e 1990. Os autores Dornelas e Terra (2021) inclusive apontam que, dentre outras dificuldades impostas pela própria estrutura do Sistema Financeiro Brasileiro ser como é, geram-se entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais, tipicamente de longo prazo, no país. Na figura 1 abaixo, é possível identificar o volume ofertado no mercado doméstico de instrumentos de renda fixa *versus* renda variável, confirmando a tese de que os investimentos no Brasil ainda estão muito atrelados a ativos de renda fixa.

FIGURA 1. VOLUME DE OFERTA DE RENDA FIXA E RENDA VARIÁVEL DAS EMISSÕES DOMÉSTICAS (R\$ MILHÕES)



Fonte: Anbima (2022).

Nota-se que o total de ofertas no mercado de capitais atingiu o valor de R\$ 596 bilhões em 2021, um aumento de 60% ano a ano e de 37% se comparado com 2019. Desses R\$ 596 bilhões, R\$ 418 bilhões foram de instrumentos de renda fixa, representando 70% do volume total, tendo as debêntures como destaque. Com relação à destinação desses recursos, segundo o relatório da Anbima (2022), 33% foram para capital de giro, 22% para reestruturação de dívida e 21% para investimentos em infraestrutura.

### 1.2.1 A B3 (Brasil, Bolsa e Balcão)

Inicialmente, na década de 1980, a Central de Custódia e de Liquidação de Títulos (Cetip) foi fundada como uma entidade sem fins lucrativos e com o apoio do Banco Central, a fim de oferecer soluções e serviços financeiros no mercado de balcão organizado no Brasil. Em 2008, a associação se transforma em sociedade por ações, com fins lucrativos, incorporando a ANDIMA SND fazendo com que a Cetip fosse a única detentora dos direitos sobre o Sistema Nacional de Debentures (SND), o Sistema de Distribuição de Títulos (SDT) e contratos e ativos intangíveis. Também em 2008, a Bovespa  *Holding* fundiu-se com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) formando a BM&F Bovespa. Uma década depois, a BM&F Bovespa realizou a fusão com a Cetip, passando a ser chamada de B3, sigla para Brasil, Bolsa e Balcão (B3, 2022).

FIGURA 2. COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL



Fonte: Bacen (2022).

Segundo o BACEN (2022), como ilustra a figura 3, a B3 faz parte do Sistema Financeiro Nacional, tendo o Conselho Monetário Nacional (CMN) como seu Órgão Normativo e a CVM como seu Órgão Regulador e Fiscalizador. O CMN é responsável por formular a política da moeda e do crédito, com a finalidade de buscar a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país. Ele é composto pelo Ministro da Economia (presidente do Conselho), Presidente do Bacen e o Secretário Especial do Tesouro e Orçamento do Ministério da Economia.

De acordo com o Governo Federal (2022), a CVM tem como objetivo fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. É um órgão vinculado ao Ministério da Economia com ampla autonomia para atuar no mercado de valores mobiliários.

Atualmente, a B3 está entre as dez principais bolsas do mundo, possuindo cerca de 400 empresas listadas, que juntas superam R\$ 4 trilhões em valor de mercado. A fim de avaliar o desempenho das ações negociadas, criou-se em 1968 o índice Ibovespa (IBOV), um indicador que reúne as principais empresas do mercado de capitais brasileiro e que é referência para os investidores ao redor do mundo. As principais empresas que constituem o IBOV são: Petrobrás, Vale, B3, Ambev, Itaú e Bradesco (B3, 2022).

Porém, vale enfatizar que a Bolsa de Valores brasileira ainda é incipiente e não tem muita atratividade como destino de investimentos por parte das pessoas físicas brasileiras. Segundo dados da própria B3 (2022), a bolsa de valores brasileira encerrou 2021 com 13,1 milhões de CPFs, levando em consideração renda variável e renda fixa, um crescimento de 23% em comparação com dezembro de 2020, mas representando ainda apenas cerca de 6% da população brasileira.

### 1.3 O MERCADO DE INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS

O cenário econômico mundial atual de inflação em patamares históricos, juros em aceleração e repercussões da crise do COVID-19, acarreta em um aumento de risco para os investidores tornando-se interessante diversificar ainda mais o portfólio de investimentos. Consequentemente, nota-se um aumento na procura por ativos alternativos, devido à sua baixa correlação com o mercado de investimento tradicional, além de configurar-se como um mercado a nível global e ter uma relação risco-retorno favorável. Dentro dessa classe de ativos estão os investimentos em *venture*

*capital/private equity, real estate, crowdfunding*, colecionáveis (obras de arte, vinhos, carros clássicos), criptoativos (criptomoedas e *non-fungible token* – NFT), entre muitos outros.

Além das vantagens citadas acima, um estudo feito pela XP Investimentos (2022) mostra que os ativos alternativos contribuem para o processo de construção de uma carteira de investimentos ao deslocar a fronteira de eficiência, permitindo criar portfólios com retornos esperados mais elevados para um dado nível de risco.

O termo fronteira de eficiência foi desenvolvido por Harry Markowitz, descrito em seu artigo de 1952, onde iniciou-se os estudos sobre a Teoria Moderna do Portfólio (MPT), a qual buscava otimizar um portfólio de investimento ao minimizar o risco presente nos ativos financeiros e, ao mesmo tempo, uma valorização do capital através de um processo de diversificação de ativos (MARKOWITZ, 1952).

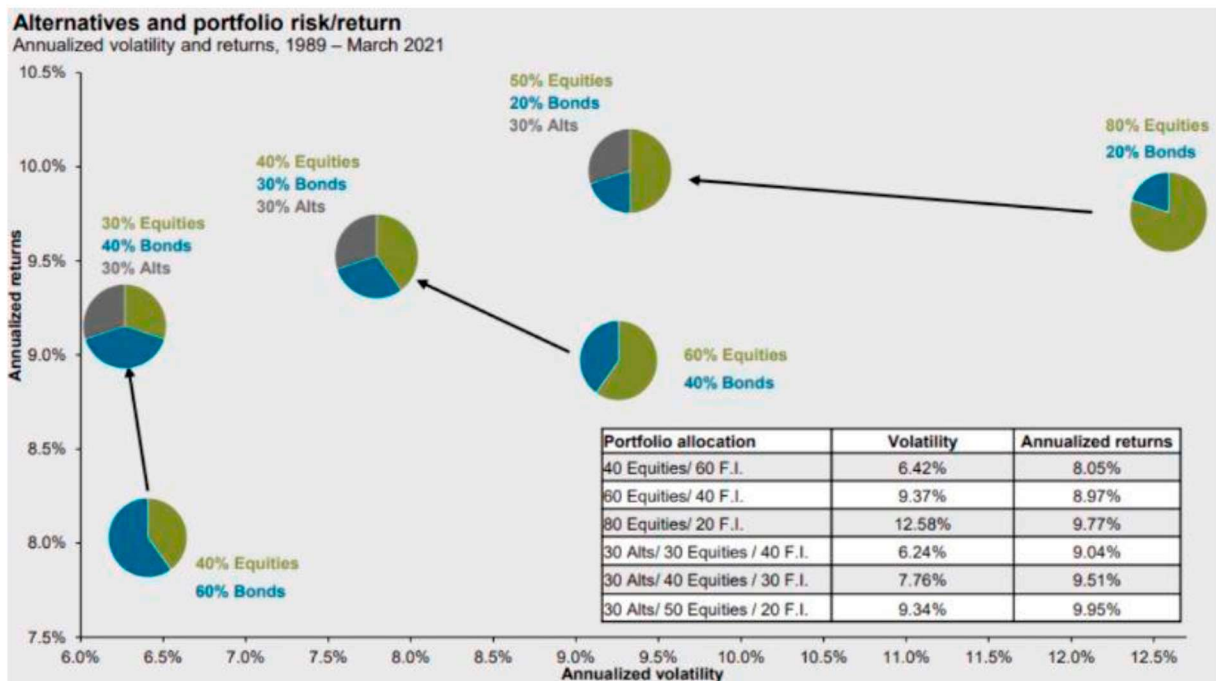
Até a publicação do artigo de Markowitz, o método adotado pelos investidores direcionava suas escolhas sobre um ativo em que oferecesse o maior retorno esperado, sem levar em consideração qualquer outro parâmetro. Com a MPT, ampliou-se o foco da análise financeira por incluir mais um parâmetro para a tomada de decisão dos investidores além do retorno esperado: o risco.

Define-se risco como a possibilidade de perda financeira. Assim sendo, os ativos considerados mais arriscados são aqueles que oferecem maiores possibilidades de perdas financeiras. Adicionalmente, a palavra risco é também usada como sinônimo de incerteza e refere-se à variabilidade dos retornos associados a um ativo. Este parâmetro pode ser analisado tanto em nível de um ativo individual como de um portfólio de investimentos, isto é, um grupo de ativos (GITMAN, 2004).

Desde a criação da MPT, muito se discute como o risco é medido, quanto cada ativo específico traz de risco para o portfólio, de que forma é recompensado e o quanto de risco se deve assumir ao montar um portfólio de investimentos. Sendo assim, um bom modelo de risco e retorno deve oferecer: uma medida universal de risco, que possa ser aplicável para todos os investimentos, sejam eles tradicionais ou alternativos, pois os investimentos vão competir entre eles pelo capital que o investidor tem disponível. É necessário também um padrão de medidas de risco que seja possível analisar e comparar. Ser mensurável a ponto de que a medida de risco possa se traduzir em retorno esperado, e esta medida seja o parâmetro, sendo possível identificar se o investimento é bom ou ruim, se ele vai conseguir superar o investimento médio (DAMODARAN, 1997).

Nesse sentido, William Sharpe introduziu em 1964 o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), que atualmente é amplamente usado pelos investidores, no qual se formaliza a relação que deve existir entre os retornos dos ativos e os riscos ao construir uma carteira de acordo com a análise de média-variância. No CAPM, a variância é a única medida de risco adotada pelos investidores, logo, se o investidor tiver que escolher o investimento com o mesmo desvio-padrão, mas com retornos esperados diferentes, sempre optará pelo que apresentar maior retorno esperado (DAMODARAN, 1997).

FIGURA 3. RISCO X RETORNO DE UM PORTFÓLIO COM INCLUSÃO DE INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS



Fonte: JP Morgan Asset Management (2022).

Na Figura 4, simulações com dados do mercado americano entre 1989 e 2021, utilizando como investimento alternativo os *Hedge Funds*, ativos de *Real Estate* e *Private Equity*, mostram que um portfólio que continha 40% de ativos em renda variável e 60% em renda fixa, teria um retorno anualizado de 8,05%, com volatilidade de 6,42%. Adicionando 30% de ativos alternativos a esse portfólio, mantendo a maior parte ainda em ativos de renda fixa (40%) e o restante em renda variável (30%), seria observado um efeito de aumento expressivo no retorno anualizado, que sobe para 9,04%, com uma volatilidade praticamente estável, levemente mais baixa, de 6,24%. O mesmo acontece nos outros dois exemplos de portfólios que possuem mais

exposição a ações, nos quais há um aumento do retorno anualizado e redução do risco, nesse caso, da volatilidade.

É notável que os investimentos alternativos têm a capacidade de assumir um papel importante nos portfólios dos investidores ao incrementar retorno e diluir o risco. Ao longo dos próximos capítulos, esta pesquisa irá focar no estudo do mercado de obras de arte, apresentando sua estrutura e participantes, expondo a conjuntura atual deste mercado e por fim, analisando a arte como investimento.

## 2 O MERCADO DE OBRAS DE ARTE

Sabe-se que o mercado de arte não é algo novo. As obras de arte estão presentes na trajetória da humanidade há milhares de anos e são fundamentais para o conhecimento que temos sobre diversas culturas antigas. De forma resumida, pode-se dizer que a história das obras de arte inicia-se através da arte rupestre há mais de 40 mil anos atrás, as quais tinham como propósito representar as crenças e os sistemas sociais da época. Após isso, veio o período denominado de arte antiga representado pela arte greco-romana, que se iniciou no período antes de Cristo e tornou-se a base da arte ocidental. Em seguida, têm-se o período da Idade Média no qual há o domínio da religião católica sobre a arte. Aproximadamente na década de 1860, surge o impressionismo que foi até a morte de Monet em 1926, após isso passou-se pela arte moderna que durou até meados da década de 1950 e, as obras feitas após esse período foram chamadas de pós-guerra e contemporânea (HODGE, 2021).

O objetivo deste capítulo é iniciar os estudos a respeito do mercado de obras de arte, compreendendo as peculiaridades deste mercado, para avançarmos na análise das obras de arte como um ativo financeiro para investimento. Para isso, segue-se uma abordagem microeconômica do mercado em questão, discorrendo sobre a dinâmica da oferta e demanda, expondo os principais agentes e a importante questão da precificação das obras de arte. Por fim, apresenta-se a conjuntura atual do mercado, discorrendo a respeito dos países mais relevantes, os setores de obras mais vendidas e o desenvolvimento do mercado online nas vendas de obras de arte.

### 2.1 ABORDAGEM MICROECONÔMICA DO MERCADO DE OBRAS DE ARTE

Segundo Pinho (1988), em meados do século XIX na França, o sistema acadêmico, representado pela Academia de Belas-Artes monopolizava todos os meios de produção artística, dificultando a prática da concorrência típica do mercado. Somente em 1863, com a autorização de Napoleão III da colocação das obras de artistas que não foram aceitos na Academia no “Salão dos Recusados”, que começaram a surgir diversas inovações no mercado de obras de arte para aquela época, como: exposições individuais e coletivas não só em galerias na França, criação de revistas especializadas, aquisição antecipada da produção dos artistas,

organização de uma rede de distribuição das obras e a abertura de filiais de grandes galerias europeias e norte-americanas.

Diante deste cenário, no início do século XX, os comerciantes de arte começaram a enxergá-la como um investimento capaz de oferecer um retorno significativo. Juntamente a isso, surge um novo público comprador, a burguesia, que viu a possibilidade de adquirir símbolos de status e poder através das obras de arte. Conseqüentemente, a produção artística passa a ser submetida às leis gerais da economia: ao invés de o artista trabalhar para atender uma demanda prévia (da Igreja ou dos nobres), produz para o mercado. A relação de encomenda e execução transforma-se em relação de oferta e procura e o mercado de obras de arte passa a enfrentar três problemas fundamentais e determinados pela lei da escassez, que toda sociedade econômica encontra: o que produzir, como produzir e para quem produzir (PINHO, 1988). Dessa forma, a cadeia produtiva da arte desenvolveu-se para quatro estágios: produção, distribuição, valorização e consumo.

A fase de produção, exercida exclusivamente pelo artista, é caracterizada por não haver barreiras de entrada, pois qualquer um que pretende ser artista pode produzir uma obra. Além disso, a oferta de pinturas pode ser considerada como absolutamente inelástica por ser um bem singular, visto que mesmo que um artista repita os temas de seus quadros, estes não serão totalmente iguais. Na prática, entretanto, esta inelasticidade poderá ser alterada por meio de falsificações, geralmente feitas em obras de arte com alta cotação no mercado, ou através da internet (PINHO, 1988).

A fase de distribuição se dá quando as obras são promovidas e tornam-se acessíveis a compradores através de galerias, feiras e bienais, leilões e outros, que tem como papel principal expor o que está sendo ofertado pelos artistas além de trazer novidades do mercado ao público. Através dessa etapa, a obra passa pela fase de valorização, pois os possíveis compradores irão analisá-la e, por fim, podem comprá-la (ZORLONI, 2013).

A respeito das galerias de arte, estas são responsáveis por exibir ao público obras de artistas conhecidos, impulsionar a carreira de jovens artistas ou recuperar o nome daquele que ficou em segundo plano. Há três principais tipos de galerias: a galeria comercial, podendo ser públicas ou privadas, nas quais são exibidas obras de artes a fim de um comprador adquirir as peças para que a galeria e o artista possam receber uma parte da receita; a segunda categoria são as cooperativas, uma iniciativa

gerida por um grupo de artistas, onde estes dividem custos e responsabilidades, mas com a possibilidade de obter maiores lucros uma vez que não há intermediários; por fim, há as galerias sem fins lucrativos que recebem seu financiamento através de concessões e doações, e que, para os artistas, há um repasse menor de comissão comparado com as galerias comerciais, mas a exibição de sua arte é baseada em mérito e não influência.

Outro agente que contribui para as vendas de obras de arte, são as casas de leilão, segmento dominado duas casas, Christie's e Sotheby's, ambas de origem inglesa e fundadas no século XVIII. Os leilões tem como objetivo maximizar seu lucro vendendo as obras de arte pelo maior preço possível. Estes podem ser feitos de maneiras distintas, sendo a mais tradicional a forma americana na qual a obra é exposta por um preço, os possíveis compradores vão dando lances maiores que o preço inicial e a obra é vendida para o maior lance (ZORLONI, 2013).

Ainda na etapa de distribuição, figuram-se as feiras e bienais como um local com o objetivo de expor durante vários dias o que há de melhor no mundo da arte. Para os compradores, são uma alternativa aos leilões para se obter bons trabalhos de artistas renomados e para os galeristas é uma forma de poder expor suas melhores obras, expandir o seu mercado e obter novos clientes. Entre as principais feiras do mundo, destaca-se a Art Basel, considerada a mais importante atualmente, fundada em 1970 na cidade de Basel na Suíça, mas presente também em Hong Kong e Miami. No Brasil, pode-se evidenciar a SP-Arte, a feira de arte mais antiga do país, e a ArtRio, Feira Internacional de Arte do Rio de Janeiro, como os principais festivais de arte do Brasil e da América Latina.

Vale ressaltar que as feiras são de extrema importância para o mercado de obras de arte pela capacidade de reduzir os custos de transação tanto para os vendedores quanto para os compradores pelo fato de durarem diversos dias. Do lado dos galeristas, há uma concentração de clientes e uma potencial venda de todas as obras que foram levadas à feira. E do lado dos compradores, há a concentração de inúmeros fornecedores das mais distintas obras de arte em um só local.

Por fim, na etapa de consumo, encontram-se os compradores privados e os compradores públicos. Dentre os compradores privados destacam-se aqueles que adquirem uma obra de arte com a intenção de obter um retorno futuro a partir de sua valorização, chamados de investidores, e aqueles que compram uma arte por paixão, estética, *hobby* ou status, considerados como colecionadores e caracterizados pelo

seu poder aquisitivo, continuidade de compras e preferências. No lado dos compradores públicos, encontra-se o Estado, que compra obras de arte a fim de destiná-las a museus, centros culturais e escolas de arte tornando o acesso à arte mais democrático.

### 2.1.1 A precificação das obras de arte

A fim de entender a dinâmica da precificação das obras de arte torna-se necessário compreender que uma produção artística, assim como outros produtos comercializados em outros mercados, gera utilidade aos seus consumidores, seja pelas qualidades do trabalho (valor estético), seja pelo status que se adquire ao possuir uma obra de arte (valor social) ou seja pelo benefício monetário que a obra poderá proporcionar (valor de investimento) (VELTHUIS, 2003).

Sob a perspectiva da teoria econômica, o mercado de obras de arte não pode ser reduzido a um mercado convencional, em que as leis de oferta e demanda são capazes de determinar os preços praticados com relativa precisão, visto que é levado em consideração elementos não econômicos na avaliação das obras. Desse modo, os economistas não são capazes de utilizar o mesmo arcabouço teórico e instrumental da microeconomia para analisar o preço de uma obra de arte. O mercado de arte possui características de precificação que lhe são próprias, sendo uma das principais o fato de ser essencialmente orientado pelo lado da oferta. Como comentando na seção anterior, a oferta de obras de arte pode ser considerada totalmente inelástica, pois ainda que haja muita demanda, sempre haverá um número limitado de obras disponíveis para compra (especialmente no caso de artistas já falecidos).

E é essa inadequação do mercado de arte aos instrumentos econômicos tradicionais que desperta o interesse dos economistas à análise dos determinantes do preço de um trabalho artístico. Zorloni (2013) afirma que, mesmo o mercado de arte não se encaixando na dinâmica de oferta e demanda da teoria econômica convencional, é possível estudar os critérios e variáveis que compõem a precificação, sendo o principal deles a reputação do artista, a qual se expressa através das informações que historiadores de arte, críticos, curadores e comerciantes fornecem sobre o artista. Sob o ponto de vista do comprador investidor, a principal característica levada em consideração é a reputação de toda a cadeia produtiva da arte, isto é, a

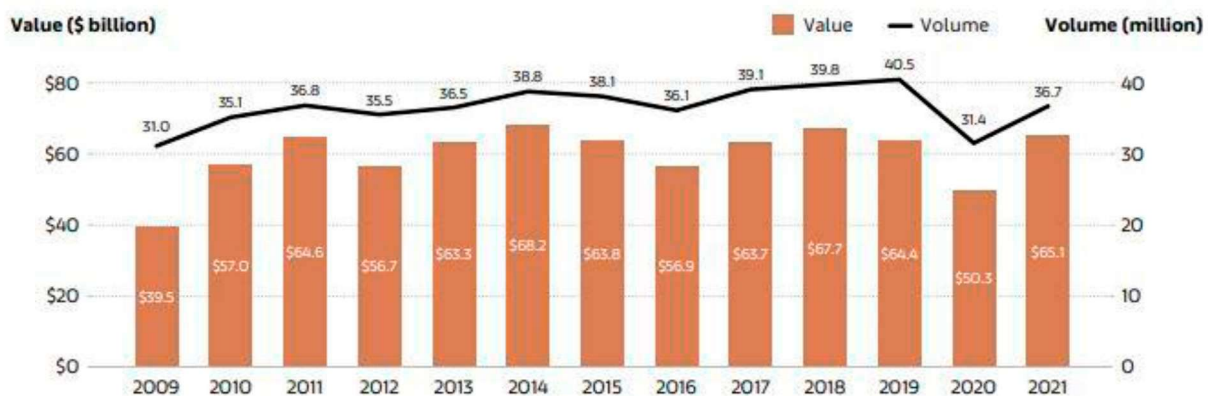
reputação do artista, do galerista, dos críticos e do colecionador que estava de posse da obra (caso seja uma revenda) e, caso a venda ocorra via leilão, é levado em consideração a reputação da casa.

## 2.2 CONJUNTURA ATUAL DO MERCADO DE OBRAS DE ARTE

Ao se analisar o mercado internacional de obras de arte, percebe-se que este mercado é regido por uma hierarquia de países, tal como acontece com tantos outros mercados. Temos assim, o mercado dos EUA liderando com 43% das vendas mundiais, seguido dos mercados da China com 20% e Inglaterra com 17%, segundo o Relatório The Art Market, produzido em 2022 pela Art Basel em parceria com o grupo suíço UBS. E tal domínio se faz presente em diversos aspectos, tanto sob o viés da demanda – aqui compreendido como os países que mais importam obras de arte possuindo, assim, um protagonismo no consumo dessas obras – quanto no viés da oferta – aqui compreende-se que a oferta se relaciona diretamente com o produtor da obra e acredita-se na influência que a nacionalidade desse artista impacta no mercado.

Em termos de setores, continuam a ser o período pós-guerra e arte contemporânea a representar a maioria das vendas, totalizando US\$ 6,7 bilhões, contabilizando 55% do valor de vendas globais, seguindo-se a Arte Moderna com um total de US\$ 2,7 bilhões, 22% das vendas mundiais (ARTBASEL & UBS, 2022).

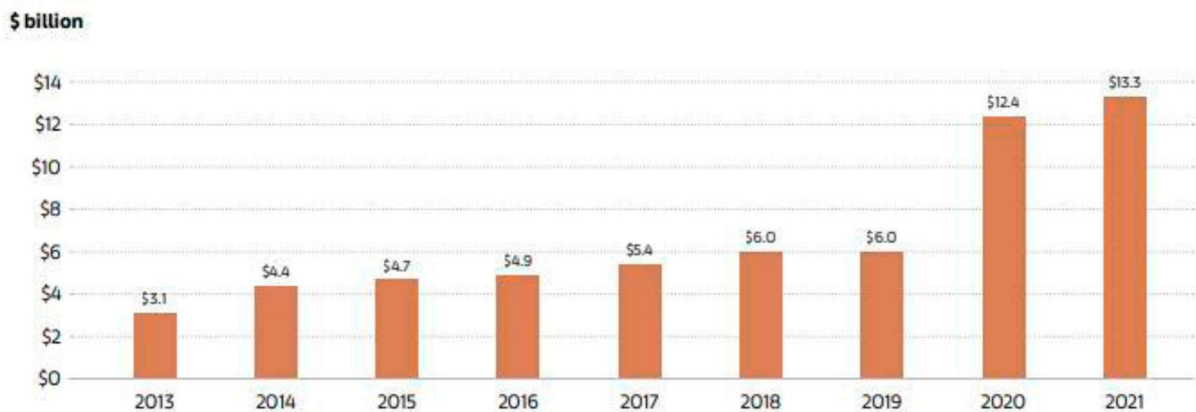
FIGURA 4. VENDAS NO MERCADO GLOBAL DE ARTE DE 2009 A 2021



Fonte: The Art Market 2022 (Art Basel & UBS)

Pela figura 5, pode-se inferir que as obras de arte também estão suscetíveis à influência de crises e ciclos de mercado, assim como diversos outros ativos de investimento. Com a crise de 2008, uma das maiores crises financeiras do mundo, de acordo com dados do relatório da Art Basel & UBS, o mercado de obras de arte viu o valor de vendas global decrescer 36% em 2009, comparando ano contra ano, se recuperando fortemente a partir de 2010. Em 2020, a queda foi menos expressiva em relação ao nível pré-pandêmico, de 22%, retomando as vendas em 2021 devido à adaptação dos *players* do mercado de obras de arte ao ambiente online, elevando o nível a valores superiores ao ano de 2019.

FIGURA 5. VENDAS ONLINE DE ARTE E ANTIQUIDADES DE 2013 A 2021

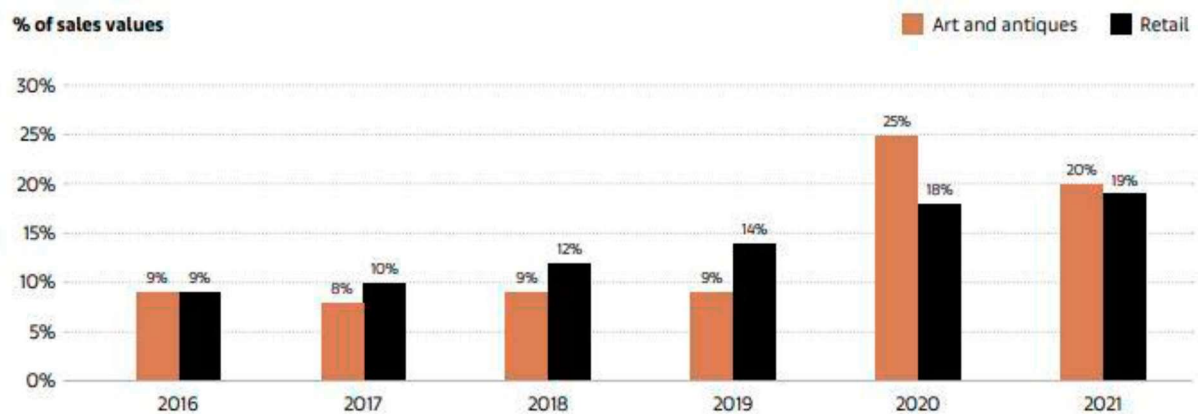


Fonte: The Art Market 2022 (Art Basel & UBS)

Ainda sob a perspectiva das vendas, o mercado online também ganhou destaque nos últimos anos, sendo considerado um dos mais importantes desenvolvimentos do mercado de obras de arte por conseguir reduzir consideravelmente o impacto da pandemia. Em 2020, enquanto o mercado global de arte estava em queda pelo fato de empresas, eventos e viagens estarem impedidas de operar, as galerias e as empresas de leilão viram que redirecionar as vendas de arte para o meio online era crítico para sua sobrevivência e, como resultado, as vendas online de arte bateram o recorde atingindo US\$ 12,4 bilhões, dobrando o valor de 2019, como exposto na figura 6. Em 2021, as vendas online cresceram 7% atingindo o valor de US\$ 13,3 bilhões, representando 20% do valor total vendido no mercado de arte, uma queda de 5% em relação ao ano anterior, mas ainda mais que o dobro do nível de 2019. Um fato curioso, apresentando na figura 7 abaixo, é que as

vendas online de obras de arte superaram as vendas online do varejo em geral em 2021 e 2022.

FIGURA 6. PARTICIPAÇÃO DAS VENDAS ONLINE NO MERCADO DE OBRAS DE ARTE VERSUS VAREJO EM GERAL DE 2016 A 2021



Fonte: The Art Market 2022 (Art Basel & UBS)

Uma outra tendência potencializada pela pandemia do COVID-19 foi o consumo das artes digitais, representadas majoritariamente pelos *Non Fungibles Tokens* (NFTs), um criptoativo colecionável localizado em uma *blockchain*, representando um ativo exclusivo podendo ser um trabalho artístico, música, vídeos, entre outros. Nos últimos dois anos, o valor de venda de NFTs relacionados à arte atingiu a marca de US\$ 2,6 bilhões, segundo relatório da Art Basel. A título de curiosidade, em 2021, a Christie's leilou um dos NFTs mais caros do mundo, o “*Everydays: The First 5000 days*” do criador Beeple pelo valor de US\$ 69,34 milhões, de acordo com reportagem da Revista Exame (2022).

Como consequência dessa evolução do mercado online nas vendas de trabalhos artísticos e o crescimento da popularidade dos NFTs nos últimos anos, o interesse pelas obras de arte vem aumentando entre diversos segmentos de colecionadores e investidores. O relatório da Art Basel em conjunto com o UBS mostra que os colecionadores *High Net Worth* (HNW) destinaram 11% do valor total gasto em arte em 2021 à arte digital e que os jovens da geração Z e os *millenials* vem avançando no consumo desse ativo, com 5% e 4%, respectivamente, gastando mais de US\$ 1 milhão.

Esta entrada de novas gerações por meio das artes digitais, as galerias e casas de leilão adotando a estratégia de vendas *omni channel*, ou seja, abordando os

consumidores de forma física e online, e os avanços tecnológicos destes meios de comunicação, permitem a diminuição do risco de liquidez do mercado de obras de arte, contribuindo para a tomada de decisão do investidor em incluir as obras de arte no portfólio, como será exposto no próximo capítulo.

### 3 A ARTE COMO INVESTIMENTO

Atualmente, há uma gama enorme de produtos financeiros oferecidos ao investidor, entre os principais estão as ações, os títulos de dívida, fundos de investimento, ativos de *Real Estate*, criptomoedas, entre muitos outros. Em todo o caso, os ativos escolhidos para compor o portfólio de investimentos deverão passar por uma criteriosa análise de risco-retorno. Além disso, o fácil e rápido acesso às informações sobre o mercado, os custos de transação e a liquidez do ativo são características importantes que deverão ser ponderadas antes de investir.

Há dois anos, os investidores vivenciaram uma das maiores crises mundiais, a pandemia da COVID-19. Em março de 2020, o Ibovespa, principal índice da Bolsa de Valores brasileira (B3), atingiu os 63.569 pontos. Na época, a Bolsa passava por uma sequência de *circuits breakers*, no auge do pânico com a pandemia. Ao longo de um ano, o Ibovespa teve uma forte recuperação, atingindo os 114.978 pontos no dia 22/03/2021, 80,8% acima do nível de um ano antes. Logo após, ainda durante o mês de março de 2021, o mundo observou o cargueiro Ever Given encalhar no Canal de Suez, causando o bloqueio de uma das principais rotas marítimas comerciais do mundo e conseqüentemente atingindo negativamente as Bolsas de Valores ao redor do globo. Mais recentemente, a guerra entre Ucrânia e Rússia vem contribuindo para o aumento da inflação global, que já vinha em uma crescente devido o descompasso nas cadeias de suprimentos causado pela crise do coronavírus, afetando negativamente o crescimento econômico dos países, que é refletido no mercado de investimentos.

Em meio a esse contexto conturbado, os investidores buscam minimizar o risco e manter a valorização de seu portfólio de investimentos utilizando-se de estratégias de diversificação, as quais engloba a alocação em ativos alternativos, permitindo que as obras de arte comecem a ser vistas como opção de investimento.

Nos últimos anos, a evolução dos meios de comunicação e de transporte, possibilitou a troca de informações e deslocamentos extremamente rápidos entre colecionadores, investidores e compradores em geral, resultando em uma crescente procura pelas obras de arte. Dessa forma, acentua-se a escassez das produções artísticas mais demandadas em razão de sua singularidade, elevando assim as cotações de determinados pintores e temas.

A fim de mensurar a variação de preço e valorização das obras de arte ao longo do tempo, os economistas Michael Moses e Jianping Mei elaboraram um índice de preços, cuja metodologia baseia-se no mapeamento do preço de obras de arte comercializadas – considerando vendas e revendas – desde 1875 pelas casas de leilão. Tais obras são separadas em três categorias: obras americanas pintadas entre 1750 e 1950, pinturas impressionistas e modernistas, *old masters* e pinturas do século XIX (MEI; MOSES, 2002). Hoje em dia, este índice é utilizado pela casa de leilão Sotheby's devido à possibilidade que o índice fornece para uma compreensão do mercado, da evolução de cada artista e período e, principalmente, serve como respaldo para os investidores de arte quanto à aquisição de obras enquanto investimento.

FIGURA 7. COMPARATIVO DE RETORNO HISTÓRICO ENTRE ÍNDICES DE ATIVOS ALTERNATIVOS

YoY returns	2019	2020	CAGR 2010-20	Historical returns
Liv-ex 100 Index	-1.5%	-1.4%	0.3%	5.70%
HAGI Top Index	-1.5%	0.0%	11.4%	11.40%
Sotheby's Mei Moses Art Index	-5.7%	0.9%	0.9%	8.40%

Fonte: Art Tactic & Deloitte (2021)

A figura 8, retirada do relatório *Art & Finance 2021* elaborado pela Art Tactic em conjunto com a Deloitte, mostra os retornos de uma seleção de ativos alternativos colecionáveis: obras de arte, representadas pelo *Sotheby's Mei Moses Art Index*; carros clássicos, retratados pelo *HAGI Top Index*; e os vinhos, evidenciados no *Liv-ex 100 Index*. Nota-se que, em 2020, estes ativos conseguiram praticamente manter seu valor, por se beneficiarem do aumento de liquidez proporcionado pelos governos e do crescimento da renda dos colecionadores *High Net Worth*. Historicamente, apresentam um retorno positivo, mas não tão alto quanto outros ativos tradicionais ou alternativos. Vale ressaltar que os retornos históricos se referem a 2001-2020 para o *Liv-ex 100 Index*, 2010-2020 para o *HAGI Top Index* e 1950-2020 para *Mei Moses*.

Acrescentando a esta tendência de valorização, as obras de arte vêm se mostrando um ótimo ativo para diversificação devido sua baixa correlação com outros ativos financeiros, proporcionando a redução do nível de risco da carteira de investimentos.

Diversos autores demonstraram que a correlação entre a arte e ativos de investimento tradicionais, como ações, títulos de dívida do governo e corporativo, *commodities*, entre outros, é baixa e em alguns casos negativa. Buss (2010) compilou toda a literatura existente a respeito deste tema e elaborou uma tabela apontando a correlação da arte frente aos principais ativos financeiros, representada na figura 9 abaixo.

FIGURA 8. CORRELAÇÕES ENTRE A ARTE E OS PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS.

Correlation	Art	Correlation coefficient
Stock	Stein (1977):	0.24
	Goetzmann (1993):	0.67
	Mei & Moses (2002):	0.04
	Campbell (2005; 2008):	0.025; 0.047
	Agnello (2006):	0.23
Govern. Bonds	Goetzmann (1993):	0.29
	Mei & Moses (2002):	-0.15
	Agnello (2006):	0.07
	Campbell (2008): US; UK	-0.03; -0.063
Corp. Bonds	Mei & Moses (2002):	-0.10
	Campbell (2008):	-0.013
Commodity	Campbell (2005; 2008):	0.044; 0.091
Real estate	Campbell (2005): US; UK	-0.014; 0.035
Hedge funds	Campbell (2008):	-0.053

Fonte: Buss (2010)

Ao analisar a correlação entre ativos, três cenários são possíveis: positiva, neutra ou negativa. No primeiro caso, quando o valor em um mercado sobe, o valor no outro mercado também tende a subir. Na segunda situação, não existe correlação entre os ativos, ou seja, estes não possuem nenhuma relação entre si e os movimentos de mercado são independentes. Por último, quando a correlação é negativa, traduz-se na subida de valor em um dos mercados e na descida do mesmo no outro. Os investidores buscam a diversificação, que é um dos principais princípios na gestão de carteiras de investimento, através da combinação de diferentes tipos de

ativos com diferentes movimentações de mercado, isto é, que não possuem a mesma direção ao mesmo tempo.

Campbell é um dos autores mais referenciados no que tange aos estudos das correlações das obras de arte, tendo realizado investigações com os principais ativos financeiros, como evidenciado na Figura 9. Os trabalhos do autor encontraram correlação positiva e próxima de zero em relação as ações e no restante dos ativos a correlação foi negativa, indo em linha também com os estudos dos economistas Michael Moses e Jianping Mei, demonstrando a possibilidade das obras de arte em reduzir o risco de uma carteira de investimentos.

Além da expectativa de ganhos financeiros e diversificação do risco, pode-se considerar o prazer estético como uma motivação de consumo das obras de arte. Ainda assim, mesmo que a compra esteja pautada apenas no valor estético, o colecionador deve analisar a obra com o olhar de investimento, ou seja, avaliar a notoriedade do pintor, as características da pintura, o histórico e o estado de conservação, por exemplo.

Entretanto, apesar de suas vantagens financeiras e estéticas, o investidor de obras de arte está sujeito a vários riscos, como oscilações de preços decorrentes de variação da moda e da conjuntura econômica internacional, a possibilidade de adquirir um quadro falso, ser furtado ou roubado, a falta de regulamentação do mercado e a baixa liquidez. No caso dos *Non Fungible Tokens*, a alta volatilidade pode ser um catalizador do aumento do risco de um portfólio de investimento. Mais recentemente, os colecionadores dos NFTs viram a desvalorização deste ativo disparar devido ao efeito das tensões geopolíticas e o medo de recessão causado pelo avanço da inflação nas economias ao redor do globo que levaram a uma queda generalizada dos criptoativos. Além disso, destaca-se o risco de falsificações, esquemas “*pump and dump*” (aumento artificial da demanda) e golpes comuns do meio eletrônico como o *phishing*. Por esse motivo, o investidor não deve olhar cada ativo isoladamente, mas sim analisar qual a sua contribuição ao seu portfólio de investimento.

Por fim, vale destacar algumas formas do investidor incluir as obras de arte na carteira de investimentos, além de adquiri-las fisicamente através de galerias, casas de leilão ou diretamente com o artista. Entre estes veículos de investimento estão os fundos de investimento em arte e os derivativos.

Os fundos de investimento em arte é uma alternativa para aqueles investidores que querem ter exposição ao mercado de obras de arte, mas não

possuem conhecimento especializado e preferem ter um gestor profissional realizando as compras e vendas do ativo. No Brasil, o primeiro fundo destinado às obras de arte foi o Brazil Golden Art, lançado em 2010 pela gestora Plural Capital, que na época mais de 70 investidores aplicaram juntos em torno de R\$ 40 milhões. Atualmente, o fundo possui mais de 500 obras de arte de mais de 300 artistas brasileiros, entre nomes consagrados no mercado e artistas emergentes. Ainda neste universo dos fundos de investimentos em arte, há as plataformas de *crowdfunding*, onde o investidor torna-se proprietário de uma parte das obras de arte administradas pela gestora e é remunerado a partir da venda das obras que compõe o acervo do fundo.

Os derivativos, um instrumento comum no mercado de investimento atualmente, são utilizados pelos investidores para proteção (*hedge*) de riscos recorrentes de grandes variações de preços de um determinado ativo ou para adquirir risco através de especulação. Hoje em dia, existem vários tipos de derivativos, entre os quais destaca-se as opções e os contratos futuros (SILVA, 2015).

No caso das opções, o investidor tem o direito, mas não uma obrigação, de comprar (*call option*) ou vender (*put option*) um ativo numa determinada data a um preço previamente fixado (SILVA, 2015). Nas obras de arte, um contrato de opção sobre um artista dá ao comprador a opção de escolher em uma data futura uma obra do portfólio. Este processo é amparado por cláusulas que protegem o investidor no caso de o artista parar de produzir ou em caso de morte prematura em relação à data de conclusão do contrato. Em resumo, se a obra do artista despertar o interesse do mercado o investidor terá feito um bom negócio, porém se o artista ficar aquém das expectativas, o investimento terá sido em vão (CASCIATO, 2010).

Outra alternativa dentro dos derivativos são os contratos futuros, nos quais, ao contrário de um contrato de opção em que o comprador tem opção de escolha na compra do produto final, em um contrato de futuros tanto o vendedor quanto o comprador têm uma obrigação com a sua contraparte (SILVA, 2015). Os contratos futuros podem ser objeto de liquidação física (situação em que o vendedor entrega a mercadoria vendida) ou liquidação financeira (situação em que não há entrega física da mercadoria, mas somente um acerto de contas em função do preço de mercado do ativo na data da liquidação). No mercado de arte, este instrumento foi criado em 2016 pela *Londrina Passion Investment Exchange*, no qual os contratos são liquidados financeiramente, onde a obra é vendida a uma terceira parte em leilão e o valor da liquidação é exatamente o valor leilado. Uma das vantagens desse instrumento é o

fato de os investidores adquirirem apenas uma posição do mercado de arte, sem a preocupação da aquisição e manutenção de uma obra de arte por longos períodos de tempo, ao mesmo tempo que diversificam o risco de sua carteira.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo, buscou-se investigar as artes pictóricas sob a ótica não só como um bem de consumo para colecionadores, mas sim como um bem de investimento, com características relevantes para compor uma carteira de investimentos.

Na atual sociedade tecnológica, o entendimento sobre o mercado de obras de arte vem mudando. As galerias de arte e casas de leilão voltando-se para o ambiente online, as artes digitais se popularizando até mesmo entre os consumidores *High Net Worth* (HNW), e novas gerações estão começando a consumir arte. Dessa forma, a arte torna-se mais acessível, deixando de ser privilégio de apenas alguns segmentos sociais e de determinados países. Além disso, está sendo contemplada a nível mundial e a baixo custo para o consumidor devido a evolução dos meios de comunicação. Como consequência, o mercado de obras de arte vem se ampliando e modificando-se com novas estratégias de oferta e demanda e passando a ser visto como uma opção de investimento.

Neste prisma, apesar das obras de arte apresentarem um retorno moderado, até mesmo abaixo de ativos típicos de investimento tradicional, e alguns riscos próprios deste mercado, quando se olha para o mercado de arte como um possível investimento, o investidor deve saber que este mercado constitui um conjunto de vários segmentos independentes e únicos definidos por artistas e gêneros, tornando-as atrativas devido à sua baixa correlação com os outros ativos financeiros, possibilitando uma diluição do risco da carteira de investimentos.

Por fim, como recomendação a próximos estudos, é válido investigar o efeito psicológico do investidor na tomada de decisão ao adquirir uma obra de arte para investimento, utilizando instrumentos da Economia Comportamental. De acordo com o exposto ao longo deste trabalho, a decisão de adquirir uma obra de arte também envolve características subjetivas, que vão além de uma análise risco-retorno, e que podem influenciar uma tomada de decisão para inclusão em um portfólio.

## Referências Bibliográficas

ANBIMA. **Boletim do Mercado de Capitais**, 2022. Disponível em:

[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm) . Acesso em: 10 jul. 2022.

ART & FINANCE REPORT. ART TACTIC & DELOITTE, 2021. Disponível em:

<https://arttactic.com/product/deloitte-arttactic-art-finance-report-2021/> . Acesso em: 13 ago. 2022.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 12 ed. 2014.

B3. A Bolsa do Brasil. 2022. Disponível em: [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acesso em: 10 jul. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2022. Disponível em: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em: 10 jul. 2022.

BUSS, M. **Art as an Alternative Investment during the Global Financial Crisis: The Case for the Dutch Art Market**. School of Business & Economics. Maastricht University, 2010.

CARRETE, L. S.; TAVARES, R. **Mercado Financeiro Brasileiro**. São Paulo: Atlas, 1 ed. 2019.

CARVALHO, F. B. **A Importância do Mercado de Capitais: considerações das teorias econômica e financeira**. Monografia de graduação (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade Estadual Paulista “Julio Mesquita Filho”, Araquara, 2014.

CASCIATO, PAUL (2010). **Even buying art with new financial product**.

Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-finearts-derivatives/even-buying->

art-is-art-with-new-financial-product-idUSTRE64G4F320100517. Acesso em: 13 set. 2022

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. 2022. Disponível em: [www.investidor.gov.br](http://www.investidor.gov.br). Acesso em: 16 jul. 2022.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos**. Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Tradução de Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DORNELAS, L.N.D.; TERRA, F.H.B. **SELIC: o mercado brasileiro de dívida pública**. Campinas, SP: Alínea, 2021.

DUDLEY, W. C.; HUBBARD, R. G. **How Capital Markets Enhance Economic Performance and Facilitate Job Creation**. Global Markets Institute. Goldman Sachs. 2004.

EXAME. Disponível em: [www.exame.com](http://www.exame.com). Acesso em: 06 ago. 2022

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. Pearson, 10 ed. 2004

GOVERNO FEDERAL. Disponível em: [www.gov.br](http://www.gov.br). Acesso em: 10 jul. 2022.

HODGE, S. **Breve História da Arte**: um guia de bolso para os principais gêneros, obras, temas e técnicas. Olhares, 1 ed. 2021.

JP Morgan Asset Management. **Guide to Alternatives**. Disponível em: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-alternatives/>. Acesso em: 10 jul. 2022

LEVINE, R. Stock Markets: a spur to economic growth. **World bank's jornal finance & development**. 1997.

MARKOWITZ, H. M. **Portfólio Selection**. Journal os Finance, 1952.

MCANDREW, C. **Fine Art and High Finance. Expert advice on economics of ownership.** Nova York, Bloomberg Press, 2010.

MEI, J; MOSES, M. Art as na investment and the underperformance os masterpieces. **The American Economic Review**, 2002.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais.** Fundamentos e técnicas. São Paulo: Atlas, 7 ed. 2014.

PINHO, D. B. **A Arte como Investimento.** A Dimensão Econômica da Pintura. São Paulo: Nobel: Editora da Universidade de São Paulo. 1988.

PwC Brasil. **Mercados de Capitais em 2030.** O futuro dos mercados de ações. Disponível em: [www.pwc.com.br/pt/auditoria/mercado-capitais/mercados-capitais-2030.html](http://www.pwc.com.br/pt/auditoria/mercado-capitais/mercados-capitais-2030.html). Acesso em: 3 jul. 2022

SILVA, MIGUEL GOMES. **Bolsa.** Investir nos Mercados Financeiros. Lisboa: Bookout, 4ed. 2015

SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions os Risk. **The Journal of Finance**, 1964.

THE ART MARKET REPORT. ART BASEL & UBS, 2022. Disponível em: <https://www.ubs.com/global/en/our-firm/art/collecting/art-market-survey.html>. Acesso em: 13 ago. 2022

VELTHUIS, O. **Symbolic meanings of prices: constructing the value os contemporary art in Amsterdam and New York galleries.** Theory and Society, v 32, p. 181-215, 2003.

VERSIGNASSI, A. **Crash.** Uma breve história da Economia. Rio de Janeiro: Harper Collins Brasil, 1 ed. 2019.

XP INVESTIMENTOS. Disponível em: [www.conteudos.xpi.com.br](http://www.conteudos.xpi.com.br). Acesso em: 10 jul. 2022.

ZORLONI, A. **The Economics of Contemporary Art. Markets, Strategies and Stardom**. Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. 2013