

Inwestycje na rynku dzieł sztuki

Inwestycje na rynku dzieł sztuki wchodzą w skład bardziej złożonego pojęcia, jakim są inwestycje alternatywne. Inwestycje na rynku dzieł sztuki reprezentują największy segment inwestycji alternatywnych. Na kolejnych miejscach – pod względem zainwestowanych kwot – można wymienić rynek win inwestycyjnych, diamentów, autografów i pamiątek po znanych osobistościach (memorabilia)⁽¹⁾.

Dr hab. prof. SGH Krzysztof Borowski Instytutu Bankowości i Ubezpieczeń Gospodarczych
Autor książki pt. **SZTUKA INWESTOWANIA W SZTUKĘ**,
DIFIN 2013

Elementy charakterystyczne rynku dzieł sztuki

Rynek sztuki charakteryzuje się wieloma cechami, wyraźnie oddzielającymi go od rynku akcji czy obligacji. Jak wynika z badań Deloitte, większość osób, to jest 97 proc., dokonuje zakupu dzieł sztuki z powodów estetyczno-emojonalnych, a około 45 proc. kupujących w celach inwestycyjnych. Do podstawowych wyróżników rynku dzieł sztuki na tle tradycyjnych składników portfela aktywów należą:

- **Niska płynność** – wiele spośród dzieł sztuki charakteryzuje ograniczona płynność. Dziełami sztuki nie handluje się na giełdzie – tak jak ma to miejsce w przypadku akcji lub obligacji. Miejscem

obrotu dziełami sztuki są głównie aukcje i licytacje organizowane przez takie domy aukcyjne, jak Christies, Sotheby's, a w Polsce Rempex czy Polswiss Art. W wielu przypadkach nie dochodzi do zawarcia transakcji – cena wywoławcza jest bowiem zbyt wysoka. W innych zawierane są transakcje między dwoma stronami w drodze umów cywilno-prawnych. Wycena dzieł sztuki w ogromnej liczbie przypadków odbywa się sporadycznie, w trakcie trwania aukcji lub też licytacji, a nie codziennie lub wiele razy w ciągu dnia, jak to ma miejsce na rynkach finansowych. Mankamentem rynku handlu sztuką jest brak globalnej czy nawet krajowej bazy danych o sprzedanych oraz licytowanych obiektach, co pozwoliłoby analitykom i kolekcjonerom na prze-

prowadzanie pogłębionych analiz.

O rynku kolekcjonerskim mówi się, że jest to rynek 3D. Określenie pochodzi od pierwszych liter angielskich słów opisujących sytuację, kiedy przedmiot pojawia się na aukcji:

1. *Death* – śmierć kolekcjonera. Spadkobiercy dokonują sprzedaży odziedziczonych aktywów.

2. *Debts* – długi. Kolekcjoner w obliczu bankructwa decyduje się na sprzedaż dzieła.

3. *Divorce* – rozwód. Przedmiot kolekcjonerski pojawia się na aukcji w momencie przeprowadzania przez parę rozwodu i podziału majątku.

● **Trudność określenia wartości rynkowej inwestycji** – czasem, kiedy konieczne staje się określenie ceny, należy dokonać jej oszacowania. Jeśli w trakcie aukcji lub licytacji, cena przedmiotu nie osiągnęła nawet wartości wywoławczej, nadal nie jest znana rynkowa wartość przedmiotu. W nielicznych przypadkach dochodzi do zawarcia po licytacji tzw. transakcji warunkowej, tj. po niższej cenie niż cena wywoławcza – pod warunkiem, że oferta złożona przez kolekcjonera zostanie zaakceptowana przez właściciela dzieła – w tym przypadku można także mówić o ustaleniu ceny rynkowej dzieła sztuki.

● **Dłuższy horyzont inwestycyjny** – inwestycje na tym rynku charakteryzują się długim horyzontem inwestycyjnym – w przypadku wielu klas inwestycji alternatywnych, często wieloletnim (przyjmuje się, że na rynku obrazów minimalny horyzont inwestycyjny wynosi około pięciu lat). Na pewno nie jest to rynek przeznaczony dla spekulantów, którzy w ciągu kilku godzin czy dni chcieliby uzyskać bardzo wysoką stopę zwrotu.

Utrzymywanie inwestycji przez wiele lat oraz niska płynność są rekompensowane przez wyższe stopy zwrotu realizowane w dłuższych horyzontach czasowych.

● **Nieregularność przepływów pieniężnych generowanych przez dzieła sztuki** – z uwagi na fakt, iż jest to mało płynny rynek, również przychody finansowe z tytułu sprzedaży tych aktywów nie mogą być z góry zaplanowane.

● **Rynek wymagający dużej wiedzy** – ta cecha jest doskonale widoczna na rynku kolekcjonerskim (zwłaszcza na rynku pasji). Kolekcjonerzy muszą opanować ogromny zasób wiedzy w wąskiej dziedzinie zanim staną się w niej ekspertami. Zanim zaczną odróżniać falsyfikaty od prawdziwych przedmiotów, a także zanim będą dobrze orientować się we wszystkich detalach i szczegółach zbieranych przedmiotów. Po latach żmudnych studiów będą umieli także określić ich przybliżoną wartość rynkową.

● **Ograniczenia w dostępie do informacji** – pewna grupa inwestorów zawsze będzie znajdowała się w pozycji uprzywilejowanej w stosunku do innych (asymetria informacji). Fakt ten jest główną przyczyną występowania nieefektywności rynków inwestycji alternatywnych (a zwłaszcza kolekcjonerskiego). Jednak w ostatnich latach obserwuje się coraz szerszy dostęp do informacji, głównie za sprawą Internetu. Wcześniej informacje o cenach uzyskiwanych przez dzieła sztuki w trakcie licytacji nie były publikowane lub też były udostępniane jedynie w katalogach poszczególnych domów aukcyjnych. Nie ma natomiast informacji na temat cen sprzedaży w galeriach dzieł sztuki.

● **Występowanie inwestorów nie maksymalizujących zysku** – są to inwestorzy gotowi zapłacić wysoką cenę, aby tylko wejść w posiadanie upragnionego przedmiotu – przykładowo zapaleni kolekcjonerzy, muzea, a także banki. Ci pierwsi są gotowi wywindować notowania do niebotycznych poziomów, aby nabyć obiekt swoich pożądań, na który czekali wiele

lat zanim pojawił się na aukcji. Muzea posiadają dużą siłę nabywczą – często inwestorzy prywatni nie mogą konkurować z nimi w trakcie licytacji. Banki z kolei dokonują zakupu dzieł sztuki głównie w celach inwestycyjnych – ich kolekcje liczą w wielu przypadkach ponad kilkadziesiąt tysięcy obiektów. Oprócz wyżej wymienionych grup inwestorów należy wspomnieć jeszcze o korporacjach nabywających dzieła sztuki w celu wystroju wnętrz. W ostatnich latach na rynku inwestycji alternatywnych działa coraz więcej wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych, którzy gromadząc środki od wielu inwestorów starają się skutecznie rywalizować z nabywcami indywidualnymi i muzeami, w trakcie licytacji. Często w celu dokonania zakupu na rynku dzieł sztuki inwestorzy indywidualni tworzą konsorcja nabywcze, które działają na zasadzie zbliżonej do Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (po zebraniu kapitału od inwestorów spółka nabywa dzieła, po czym wraz ze wzrostem ich wartości rośnie wartość jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych).

- **Występowanie mód** – w określonych interwałach czasowym większym zainteresowaniem cieszą się pewne klasy lub podklasy aktywów. Ta cecha jest doskonale widoczna na rynku dzieł sztuki. W Polsce od początku XXI wieku ceny obrazów Jacka Malczewskiego i Wojciecha Kossaka osiągają niższe ceny niż pod koniec XX wieku. Popyt inwestorów koncentruje się na sztuce nowoczesnej z lat 60. XX wieku. Innym ciekawym przypadkiem jest to, co zdarzyło się na rynku dzieł sztuki pod koniec lat 80. ubiegłego wieku. Inwestorzy japońscy nabywali wówczas głównie obrazy impresjonistów i postimpresjonistów, doprowadzając w ten sposób do silnego przewartościowania tego segmentu dzieł sztuki.

- **Problem z przechowywaniem** – w przypadku inwestycji na rynku kolekcjonerskim problemem staje się przechowywanie dużych, prywatnych kolekcji w domach kolekcjonerów. Wiąże się to z wysokimi

kosztami ubezpieczenia, zapewnienia odpowiednich warunków przechowywania (np. w przypadku obrazów odpowiednia temperatura, wilgotność powietrza). Dlatego też wielu kolekcjonerów oddaje swoje kolekcje do muzeów, gdzie mogą być podziwiane przez szerszy krąg odbiorców. Z kolei muzea partycypują w kosztach ubezpieczenia i konserwacji oraz dbają o odpowiednie zabezpieczenia eksponatów. Część tych kosztów muzea rekompensują przychodami z tytułu sprzedaży biletów dla zwiedzających.

- **Przedmiot podziwu** – w przypadku dzieł sztuki warto pamiętać, że inwestycje są pieczołowicie przechowywane przez inwestorów, konserwowane i podziwiane. Wszak obcowanie ze sztuką uszlachetnia.

Dlaczego warto umieszczać dzieła sztuki w portfelu inwestycyjnym?

Wspólną cechą rynku dzieł sztuki jest relatywnie mała zależność cen aktywów tej grupy od sytuacji na rynkach finansowych. Ceny na rynku dzieł sztuki często nie podążają za trendami obserwowanymi na rynku, a inwestycje na tym rynku stają się coraz bardziej popularne w przypadku dekoniunktury giełdowej. Ceny prezentują inne charakterystyki cenowe niż tradycyjne klasy aktywów. Przynoszą one stopy zwrotu słabo skorelowane ze stopami zwrotu tradycyjnych aktywów – akcji i papierów wartościowych o stałej stopie procentowej. Właściwie dobrane dzieła sztuki mogą doprowadzić do wzrostu całkowitej stopy zwrotu z portfela inwestycyjnego i to bez ponoszenia dodatkowego ryzyka. Innymi słowy – dodanie dzieł sztuki do portfela inwestycji klasycznych prowadzi do przesunięcia linii portfela efektywnego na mapie dochód/ryzyko.

W tym miejscu warto zauważyć, że w przypadku dzieł sztuki, podobnie jak na rynku akcji, kolekcjonerzy powinni dążyć do dywersyfikacji posiadanego portfela dzieł sztuki. Zatem z ekonomicznego punktu widzenia mniej ryzykowne jest posiadanie kilku obrazów o niższej cenie, niż jednego, bardzo drogiego obrazu. Dodatkowym czynnikiem jest w tym przypadku płynność – zdecydowanie łatwiej sprzedać bowiem kilka mniej cennych dzieł sztuki, niż jedno bardzo drogie.

Ciekawym rozwiązaniem jest proponowanie inwestorom korzystającym z usług *private banking* podziału portfela inwestycyjnego na dwie części: główną i poboczną (satelicką). W części głównej portfela umieszczane są przede wszystkim akcje i obligacje, a w części satelickiej aktywa alternatywne (w tym portfel dzieł sztuki). W procesie budowy portfela inwestycyjnego przyjmuje się, że aktywa alternatywne stanowią od 10 do 20 proc. jego wartości.

Inwestycje na rynku dzieł sztuki (art investing)

Jakie były przyczyny wzrostu zainteresowania dziełami sztuki na przestrzeni ostatnich kilku lat? Odpowiadając na to pytanie można wyróżnić kilka elementów.

Kryzys finansowy na rynku *sub prime*, który rozpoczął się w 2007 roku. Warto podkreślić, że w czasie załamania cen na rynku akcji, rośnie zainteresowanie inwestycjami alternatywnymi. Zależność tę zaobserwowano już w czasie wcześniejszych kryzysów na rynkach papierów wartościowych.

Działalność promocyjna i edukacyjna podmiotów operujących na rynku dzieł sztuki. Wzrost zamożności i świadomości społeczeństwa doprowadził do wzmożonego zainteresowania rynkiem dzieł sztuki. Generalnie obowiązuje zasada, że wraz z wiekiem, wzrostem poziomu zamożności i poziomu wykształcenia inwestora, rośnie jego zainteresowanie rynkiem inwestycji alternatywnych, w tym dzieł sztuki.

Coraz powszechniejszy dostęp do narzędzi inwestycyjnych, w tym także do rynku dzieł sztuki. Na świecie i w Polsce powstaje coraz więcej liczących się galerii, rozwija się też prasa specjalistyczna. Galerie i domy aukcyjne przeprowadzają aukcje również w Internecie, wcześniej rozsyłając zainteresowanym katalogi w formie elektronicznej.

Zwolnienie z podatku dochodowego przy sprzedaży dzieła – w przypadku sprzedaży dzieła po upływie sześciu miesięcy od daty zakupu, w Polsce klienci zwolnieni są od zapłaty podatku dochodowego. Na świecie stosuje się różne rozwiązania prawne opodatkowania zysków z inwestycji na rynku dzieł sztuki.

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych operujących na rynku dzieł sztuki. Liczba funduszy tego

typu jest nie dokładnie znana. W Polsce działa już pierwszy fundusz zamknięty operujący na rynku dzieł sztuki – Abbey House. Jego akcje notowane są na NewConnect. Fundusz specjalizuje się w dziełach polskich artystów i malarzy.

Wzrost obrotów na rynku dzieł sztuki – widoczna jest tendencja do wzrostu wolumenu i wartości sprzedanych dzieł od 2008 r. Jednak spojrzenie na liczbę sprzedanych dzieł w kontekście transakcji giełdowych nie jest już tak optymistyczne. W 2012 roku w trakcie aukcji na świecie sprzedanych zostało około 1,8 miliona dzieł sztuki, podczas gdy w czasie jednej sesji na giełdzie w Londynie zawieranych jest niemal 1,5 miliona transakcji⁽²⁾.

Wprowadzenie usług art bankingu do private bankingu i wealth management. Coraz więcej banków oferuje dla zamożnych klientów usługi inwestowania na rynku dzieł sztuki. W tym celu bank korzysta z pomocy rzeczoznawców, którzy albo razem z klientem albo w imieniu klienta dokonują zakupu określonych przedmiotów w trakcie licytacji. W porozumieniu z klientem bank tworzy portfel inwestycyjny dzieł sztuki klienta. Portfel ten ma realizować określony cel inwestycyjny. ●

1. Na potrzeby artykułu przyjmijmy, że inwestycje na rynku towarów *commodities*, obejmujących metale, rynek energii, produktów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego, zaliczamy do inwestycji klasycznych).
2. Gerlis M. „Is collecting art. as profitable as it is painted”, *Financial Times*, 14.01.2014, s. 9.



Fragment książki
**Sztuka inwestowania
w sztukę**
dra hab. prof. Krzysztofa
Borowskiego
Wydawnictwo Difin, 2013