



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
**UNIVERSITY OF PIRAEUS**

**ΤΜΗΜΑ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Διπλωματική Εργασία

**«Η ΤΕΧΝΗ ΩΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗ»**

Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια: Αθανασία Κατσαούνη

Επιβλέπων Καθηγητής: Δημήτριος Βολιώτης

Τριμελής Επιτροπή:

Δημήτριος Βολιώτης

Γκίκας Χαρδούβελης

Γεώργιος Σκιαδόπουλος

**Πειραιάς Μάρτιος 2019**

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η τέχνη πάντα μονοπωλούσε το ενδιαφέρον των πλουσίων συλλεκτών και των ειδικών σε θέματα τέχνης και ο κύριος σκοπός της ήταν να παρέχει αισθητική ευχαρίστηση και κοινωνική θέση. Τα τελευταία χρόνια, η τέχνη έχει εισαχθεί στην οικονομία ως επενδυτικό προϊόν και είναι πλέον μια δημοφιλής και κερδοφόρα αγορά. Το γεγονός αυτό πυροδότησε το ενδιαφέρον των ερευνητών και οικονομολόγων και αρχίζει πλέον η επίσημη έρευνα, ώστε να διαπιστωθεί αν η τέχνη μπορεί να θεωρηθεί ένα χρηματοοικονομικό προϊόν.

Το ερώτημα που τίθεται είναι αν η αγορά τέχνης μπορεί επάξια να θεωρηθεί χρηματοοικονομική επένδυση, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις παραμέτρους, όπως μέτρηση ρίσκου, εκτίμηση απόδοσης κ.λπ. Η παρούσα εργασία κάνει μια περιήγηση στη μοναδική παγκόσμια αυτή αγορά, μελετά τα χαρακτηριστικά αυτής της αγοράς και εξετάζει μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με την απόδοση της τέχνης ως μια χρηματοοικονομική επένδυση.

Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η τέχνη μπορεί να αποτελέσει μέρος ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, το οποίο θα απασχολήσει στο μέλλον τόσο τους ερευνητές όσο και τους επενδυτές. Σίγουρα, αν επιλέξουμε να επενδύσουμε σε ένα έργο τέχνης ή σε μια σειρά έργων τέχνης, εκτός από τη γνώμη των ειδικών θα πρέπει να βασιστούμε και στη δική μας προτίμηση γιατί το μόνο σίγουρο είναι ότι θα έχει πάντα αισθητική αξία.

**Λέξεις κλειδιά:** διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, εναλλακτική επένδυση, δείκτες τιμών τέχνης, αγορά τέχνης, οίκοι δημοπρασιών, τέχνη ως επένδυση, κίνδυνος τέχνης, εκτίμηση έργων τέχνης, ηδονικές τιμές, επαναλαμβανόμενες πωλήσεις.

## ABSTRACT

Art has always monopolized the interest of rich collectors and art specialists and its main purpose was to provide aesthetic pleasure and social standing. In recent years, art has been introduced into the economy as an investment product and is now a popular and profitable market. This has sparked the interest of researchers and economists, and official research is now under way to see if art can be considered a financial product.

The question is whether the art market can be deservedly considered as a financial investment, taking into account all parameters such as risk measurement, performance appraisal, etc. This thesis attempts a tour in this unique global market, dwells into its characteristics and looks into existing pieces of work related to the returns on investment in art.

The thesis confirms finally that art can indeed be used for portfolio diversification. It is a financial instrument that will be of interest to both researchers and investors in the future.

That said, if we choose to invest in a work of art or a series of works of art, in addition to the opinion of the experts, we should also rely on our own preference because the only certainty is that it will always have an aesthetic value.

**Key Words:** portfolio diversification, alternative investment, art market index, art market, auction houses, art investment, art risk, art valuation, hedonic price, repeated sales.

<b>Πίνακας περιεχομένων</b> .....	<b>3</b>
<b>Πρόλογος</b> .....	<b>6</b>
<b>Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή στην Τέχνη και την Οικονομία</b> .....	<b>7</b>
1.1 Εισαγωγή .....	7
1.2 Η τρέχουσα δομή της αγοράς τέχνης .....	13
1.3 Οι συμμετέχοντες στην αγορά τέχνης.....	16
1.4 Η τέχνη ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο.....	21
1.5 Τέχνη και Οικονομικά .....	22
1.6 Η τέχνη ως επένδυση.....	25
<b>Κεφάλαιο 2 Αξιολόγηση, τιμές και εκτιμήσεις έργων τέχνης</b> .....	<b>27</b>
2.1 Εισαγωγή .....	27
2.2 Εκτιμήσεις και αξία .....	31
2.3 Επιλογή εκτιμητή.....	32
2.4 Προσεγγίσεις και μεθοδολογία της εκτίμησης.....	32
<b>Κεφάλαιο 3 Δείκτες τιμών &amp; Κίνδυνος</b> .....	<b>35</b>
3.1 Εισαγωγή .....	35
3.2 Δείκτες τιμών τέχνης .....	36
3.3 Προσέγγιση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων .....	37
3.4 Δείκτες Ηδονικών Τιμών .....	38
3.5 Υβριδικά Μοντέλα .....	40
3.6 Βάσεις Δεδομένων .....	40
3.7 Κίνδυνος.....	40
3.7.1 Βασικοί Κίνδυνοι .....	41
3.7.2 Συσχέτιση και διαφοροποίηση.....	43
3.8 Μειώνοντας τον κίνδυνο .....	47
3.9 Art Funds.....	49
<b>Κεφάλαιο 4 Έρευνα βιβλιογραφίας – Μελέτες σύγκρισης αποδόσεων επενδύσεων</b> .....	<b>51</b>
4.1 Εισαγωγή .....	51
4.2 Η τέχνη δεν είναι ανταγωνιστική εναλλακτική επένδυση.....	55

4.3 Η απόδοση της τέχνης είναι υψηλότερη από τον πληθωρισμό και τις αποδόσεις άλλων επενδυτικών προϊόντων .....	58
4.4 Η τέχνη είναι κατάλληλη για τη διαφοροποίηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου .....	58
4.5 Διάφορες έρευνες για την επένδυση στην τέχνη .....	62
4.6 Συνοπτικός Πίνακας.....	65
<b>Συμπεράσματα.....</b>	<b>67</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>69</b>

## Πρόλογος

---

Η συλλογή και απόκτηση έργων τέχνης είναι κάτι γνωστό κοινό στην ιστορία της τέχνης είτε από μεμονωμένα άτομα είτε από πλούσιες οικογένειες είτε από άλλους φορείς. Διαβάζοντας διάφορες ιστορίες σύστασης μουσείων ανά τον κόσμο και συγκεκριμένα τις ιστορίες για την απόκτηση των πρώτων έργων τέχνης, ξεπηδούν ονόματα συλλεκτών, οι οποίοι είχαν αφιερώσει χρόνο και χρήμα για να αποκτήσουν τεράστιες συλλογές όλων των λογίων έργων τέχνης. Πλήθος μουσείων έχει δημιουργηθεί και εξοπλιστεί από συλλογές πλούσιων ιδιωτών που είτε τις εκχώρησαν οικειοθελώς ως δωρεά είτε τα μουσεία τις αγόρασαν από τους κληρονόμους. Επίσης, ενδιαφέρον έχει η σχέση εκκλησίας και τέχνης, όπου έχει τις ρίζες της στο 1506 με τη ληξιαρχική γέννηση των Μουσείων του Βατικανού, στα οποία συγκεντρώνεται μια αμύθητη συλλογή καλλιτεχνικών δημιουργημάτων. Η Φλωρεντία, επίσης έχει μια τεράστια συλλογή έργων διασκορπισμένη στα διάφορα μουσεία και εκκλησίες της. Τα έργα τέχνης πάντα ήταν αντικείμενα τα οποία είχαν χρηματική αξία, για παράδειγμα ο Μιχαήλ Άγγελος ήταν ένας ακριβοπληρωμένος εν ζωή ζωγράφος. Βέβαια, δεν λείπουν και οι περιπτώσεις όπου κάποιος ζωγράφος άργησε πολύ να εκτιμηθεί και να αναγνωρισθεί. Ο Vincent Van Gogh, για παράδειγμα δεν πούλησε εν ζωή κανένα έργο του και τώρα τα έργα του είναι τα πιο ακριβοπληρωμένα έργα στην ιστορία. Ενδιαφέρουσα είναι η ιστορία του πίνακα «Ίριδες», ο οποίος αγοράστηκε 1982 300 φράγκα και πωλήθηκε το 1987 53.9 εκατ. δολάρια. Οι Ίριδες είναι σήμερα (από το 2012) στη δέκατη θέση της λίστας των πιο ακριβών έργων ζωγραφικής που πουλήθηκαν ποτέ, αν προσαρμόσουμε και τον πληθωρισμό και στη 25η θέση, αν αγνοήσουμε τις επιπτώσεις του πληθωρισμού.

Η αγορά και η απόκτηση έργων τέχνης δεν είναι καταγεγραμμένη στην ιστορία ως μια αγορά για επένδυση, παρά μόνο μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Μετά τον 2<sup>ο</sup> παγκόσμιο πόλεμο, πολλά άλλαξαν στην αγορά της τέχνης. Οι αξίες των έργων άρχισαν να αναβαίνουν γοργά, η αγορά άρχισε να αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς και γύρω της να ανθίζουν και να ευδοκιμούν κάθε λογής ειδικότητες. Τα χιλιάδες ευρώ άρχιζαν να γίνονται εκατομμύρια ευρώ και τα κέρδη να εκτοξεύονται.

Το ερώτημα που τίθεται είναι αν η αγορά τέχνης μπορεί επάξια να θεωρηθεί χρηματοοικονομική επένδυση, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις παραμέτρους, όπως μέτρηση ρίσκου, εκτίμηση απόδοσης κ.λπ. Η παρούσα εργασία κάνει μια περιήγηση στη μοναδική παγκόσμια αυτή αγορά. Ξεκινώντας από τον 18<sup>ο</sup> αιώνα έως σήμερα, βλέπουμε πως εξελίχθηκε διαχρονικά. Γίνεται μελέτη των χαρακτηριστικών αυτής της αγοράς και εξετάζει πώς διαφοροποιείται από τις άλλες αγορές. Αναλύει τους συμμετέχοντες σε αυτήν και έρχεται αντιμέτωπη με την οικονομία και διάφορους οικονομικούς όρους, όπως προσφορά και ζήτηση, διαμόρφωση τιμής, εισόδημα, υποκατάστατα προϊόντα.

Τα έργα τέχνης είναι μοναδικά, εξαιρετικά ετερογενή, σπάνια εμπορεύσιμα και μη ρευστά αγαθά, των οποίων η αξία είναι δύσκολο να εκτιμηθεί. Πώς μπορούμε να υπερπηδήσουμε αυτά τα εμπόδια; Εξετάζεται πως γίνεται η εκτίμηση και πως διαμορφώνεται η αξία.

Γίνεται αναφορά σε προηγούμενες αντίστοιχες μελέτες και εξετάζονται τα αποτελέσματα τους, ώστε να μπορούμε να έχουμε μια σφαιρική άποψη για την τέχνη ως μια χρηματοοικονομική επένδυση.

Τέλος, αναφέρονται τα συμπεράσματα μου από την εκπόνηση της εργασίας και οι προβληματισμοί που προέκυψαν.

## Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή στην Τέχνη και την Οικονομία

---

### 1.1 Εισαγωγή

Τα έργα τέχνης ήταν πάντα αντικείμενα που είχαν χρηματική αξία και για αυτό το λόγο οι κύριοι παραγγελιοδότες τους και ιδιοκτήτες τους ήταν άτομα με μεγάλη οικονομική επιφάνεια που μπορούσαν να δαπανήσουν μεγάλα ποσά. Όμως, τις τελευταίες δεκαετίες, το έργο τέχνης απέκτησε ένα νέο χαρακτήρα και άρχισε να θεωρείται χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο. Βέβαια, μόλις τα τελευταία χρόνια οι οικονομικοί διαχειριστές το αποδέχτηκαν και επίσημα.

Το έναυσμα για αυτό το οικονομικό ενδιαφέρον ήταν οι υψηλές τιμές των δημοπρασιών και όλες οι ιστορίες των οίκων δημοπρασιών με τις υπέρογκες οικονομικές αποδόσεις που κατά καιρούς επιτυγχάνονται. Επίσης, ένας άλλος παράγοντας είναι οι νεότερες συμβουλές για διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Φυσικά, όλοι οι ερευνητές επισημαίνουν συνέχεια ότι ένα έργο τέχνης δεν έχει τιμή αλλά αξία. Αυτή η δήλωση είναι σαφώς βάσιμη, αλλά αποτελεί και μια ισχυρή παρηγοριά για οποιαδήποτε ζημία επέλθει από την επένδυση σε ένα έργο τέχνης.

Το Ευρωπαϊκό Ίδρυμα Καλών Τεχνών ανέφερε ότι παγκόσμια αγορά έργων τέχνης ανέρχεται στα 43 δισεκατομμύρια ευρώ ετησίως (2012). Όμως, το υψηλότερο καταγεγραμμένο ποσό έχει αναφερθεί το 2008, όπου εκτιμήθηκε ότι οι συνολικές πωλήσεις του διεθνούς εμπορίου απέδωσαν πάνω από 60 δισεκατομμύρια δολάρια. Το γεγονός αυτό καθιστά το εμπόριο τέχνης όχι απλά ως μια μεγάλη επιχείρηση, αλλά μια πραγματικά παγκόσμια επιχείρηση, αφού οι πωλήσεις της τέχνης πραγματοποιούνται κυριολεκτικά σε όλο τον κόσμο. Όλες οι χώρες έχουν μια οργανωμένη αγορά τέχνης, αλλά οι δύο πόλεις που συγκεντρώνουν κυρίως αυτές τις επιχειρηματικές δραστηριότητες είναι το Λονδίνο και η Νέα Υόρκη.

Ο όρος τέχνη είναι πολύ γενικός και περιλαμβάνει πολλές και διαφορετικές κατηγορίες, όπως για παράδειγμα οι κάτωθι:

- Οι Καλές Τέχνες: ζωγραφική, γλυπτική, έργα σε χαρτί, όπως υδατογραφίες, σχέδια και φωτογραφία, καθώς και ταπετσαρίες.
- Η διακοσμητική τέχνη αναφέρεται σε έπιπλα και διακοσμήσεις (σε γυαλί, ξύλο, πέτρα, μέταλλο και κεραμικό).
- Αντίκες: αντικείμενα παλαιότητας τουλάχιστον 50 - 100 ετών και συλλέγονται λόγω της σπανιότητάς τους, την κατάσταση, την ιστορική σημασία, ή κάποιο άλλο μοναδικό χαρακτηριστικό.

Πολλοί έμποροι έργων τέχνης και οίκοι δημοπρασιών εμπορεύονται διάφορα άλλα συλλεκτικά αντικείμενα, όπως κρασί, νομίσματα, vintage αυτοκίνητα, αθλητικά αναμνηστικά, γραμματόσημα και παιχνίδια. Αν και ορισμένα από αυτά τα αντικείμενα έχουν πολλά κοινά χαρακτηριστικά με τα έργα τέχνης, δεν συγκαταλέγονται σε αυτή την κατηγορία και έτσι δεν λειτουργούν σε αυτή την αγορά της τέχνης.

Η παρούσα εργασία θα ασχοληθεί μόνο με τις Καλές Τέχνες και ειδικότερα τα ζωγραφικά έργα.

Μέχρι και προσφάτως, η αγορά τέχνης μονοπωλούσε το ενδιαφέρον των πλουσίων συλλεκτών και των ειδικών στα θέματα της τέχνης. Τις τελευταίες δεκαετίες, όμως ο χρηματοπιστωτικός τομέας την φλερτάρει, βλέποντάς την ως μια μορφή επένδυσης. Μπορεί αυτό να φαίνεται αρχικά κάπως περίεργο από πολλούς, αλλά αν ανατρέξουμε στο παρελθόν θα διαπιστώσουμε ότι η τέχνη και η οικονομία είναι στενά συνδεδεμένες εδώ και αρκετούς αιώνες, αλλά μόλις τις τελευταίες δεκαετίες έχει αρχίσει να εξελίσσεται και να αποκτά τόσο μεγάλες διαστάσεις σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η Βιομηχανική Επανάσταση έχει σηματοδοτηθεί από πολλούς ιστορικούς ως η περίοδος που άρχισε να εξελίσσεται η τέχνη ευρέως. Μια νέα τάξη δημιουργήθηκε, οι αστοί. Ήταν εύπορα άτομα κυρίως βιομήχανοι, μεγαλέμποροι, τραπεζίτες, ή μεγαλοϊατροί. Έτσι, όπου αναπτυσσόταν η βιομηχανία, οι αστοί προέκυπταν ως η πλέον ισχυρή κοινωνική ομάδα. Η δημιουργία της νέας μεσαίας τάξης δημιούργησε με τη σειρά της μιας νέα κατηγορία συλλεκτών, αφού πλέον είχε και χρόνο και χρήματα για τη συλλογή έργων τέχνης.



18ος αιώνας

- Η Βρετανία και η Γαλλία ήταν οι μεγάλες παγκόσμιες αγορές τέχνης και τα βασικά κέντρα εμπορίου
- Η Ιταλία λειτουργούσε ως πρωταρχική πηγή αγορών για τους πλούσιους ευρωπαϊούς αγοραστές

Το δεύτερο μισό του 18ου αιώνα

- Εμφάνιση πρώτων μεγάλων οίκων δημοπρασιών, όπως ο Christie's και ο Sotheby's που εξακολουθούν να κυριαρχούν στην αγορά σήμερα

Κατά τη δεκαετία του 1800

- Διάφοροι παράγοντες προκάλεσαν μια γεωγραφική μετατόπιση στην αγορά της τέχνης από το Λονδίνο στο Παρίσι, όπου το Παρίσι ήταν για ένα χρονικό διάστημα και πολιτιστική πρωτεύουσα. Ωστόσο, η γαλλική κυριαρχία κράτησε λίγο λόγω των ευρύτερων οικονομικών και πολιτικών γεγονότων της περιόδου. Η κατάρρευση της Wall Street και η μαζική υποτίμηση του γαλλικού φράγκου οδήγησε στην αποδυνάμωση των εμπόρων και τη μετατόπιση της εν λόγω αγοράς στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, όπου και παρέμειναν

Η ύφεση της δεκαετίας του 1920 και η δεκαετία του 1930

- Αμερικανοί αγοραστές άρχισαν να κυριαρχούν στο παγκόσμιο εμπόριο τέχνης.
- Ενδιαφέρον έχει η δήλωση ενός από τους κορυφαίους εμπόρους έργων τέχνης του Λονδίνου αυτής της περιόδου, Joseph Duveen, «η Ευρώπη είχε άφθονη τέχνη και η Αμερική άφθονο χρήμα».

1950 - 1960

- Το Παρίσι είχε μια προσωρινή ανάκαμψη ως παγκόσμιο κέντρο τέχνης

### Δεκαετία 1960

- Η Νέα Υόρκη και το Λονδίνο κυριαρχούν, λόγω ευνοϊκότερων συνθηκών φορολογίας και άλλων ρυθμίσεων.

### Δεκαετία 1970

- Οι μεγάλοι οίκοι δημοπρασιών των Christie's, Sotheby's, και Parke-Bernet στη Νέα Υόρκη άρχισαν να προσελκύουν πλούσιους συλλέκτες και επενδυτές. Το κύριο αγοραστικό τους ενδιαφέρον ήταν η Σύγχρονη Τέχνη.
- Οι αγορές άλλαξαν χέρια. Ενώ, πριν τη δεκαετία του '60 οι πελάτες των δημοπρασιών ήταν λιγότεροι αριθμητικά, αλλά πολύ ενημερωμένοι και καταρτισμένοι στον τομέα, ώστε να αγοράζουν φθηνά και να μεταπωλούν τα έργα στους συλλέκτες, μετά την τη δεκαετία του '60 και ιδιαίτερα στις αρχές της ύφεσης του 1970, οι δημοπρασίες άρχισαν να προσελκύουν αυξανόμενο αριθμό πελατών «λιανικής» πώλησης.
- Η τέχνη άρχισε να χρησιμοποιείται ως αντιστάθμιση ενάντια του ασταθιού και κλιμακούμενου πληθωρισμού.
- Η αυξημένη ζήτηση για αγορά έργων τέχνης οδήγησε στην εξάπλωση των γκαλερί σε διάφορες πόλεις σε όλο τον κόσμο για να ικανοποιήσουν μια αναπτυσσόμενη βάση αγοραστών.
- Παρόλο που οι πωλήσεις σε πολλούς τομείς επηρεάστηκαν από ευρύτερα οικονομικά γεγονότα όπως την πετρελαϊκή κρίση το 1973, η αγορά έργων τέχνης αυξήθηκε σημαντικά με κύριους ενδιαφερόμενους επενδυτές και κερδοσκόπους καθώς και από συλλέκτες.
- Η Νέα Υόρκη και το Λονδίνο -οι δύο διεθνείς πρωτεύουσες της τέχνης -διαφοροποιήθηκαν το 1970.
- Η Νέα Υόρκη καθιερώθηκε στο εμπόριο Σύγχρονης τέχνης, Ιμπρεσιονιστών και μετά-Ιμπρεσιονιστών
- Το Λονδίνο ήταν το διεθνές κέντρο για Old Masters (έργα πριν το 1800), Αγγλική και γαλλική τέχνη του 18<sup>ου</sup> αιώνα και των ασιατικών αντικών.

### Δεκαετία 1980

- Όλα τα καθιερωμένα κέντρα τέχνης άνθισαν. Η αγορά έργων τέχνης ήταν εξαιρετικά δημοφιλής και συχνά κερδοφόρα.
- Η παγκόσμια αγορά τέχνης εισήλθε σε μια περίοδο ανάπτυξης από το 1987, που σηματοδοτήθηκε από την εμφάνιση τιμών ρεκόρ σε πλειστηριασμό έργων τέχνης, ειδικά στο σύγχρονο και μοντέρνο τομέα και ιδιαίτερα στη Νέα Υόρκη.
- Η φρενίτιδα των κερδών και οι τιμές ρεκόρ του χρηματιστηρίου τέχνης δημιούργησαν μια φούσκα στην εν λόγω αγορά, η οποία στα τέλη της δεκαετίας του '80 επιδεινώθηκε ιδιαίτερα από τις ισχυρές ιαπωνικές αγορές, κυρίως στους κλάδους ιμπρεσιονιστών και μετά-ιμπρεσιονιστών.
- Αυτή η φούσκα που προκλήθηκε από τη ζήτηση ενισχύθηκε σε μεγάλο βαθμό από τη φοροδιαφυγή και την πληθωριστική συσσώρευση πλούτου σε ακίνητα. Επιπλέον, το γιέν είχε επίσης ανατιμηθεί σημαντικά έναντι του δολαρίου χωρίς ταυτόχρονη πτώση των εξαγωγών, οδηγώντας τους Ιάπωνες να χάνουν χρήματα. Το πλεόνασμα μετρητών, σε συνδυασμό με την έλλειψη διακρίσεων εκ μέρους των νέων αγοραστών, προκάλεσαν έντονη άνοδο των τιμών, συχνά με τεράστια ποσά που καταβλήθηκαν για μέτρια έργα.

### Δεκαετία 1990

- Αυτή η έκρηξη της τέχνης τελείωσε απότομα το 1990, μετά από μια απότομη αύξηση των επιτοκίων από την Τράπεζα της Ιαπωνίας που οδήγησε πολλούς κερδοσκόπους- συλλέκτες στην χρεοκοπία, λόγω αδυναμίας που είχαν να ρευστοποιήσουν τις επενδύσεις τους. Πολλές συλλογές εξακολουθούν να παραμένουν στα θησαυροφυλάκια τραπεζών, ως εξασφαλίσεις εταιρικών δανείων που αδυνατούν να αποπληρωθούν κατά τη διάρκεια της ιαπωνικής ύφεσης που ακολούθησε.
- Από αυτό το διεθνές χαμηλό του 1990 και του 1991, η αγορά έργων τέχνης έχει σταθερά εξελιχθεί από πλευράς όγκου και αξίας.

### 21ος αιώνας

- Ο 21<sup>ος</sup> αιώνας γνώρισε εκπληκτική ανάπτυξη στη διεθνή αγορά έργων τέχνης.
- Τα τελευταία δεκαοκτώ χρόνια, αρκετοί τομείς της αγοράς έχουν αποκτήσει σημαντικό έδαφος, όπως οι Ιμπρεσιονιστές, οι Μοντέρνοι και οι Σύγχρονοι, ενώ άλλοι κινούνται πιο αργά.
- Κάποιοι άλλοι τομείς έχουν γνωρίσει τα τελευταία χρόνια μια μεγάλη άνθιση, όπως οι τέχνες της Αφρικής και της Ωκεανίας που έχουν κατακτήσει σημαντικό μερίδιο της αγοράς.
- Μια άλλη περιοχή που έχει δει μια ακόμα πιο ραγδαία ανάπτυξη είναι οι τέχνες της Ασίας. Μέχρι και πριν δώδεκα χρόνια, η αγορά έργων τέχνης ήταν μια αγορά που προοριζόταν κατά κύριο λόγο σε δυτικούς πελάτες: ευρωπαίους και αμερικανούς. Όμως τα τελευταία χρόνια, αγοραστές από την Ασία, περιλαμβανομένων Κινέζων, ήρθαν με μεγάλη όρεξη για να αγοράσουν έργα της ιστορίας τους, αυτοκρατορικά έργα, σφραγίδες, κεραμικά και πλέον η αγορά αυτή αναπτύσσεται με πολύ μεγάλη ταχύτητα.

2002-2003

- Οι περισσότερες διεθνείς αγορές σημείωσαν μικρή κάμψη

2004-2007

- Η αγορά στο σύνολό της επιτάχυνε το ρυθμό της και κράτησε μια σταθερή πορεία ανάπτυξης κατά τα επόμενα τέσσερα χρόνια, με ετήσια άνοδο της αξίας της κατά μέσο όρο 28%.
- Η αγορά των Καλών Τεχνών ήταν η βασική κινητήρια δύναμη ανάπτυξης κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι τιμές και οι αξίες αυξάνονται σταθερά
- Ορισμένες κατηγορίες, όπως σύγχρονη τέχνη και οι ιμπρεσιονιστές γνώρισαν πρωτοφανή αύξηση της αξίας. Συγκεκριμένα, η Σύγχρονη Τέχνη είχε εξαιρετική ανάπτυξη και έγινε η μεγαλύτερη κατηγορία τέχνης όσον αφορά την αξία στις μεγάλες δημοπρασίες το 2007.

2008 έως και  
σήμερα

- Ήρθε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και η οικονομική ύφεση να επηρεάσει την εν λόγω αγορά, οι οποίες έγιναν αισθητές σε ορισμένους τομείς. Οι Καλές Τέχνες για άλλη μια φορά πρωτοστάτησαν στις εξελίξεις.
- Οι πωλήσεις σε αυτόν τον τομέα μειώθηκαν κατά 10% περισσότερο από τις τιμές του 2007.
- Αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό των πωλήσεων των δημοπρασιών στο τέλος του 2008 ήταν ο υψηλός αριθμός αγορών, γεγονός που αντανακλά ένα βαθμό ασφάλειας από πλευράς αγοραστών σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Ο μέσος όρος του ποσοστού αγοράς στις δημοπρασίες τέχνης τον Οκτώβριο του 2008 ήταν περίπου 44%, σχεδόν διπλάσιος από το αντίστοιχο ποσοστό του ίδιου μήνα το 2007.
- Αν και η πτώση των τιμών κατά τη διάρκεια του 2008 ήταν η πλέον εντονότερη από την προηγούμενη "πτώση" του 1991, είναι σημαντικό να επισημάνουμε ότι το 2007 ήταν ένα έτος ανάπτυξης της αγοράς.
- Το επίπεδο των πωλήσεων του 2008 και 2009 παραμένει πάνω από τα επίπεδα των ετών πριν το 2006. Ο μέσος όρος των τιμών έπεσε, όμως δεν είναι διαθέσιμες πληροφορίες σχετικά με τους τομείς της αγοράς που έπεσαν ή τη σχέση της πτώσης με την ποιότητα των έργων.
- Στις αρχές του 2009, οι πωλήσεις και οι τιμές βελτιώθηκαν σε ορισμένους τομείς, ωστόσο, και πάλι, είναι αδύνατο να προσδιοριστεί από αυτό (χωρίς να έχουμε περαιτέρω λεπτομέρειες) αν η αγορά ανάκαμψε ή εάν στην πραγματικότητα πωλούνταν απλώς καλύτερα έργα ποιότητας.

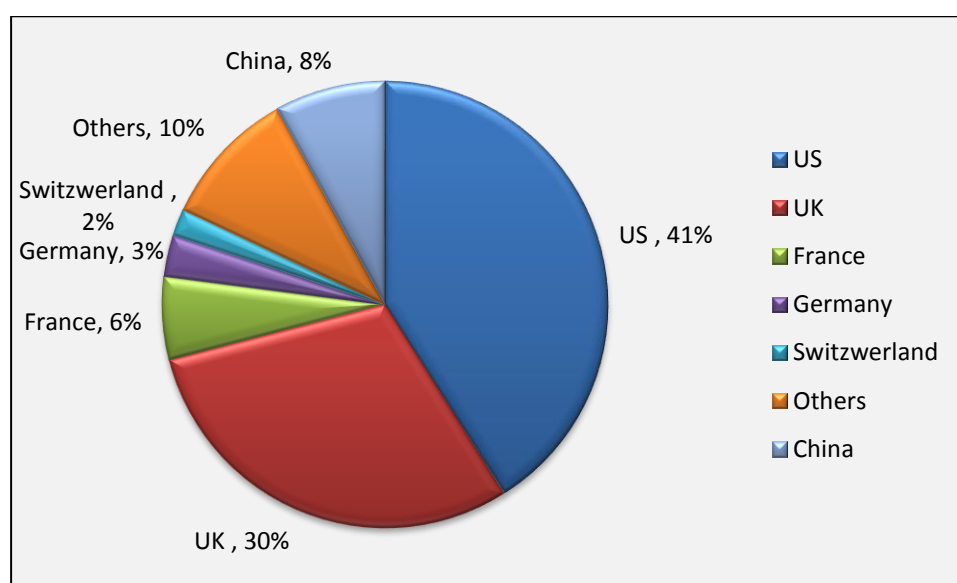
Σύμφωνα με τον Guillaume Cerutti, διευθύνοντα σύμβουλο του οίκου δημοπρασιών Christie's, αυτό που παρατηρήθηκε είναι ότι μετά από μια περίοδο πολύ μεγάλης ανάπτυξης στην δεκαετία του 2000, υπήρξε μία κρίση το 2008-2009, μια κρίση που ήταν κυρίως μια κρίση εμπιστοσύνης και οδήγησε σε συρρίκνωση της αγοράς. Το σκηνικό άλλαξε και η αγορά τέχνης αναπτύχθηκε καλά το 2010 και 2011, μάλιστα το 2011 ήταν μια πολύ καλή χρονιά για την κινητικότητα στην αγορά τέχνης. Το 2012 υπήρξε μια μικρή πτώση συγκριτικά με τον προηγούμενο χρόνο. Το 2013 αρχίζουν να διαφαίνονται κάποιοι παράγοντες κινδύνου και τονίζει το γεγονός ότι πρέπει να είναι περισσότερο προσεκτικοί στην εκτίμηση των αντικειμένων που είναι προς πώληση, επειδή ο ορίζοντας όλων των οικονομικών φορέων αλλά και για τους πελάτες μας είναι εξαιρετικά βραχυπρόθεσμος. Οι άνθρωποι δεν κάνουν μακροπρόθεσμα σχέδια, παρατηρούν ότι αυτός ο χρόνος είναι εξαιρετικά δύσκολος σε ευρωπαϊκό επίπεδο για να υπάρξει ανάπτυξη και επομένως είναι ανήσυχοι.

Σύμφωνα με την ετήσια αναφορά της Deloitte (Art & Finance Report 2017), παρόλο τη μεταβλητότητα που παρατηρήθηκε στην αγορά της τέχνης και συγκεκριμένα στους οίκους δημοπρασιών παγκοσμίως, οι συνολικές πωλήσεις αυξήθηκαν 319% μεταξύ 2000-2016 και αυτή η τάση εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί.

## 1.2 Η δομή της αγοράς τέχνης

Ο χάρτης της αγοράς της τέχνης δεν έχει αλλάξει και πολύ. Οι Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο εξακολουθούν να δεσπόζουν, αντιπροσωπεύοντας τα δύο τρίτα του παγκόσμιου εμπορίου (με βάση την αξία). Οι Ηνωμένες Πολιτείες παραμένουν η μεγαλύτερη αγορά, με μερίδιο πάνω από 40%.

Παρόλη την κυριαρχία τους, η άνοδος της Κίνας έκλεψε κατά λίγες εκατοστιαίες μονάδες το μερίδιο τους, τα τελευταία χρόνια. Έτσι, η Κίνα έρχεται τρίτη στην παγκόσμια κατάταξη αγορών τέχνης, κατέχοντας το 8% της παγκόσμιας αγοράς τέχνης και προσπερνώντας προηγμένες αγορές όπως αυτές της Γαλλίας και της Γερμανίας.

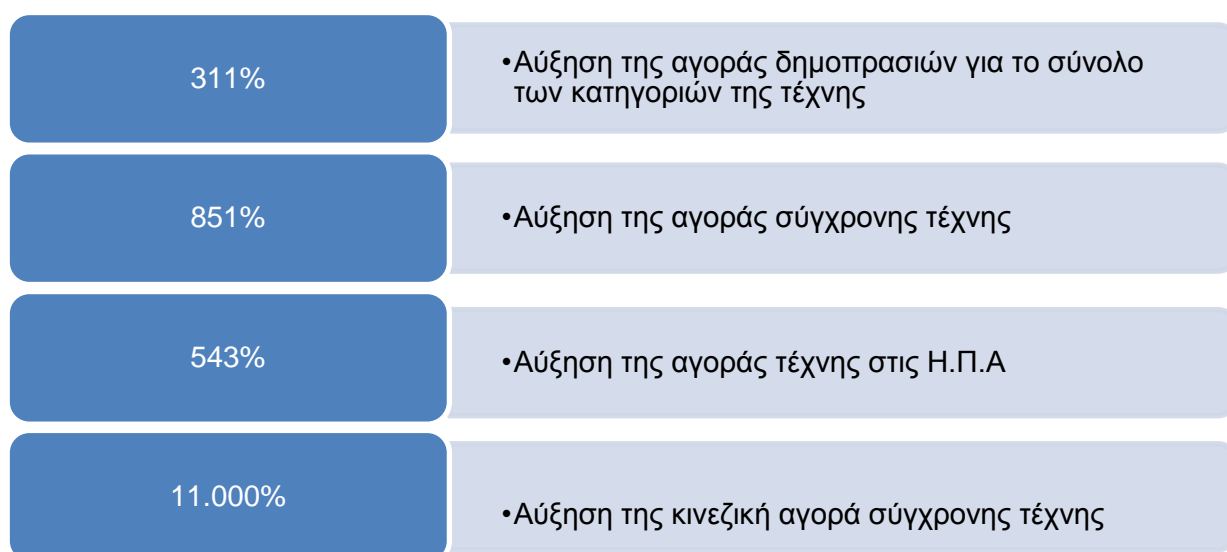


Πηγή Στοιχείων Πίνακα: Fine Art and High Finance, Edited by Clare McAndrew, Bloomberg Press New York, 2010

Όπως, η Βιομηχανική επανάσταση δημιούργησε νέα τάξη και άρα νέους αγοραστές, έτσι τώρα και οι νεώτερες αναδυόμενες οικονομίες της Κίνας, της Ινδίας, της Ρωσίας και της Μέσης Ανατολής μετασχηματίζουν την παγκόσμια αγορά τέχνης. Έτος ορόσημο είναι το 2006, όπου η Κίνα εισχώρησε για πρώτη φορά στο παγκόσμιο τοπίο τέχνης. Έτσι, ενώ έχουμε επιβράδυνση των δυτικών οικονομιών, οι αναδυόμενες αγορές επιδεικνύουν ισχυρή και σταθερή ανάπτυξη.

Η αύξηση του πλούτου των πληθυσμών των αναδυόμενων οικονομιών, δημιουργεί νέους αγοραστές και ωθεί σε αύξηση της ζήτησης, ιδιαίτερα του τομέα της Σύγχρονης Τέχνης και σε επέκταση των πωλήσεων. Η αύξηση του αριθμού των νέων πλούσιων Κινέζων που για πρώτη φορά έχουν την αγοραστική δύναμη να συμμετέχουν ενεργά στην αγορά, παράλληλα με τους δυτικούς οδηγεί σε ταχεία αύξηση των τιμών. Οι νέοι πλούσιοι αγοραστές δείχνουν ξεχωριστή προτίμηση για τη Σύγχρονη Τέχνη, που συχνά προέρχονται από τις δικές τους χώρες, προκαλώντας μια έκρηξη σε τομείς όπως η κινεζική Σύγχρονη Ζωγραφική.

Τα ποσοστά αύξησης της αγοράς τέχνης από το 2003 έως το τέλος του 2007 είναι συγκλονιστικά.



Η εμφάνιση αυτών των νέων παγκόσμιων αγοραστών αναμφίβολα έσωσε την αγορά από την κατάρρευση, όπως αυτή του 1991-1992.

Πρέπει όμως να τονίσουμε ότι λόγω της αδιαφάνειας της αγοράς και της έλλειψης στοιχείων για τις πωλήσεις δεν είναι εύκολο να μελετηθεί ικανοποιητικά η αγορά. Είναι μια ιδιαίτερη αγορά, μοναδικών χαρακτηριστικών και θα ακολουθήσει ιδιαίτερη μνεία στη συνέχεια της εργασίας.

Τα παραπάνω ποσοστά μπορεί να προκαλούν ενθουσιασμό, αλλά θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι η εν λόγω αγορά αποτελείται από πολλές υποκατηγορίες, οι οποίες κινούνται ανεξάρτητα και καθορίζονται από πολλούς παράγοντες που θα αναλυθούν στη συνέχεια. Η κάθε υποκατηγορία απαρτίζεται από τους δικούς της καλλιτέχνες, εμπειρογνώμονες, ακαδημαϊκούς, ειδικούς συλλέκτες, αντιπροσώπους, εμπόρους και οίκους δημοπρασιών. Φυσικά έχει τις δικές της αξίες και εγγενείς κινδύνους. Αυτή είναι μια βασική αρχή που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για την κατανόηση των επενδύσεων στην αγορά.

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό της αγοράς της τέχνης είναι ότι λειτουργεί με ένα σύστημα δύο επιπέδων, την πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, τα χαρακτηριστικά των οποίων ακολουθούν.

## Πρωτογενή Αγορά

- Η αγορά, όπου οι καλλιτέχνες πωλούν απευθείας στους συλλέκτες και τους αντιπροσώπους και σε πρακτορεία, συνήθως μέσω αντιπροσώπων και χρηματιστών.
- Μερικοί εν ζωή καλλιτέχνες πραγματοποιούν επίσης αρχικές πωλήσεις απευθείας μέσω δημοπρασιών, αλλά αυτό συνήθως περιορίζεται σε πολύ γνωστούς καλλιτέχνες.
- Τα εμπορικά καταστήματα στην πρωτογενή αγορά τέχνης επομένως τείνουν να είναι τα στούντιο καλλιτεχνών, εκθέσεις τέχνης ή φεστιβάλ, γκαλερί ή έμποροι τέχνης και τα επίπεδα τιμών είναι συχνά χαμηλότερα από αυτά της δευτερογενούς αγοράς.
- Οι πωλητές στην αγορά απαρτίζονται από νέους και άγνωστους καλλιτέχνες καθώς και από πιο καθιερωμένους σύγχρονους καλλιτέχνες.
- Οι αγοραστές σε αυτό το επίπεδο της αγοράς αντιμετωπίζουν έλλειψη πληροφόρησης και συχνά υπόκεινται σε υψηλά κόστη συναλλαγών και προμηθειών των αντιπροσώπων.
- Ορισμένα τμήματα αυτής της αγοράς αποτελούνται από καλλιτέχνες που μπορεί να μην είναι πολύ καθιερωμένοι ή η ποιότητα των συγκεκριμένων έργων τους είναι λιγότερο εύκολο να διακρίνει κανείς.
- Στην πρωτογενή αγορά, οι τιμές τείνουν να είναι χαμηλότερες από ό, τι στη δευτερογενή αγορά, καθώς μπορεί να χρειαστεί αρκετός χρόνος για να αναγνωριστεί ένα έργο για την καλλιτεχνική του αξία, τη σπανιότητα, την ιστορική σημασία ή την φήμη του.
- Συνεπώς, η αγορά στην πρωτογενή αγορά μπορεί να συνεπάγεται σημαντικό κίνδυνο.

## Δευτερογενή Αγορά

- Η μεγαλύτερη είναι η δευτερογενής αγορά, όπου οι αντιπρόσωποι και οι οίκοι δημοπρασιών μεταπωλούν έργα τέχνης.
- Μέχρι τη στιγμή που ένα έργο μεταπωλείται, αυτές οι δεύτερες πωλήσεις τείνουν να είναι υψηλότερες τιμές από τη φύση τους.
- Το κόστος πληροφόρησης είναι επίσης χαμηλότερο στη δευτερογενή αγορά και οι συμμετέχοντες είναι πιθανό να έχουν περισσότερες και καλύτερες πληροφορίες σχετικά με τους καλλιτέχνες και για τα πιο εδραιωμένα έργα τους και επομένως οι αγορές τείνουν να είναι λιγότερο επικίνδυνες.
- Η μείωση του κινδύνου συνδέεται με ένα ξεχωριστό χαρακτηριστικό των έργων τέχνης, δηλαδή η αξία τους τείνει να υπερτιμάται παρά να υποτιμάται με την πάροδο του χρόνου. Αυτό είναι εντελώς διαφορετικό από τα άλλα εμπορεύματα που συνήθως διακινούνται στις δευτερογενείς αγορές, ακόμα και η αγορά ενός ακινήτου τείνει να μειώνεται διαχρονικά και όσο υπόκεινται φθορές.

### 1.3 Οι συμμετέχοντες στην αγορά τέχνης

Η αγορά της τέχνης είναι ευρεία και πολύπλευρη. Αποτελείται από διάφορους αντιπροσώπους με ποικίλες και σημαντικές λειτουργίες. Η αλληλεπίδρασή τους διαμορφώνει την παγκόσμια αγορά του εμπορίου της τέχνης.

Οι **καλλιτέχνες** σαφώς κατέχουν την κεντρική θέση, καθώς αυτοί δημιουργούν και προσφέρουν τα έργα τέχνης. Όπως ορθά είπε και ο Πάμπλο Πικάσο: «Ο ζωγράφος ζωγραφίζει ό,τι πουλάει. Αντίθετα ο καλλιτέχνης πουλάει ό,τι ζωγραφίζει». Έτσι, σε αντάλλαγμα αυτής της προσφοράς κερδίζει τα έσοδά του.

Οι **έμποροι** έχουν κυρίαρχο ρόλο, καθώς διαμορφώνουν και ορίζουν την καλλιτεχνική πορεία πολλών καλλιτεχνών. Ο ρόλος τους είναι πολύπλευρος, αφού εμπλέκονται στην απευθείας πώληση των έργων, στο marketing, στην προώθηση, αλλά και την ανάπτυξη της καριέρας των καλλιτεχνών. Πολύ συχνά υπάρχει στενή συνεργασία με τους καλλιτέχνες και διαχειρίζονται επαγγελματικά και αποκλειστικά την παρουσία τους στην αγορά. Ο ρόλος τους είναι τόσο ισχυρός που μπορούν να επηρεάσουν την προσφορά, τη ζήτηση και συνεπώς την τιμή. Υπάρχουν δύο τύποι εμπόρων στην αγορά: οι αντιπρόσωποι (dealers) και οίκοι δημοπρασιών με μερίδιο αγοράς 50%-50% (με βάση την αξία) την τελευταία δεκαετία. Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι το 75% του κύκλου εργασιών προέρχεται από περίπου 4.000 εμπόρους τέχνης παγκοσμίως, οι οποίοι αποτελούν και το σκληρό πυρήνα της αγοράς, ενώ ίσως λιγότεροι από 1.000 ευθύνονται για περίπου το ήμισυ της αγοράς από άποψη αξίας. Πέρα από αυτούς, υπάρχουν πάνω από 100.000 εισηγμένοι έμποροι.

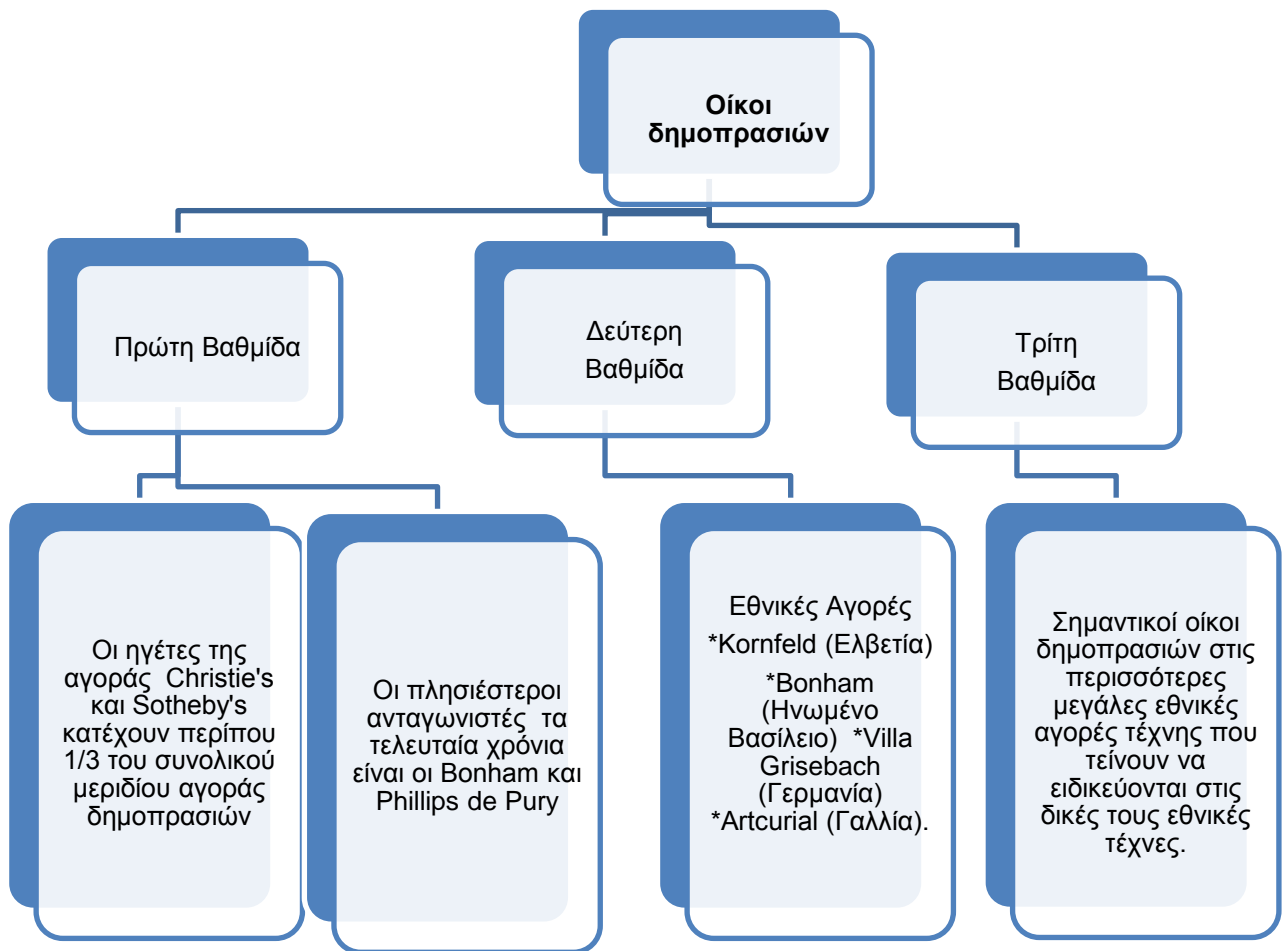
Οι έμποροι διαθέτουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα έναντι των οίκων δημοπρασιών, τα οποία τους βοήθησαν να επιβιώσουν από τις διάφορες κρίσεις με την πάροδο του χρόνου:

1. Έχουν μεγάλα ποσοστά κέρδους τους (50% - 400% της τιμής που χρεώνει ο καλλιτέχνης) σε αντίθεση με τους οίκους δημοπρασιών, δεν χρεώνουν τίποτα από την προμήθεια στον αγοραστή.
  2. Μπορούν να ασκούν τον απόλυτο έλεγχο της τιμής
  3. Μπορούν να διατηρήσουν την εμπιστευτικότητα των συναλλαγών τους
- Όλα αυτά καθιστούν αυτήν την αγορά μία από τις πιο δύσκολες αγορές για μέτρηση και ποσοτικοποίηση.

Οι **εκθέσεις τέχνης** είναι ζωτικής σημασίας. Είναι χώρος συνάντησης εμπόρων, καλλιτεχνών και πελατών. Οι τοποθεσίες μπορεί να ποικίλουν και να είναι ξένες για όλους τους ενεχόμενους. Έτσι, όλοι έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν πρόσβαση σε παγκόσμιες αγορές χωρίς να χρειάζεται η φυσική τους εγκατάσταση στο εξωτερικό. Η Μπιενάλε αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες εκθέσεις σύγχρονης τέχνης που διοργανώνεται κάθε δύο χρόνια στη Βενετία της Ιταλίας, παράλληλα με την Documenta είναι μια από δυο μεγάλες εκθέσεις τέχνης στην Ευρώπη. Στην Ελλάδα από το 2007 διοργανώνεται η Μπιενάλε της Θεσσαλονίκης, η οποία θέτει ως στόχους της την προώθηση καλλιτεχνικών έργων που προσφέρουν νέες και καινοτόμες αισθητικές προτάσεις με στόχο την ενίσχυση του καλλιτεχνικού διαλόγου, την πρόσβαση καλλιτεχνών στην ευρωπαϊκή εικαστική σκηνή και την επικοινωνία καλλιτεχνών από διαφορετικές χώρες. Η διοργάνωση επικεντρώνει το ενδιαφέρον της σε μεγάλα ζητήματα διεθνούς επικαιρότητας, παγκόσμιες ανακατατάξεις και κρίσεις που επηρεάζουν τον άνθρωπο και το φυσικό του περιβάλλον.



Οι **οίκοι δημοπρασιών** χωρίζονται στις κάτωθι τρεις βαθμίδες.



Οι **συλλέκτες** διαδραματίζουν επίσης κεντρικό ρόλο στην αγορά της τέχνης. Υπάρχουν τρεις βασικές κατηγορίες συλλεκτών και μια αναδυόμενη:

1. Αυτοί που αγοράζουν από πάθος για την τέχνη
2. Αυτοί που βλέπουν την τέχνη σαν μια ασφαλή επένδυση
3. Αυτοί που αγοράζουν μόνο κάτι που αγαπάνε, ζυγίζοντας όμως και τον οικονομικό παράγοντα.
4. Η νέα κατηγορία αγοραστών, οι λεγόμενοι art flippers. Αυτοί επενδύουν σε έργα ανερχόμενων καλλιτεχνών, με στόχο να τα πουλήσουν σε μικρό χρονικό διάστημα και να αποκομίσουν κέρδος. Σαφώς η πρακτική αυτή εγκυμονεί κινδύνους, δίνοντας στην αγορά απόχρωση οικονομικής φύσκας.

Φυσικά, εκτός από τους ιδιώτες συλλέκτες, υπάρχουν επίσης εταιρικοί συλλέκτες, όπως μουσεία, βιβλιοθήκες και άλλα μεγάλα ιδιωτικά και δημόσια ιδρύματα..

*Οι 10 κορυφαίοι συλλέκτες του κόσμου <sup>(1)</sup>*

1. SHELLEY FOX AARONS & PHILIP E. AARONS (Νέα Υόρκη – Κτηματομεσιτικά)
2. ROMAN ABRAMOVICH AND DASHA ZHUKOVA (Μόσχα- Μεταλλεύματα, επενδύσεις και ποδόσφαιρο/Chelsea Football Club)
3. RICARD AKAGAWA (São Paulo – Ταξιδιωτικά και κτηματομεσιτικά)

4. PAUL ALLEN (Seattle – Computer software και sports)
5. MARÍA ASUNCIÓN ARAMBURUZABALA (Mexico City – Ποτά και επενδύσεις)
6. HÉLÈNE AND BERNARD ARNAULT (Paris – Louis Vuitton /LVMH)
7. LAURA AND JOHN ARNOLD (Houston – Αμοιβαία κεφάλαια)
8. HANS RASMUS ASTRUP (Γλασκόβη & Όσλο – Εφοπλιστικά κ.α.)
9. CANDACE CARMEL BARASCH (Νέα Υόρκη – Κτηματομεσιτικά)
10. MARIA ARENA AND WILLIAM BELL JR. (Los Angeles – τηλεοπτικές παραγωγές).

*Οι 5 Έλληνες συλλέκτες μέσα στους 200 σημαντικότερους συλλέκτες του κόσμου<sup>1</sup>*

1. Δημήτρης Δασκαλόπουλος, βρίσκεται στην 36η θέση της λίστας. Έχει συγκεντρώσει περισσότερα από 500 κομμάτια από 170 καλλιτέχνες.
2. Γιώργος Οικονόμου: Βρίσκεται στην 41η θέση της λίστας. Αγοράζει έργα από το 2001. Ως αποτέλεσμα, έχει συγκεντρώσει μια μεγάλη και εκλεκτική συλλογή που περιέχει τα πάντα, από τον Picasso μέχρι και λιγότερο γνωστούς Γερμανούς και Αυστριακούς καλλιτέχνες. Χαρακτηριστικό είναι ότι στην συλλογή του βρίσκονται πάνω από 500 πίνακες του Γερμανού ζωγράφου Όττο Ντιξ. Η συλλογή του βρίσκεται σε ένα ιδιωτικό μουσείο στην Αθήνα.
3. Δάκης Ιωάννου, βρίσκεται στην 73η θέση της λίστας. Ήδη από το 1983, όταν ακόμη η σύγχρονη τέχνη ήταν άγνωστη λέξη για τους περισσότερους Έλληνες συλλέκτες, ο Δάκης Ιωάννου δημιούργησε το ίδρυμα ΔΕΣΤΕ (Διεθνής – Ελληνική Σύγχρονη Τέχνη) το οποίο φιλοξενεί την συλλογή του η οποία είναι από τις πλέον πλούσιες στον συγκεκριμένο τομέα. Από τους πλέον αγαπημένους του καλλιτέχνες είναι ο Τζεφ Κουνς, του οποίου διαθέτει και το μεγαλύτερο κινητό έργο. Πρόκειται για το υπερπολυτελές γιοτ του συλλέκτη «Guilty» το οποίο έχει «πειράξει» εικαστικά ο Αμερικάνος καλλιτέχνης.



Πηγή Φωτογραφίας: <https://hypebeast.com/2008/8/guilty-by-jeff-koons>

4. Δημήτρης Μαυρομάτης, βρίσκεται στην 102η θέση μια και κατέχει Art Deco έπιπλα, πορσελάνες Σεβρών του 18ου αιώνα, αφρικανικά γλυπτά και έργα ζωγραφικής του μοντερνισμού. Το 2011 πλειοδότησε στην αγορά του

<sup>1</sup> Πηγή «<http://fragilemag.gr/korifaioi-ellhines-syllectes-ergwn-texnhs/>»

πίνακα του Πικάσο «*Seated Woman, Blue Robe*» προσφέροντας το ποσό των 22,3 εκατ. ευρώ ενώ πριν από δύο χρόνια πρόσθεσε έναν ακόμη πίνακα του εμβληματικού ζωγράφου στην συλλογή του έναντι 5,5 εκατ. ευρώ.



Πηγή Φωτογραφίας: <https://www.pablo-ruiz-picasso.net/work-4053.php>

5. Φίλιππος Νιάρχος, βρίσκεται στην 109η θέση και είναι ο πέμπτος Έλληνας της λίστας. Δεδομένου ότι είναι κληρονόμος της περιουσίας και της συλλογής έργων τέχνης του πατέρα του, του Έλληνα εφοπλιστή Σταύρου Νιάρχου, πιστεύεται ότι έχει μία από τις πιο πολύτιμες συλλογές έργων τέχνης στον κόσμο. Μια από τις μεγαλύτερες αγορές του πατέρα του ήταν αυτή του πίνακα του Πάμπλο Πικάσο *Yo, Picasso* (1901), τον οποίο απέκτησε το 1989 για 47.800.000 δολάρια. Έχει, επίσης κάνει αξιοπρόσεκτες αγορές, όπως μια αυτοπροσωπογραφία του Βίνσεντ βαν Γκογκ σε πλειστηριασμό στον Οίκο Christie το 1989, που κόστισε 71.500.000\$. Ο Νιάρχος είναι μέλος του διοικητικού συμβουλίου των επιτρόπων στο Μουσείο Μοντέρνας Τέχνης της Νέας Υόρκης, και του Διεθνούς Συμβουλίου στο Tate.

Τα κίνητρα των συλλεκτών διαφέρουν και για τους εταιρικούς συλλέκτες:

1. Άλλοι αγοράζουν ευκαιριακά με την ελπίδα να πραγματοποιήσουν μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο κέρδος με pooled investor funds. Τα περισσότερα από αυτά τα κεφάλαια έχουν δημιουργηθεί από χρηματοδότες και επιχειρηματίες που ελπίζουν να επωφεληθούν από την κλιμάκωση των τιμών και τη στροφή της τέχνης σε περισσότερες από μια κύρια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων.
2. Άλλοι θέλουν να δημιουργήσουν μια συλλογή ως μέσο υποστήριξης των τεχνών ή να επιδιώξουν κάποιο φιλανθρωπικό κίνητρο (μαζί με οποιεσδήποτε φορολογικές ελαφρύνσεις που θα μπορούσαν να αποφέρουν).
3. Άλλοι μπορεί να χρησιμοποιήσουν τη συλλογή τους ως εργαλείο μάρκετινγκ και προώθησης, ως απόδειξη μιας επιτυχημένης επιχείρησης ή ως τρόπο δημιουργίας μιας εταιρικής εικόνας που σχετίζεται με τον πολιτισμό, την υψηλή ποιότητα ή άλλα εμπορικά σήματα που σχετίζονται με την τέχνη ή το πλούτο.

Το προφίλ και η ταυτότητα των αγοραστών στην αγορά τέχνης, έχει εξελιχθεί τα τελευταία χρόνια. Δώδεκα χρόνια πριν, το τυπικό προφίλ ενός συλλέκτη ήταν ένας δυτικός, ευρωπαϊός ή αμερικανός. Σήμερα, το τυπικό προφίλ είναι δύσκολο να το προσδιορίσει κανείς, επειδή υπάρχουν αγοραστές από την Ρωσία, την Κίνα, την Ινδία και την Λατινική Αμερική που ήρθαν για να ανεβάσουν τον αριθμό των δυνητικών πελατών, επιπλέον φυσικά των Αμερικανών και των Ευρωπαίων που

παραμένουν στο προσκήνιο. Προς το παρόν, είναι δύσκολο να σκιαγραφηθεί ένα προφίλ.

Η **κυβέρνηση** είναι ακόμα ένας άλλος βασικός παράγοντας στην αγορά της τέχνης και έχει πολύπλευρο ρόλο. Το κράτος διαδραματίζει κρίσιμο ρόλο ως υποστηρικτής και χρηματοδότης της επαγγελματικής πορείας των καλλιτεχνών. Αυτός βέβαια ο ρόλος έχει διαφορετική βαρύτητα από χώρα σε χώρα. Σε γενικές γραμμές θα λέγαμε ότι το κράτος προσφέρει κάποια μορφή άμεσης οικονομικής ενίσχυσης στους καλλιτέχνες μέσω επιχορηγήσεων ή κεφαλαίων. Κάποιες κυβερνήσεις δημιουργούν επωφελής για τους καλλιτέχνες πολιτικές, ώστε να τους στηρίξουν, όπως οι απαλλαγές από το φόρο εισοδήματος, τα ειδικά επιδόματα ανεργίας και τα συνταξιοδοτικά συστήματα. Ένας σημαντικός ρόλος του κράτους είναι να διατηρεί εύρυθμη την αγορά της τέχνης. Αυτό επιτυγχάνεται με πολλούς τρόπους για παράδειγμα προστατεύοντας τα έργα τέχνης, μειώνοντας το εμπόριο (π.χ. εμποδίζουν την εξαγωγή εθνικών καλλιτεχνικών θησαυρών) ή ενθαρρύνοντας τις επενδύσεις τέχνης μέσω ποικίλων φορολογικών κινήτρων, όπως φορολογικά κίνητρα για αγορά, κατοχή ή έκθεση έργων της τέχνης. Φυσικά δεν θα πρέπει να παραλείψουμε το γεγονός ότι ο παρεμβατισμός του κράτους μπορεί ακούσια να προκαλέσει αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά, προσθέτοντας επίπεδα κόστους και γραφειοκρατία και προκαλώντας αντικίνητρα στο εμπόριο και τις επενδύσεις. Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί ο ρόλος της κυβέρνησης ως τελικού καταναλωτή και επενδυτή, αφού συγκεντρώνει σημαντικές εθνικές, περιφερειακές και τοπικές συλλογές έργων τέχνης.

Άλλοι συμμετέχοντες στην αγορά της τέχνης οι **κριτικοί**, οι οποίοι μέσω του τύπου μεταδίδουν πληροφορίες. Οι **εκδοτικοί οίκοι** που έχουν σειρά περιοδικών και εφημερίδων, όπου περιέχουν τακτικά και ως επί το πλείστον ακριβείς αναφορές για τα γεγονότα στην παγκόσμια αγορά.

Οι **διαδικτυακές εφαρμογές**<sup>2</sup> είναι κάτι καινούργιο στην αγορά τέχνης. Οι «παραδοσιακοί» τρόποι αγορών μέσω των γκαλερί, των φουάρ τέχνης (art fairs), των δημοπρασιών και των εμπορίων τέχνης αποτελούν, φυσικά, το βασικό κορμό, με σημαντικές παραμέτρους όπως οι διαπροσωπικές σχέσεις, το κοινωνικό στοιχείο και η άμεση επαφή με τα έργα. Οι διαδικτυακές εφαρμογές παρουσιάζουν ποικιλία επιλογών και πολλές φορές λειτουργούν συμπληρωματικά στις παραδοσιακές οδούς. Έτσι, οίκοι δημοπρασιών προσφέρουν ψηφιακά εργαλεία αγορών ακόμα και σε «φυσικές» δημοπρασίες τους, γκαλερί αναπτύσσουν διαδικτυακές εφαρμογές για την ολοκλήρωση των αγορών, πολυσυλλεκτικές πλατφόρμες προτείνουν έργα από εμπόρους, καλλιτέχνες ή ακόμα και από ιδιωτικές συλλογές. Τα βασικά πλεονεκτήματα των διαδικτυακών αγορών είναι η δυνατότητα συναλλαγών από οποιοδήποτε μέρος του κόσμου, η πληθώρα επιλογών, η ευκολία αναζήτησης και πάνω απ' όλα, η σύγκριση τιμών σε παγκόσμιο επίπεδο μέσω των ειδικών βάσεων δεδομένων.

Τέλος, υπάρχουν διάφορες **επιχειρήσεις**, που βάζουν το λιθαράκι τους στην επίτευξη της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και στην υποστήριξη των ρόλων στην υποδομή του εμπορίου τέχνης, όπως τα **χρηματοπιστωτικά ιδρύματα**, οι **ασφαλιστικές εταιρείες** και οι **τράπεζες** που παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες τέχνης.

#### **1.4 Τέχνη ως χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο**

<sup>2</sup> <https://www.liberal.gr/arthro/183991/techni-kai-oikonomia/2017/i-Online-agora-tis-technis.html>

Αυτό που καθιστά τα έργα τέχνης ιδιαίτερα είναι η διπλή φύση τους. Μπορούν να χαρακτηριστούν και ως "διαρκή καταναλωτικά αγαθά" αφού μπορούν να χρησιμοποιηθούν πολλές φορές για τον ίδιο σκοπό, χωρίς να μεταβληθεί η φυσική τους υπόσταση, αλλά και ως κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν μια απόδοση από την αύξηση της αξίας τους διαχρονικά, όπως άλλα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.

Στην οικονομία, τα έργα τέχνης ονομάζονται επίσης και "είδη πολυτελείας". Τα *είδη πολυτελείας* έχουν υψηλή εισοδηματική ελαστικότητα ζήτησης, όσο οι άνθρωποι γίνονται πλουσιότεροι, θα αγοράζουν όλο και περισσότερο.

Με τον όρο κατανάλωση ενός έργου τέχνης αναφερόμαστε σε δυο μεγάλες κατηγορίες, αφενός τη διακόσμηση και αφετέρου την αισθητική, αξία, γόητρο. Η διακόσμηση αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο ένα έργο κοσμεί έναν χώρο. Η αισθητική και το γόητρο αναφέρεται στην απόδοση του έργου, την καλλιτεχνική του αξία, αλλά και την ιστορία που κρύβεται πίσω από αυτό και ειδικά την ιστορία της προηγούμενης ιδιοκτησίας.

Το ενδιαφέρον γύρω από την απόδοση ενός έργου είναι κάτι πολύ πρόσφατο. Η συντριπτική πλειοψηφία των συλλεκτών, καθώς και τα περισσότερα μουσεία έδιναν λίγη ή καθόλου σημασία στη δυνατότητα μεταπώλησης των έργων τέχνης και για αυτό το λόγο οι περίοδοι διακράτησης ενός έργου συνήθως κάλυπταν ολόκληρες γενιές. Η εμφάνιση των κερδοσκοπικών ενεργειών είναι φαινόμενο των τελευταίων δεκαετιών (από το 1960 και μετά).

Η αξία των έργων τέχνης τείνει να αυξάνεται διαχρονικά, όπως και η αξία άλλων χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Η χρήση τους δεν τα αλλοιώνει και έτσι αυτό τα καθιστά μια πηγή μελλοντικών πιθανών κερδών. Ένας άλλος παράγοντας που συμβάλει στην αύξηση της αξίας τους διαχρονικά είναι ότι ένα μεγάλο μέρος του εμπορίου της τέχνης λαμβάνει χώρα στις δευτερογενείς αγορές και όχι στις πρωτογενείς. Επίσης, η μοναδικότητά τους και η αντοχή τους τα καθιστούν επίσης "συλλεκτικά αντικείμενα", τα οποία είναι περιζήτητα και σπάνια.

Το έναυσμα για την αναζήτηση εναλλακτικού τρόπου ή μέσου επένδυσης είναι οι χαμηλές, αλλά και κακές αποδόσεις που σημείωσαν τα τελευταία χρόνια οι παραδοσιακές επενδύσεις, ευελπιστώντας σε μεγαλύτερες αποδόσεις. Έτσι, η ανάληψη υψηλότερου ρίσκου και η προσαρμογή των αποδόσεων μέσω της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, με επενδυτικά προϊόντα τα οποία έχουν χαμηλή και αρνητική συσχέτιση με μετοχές και ομόλογα φαντάζει αρκετά ελκυστικό στα μάτια των επενδυτών. Διάφορες εναλλακτικές επενδύσεις βγήκαν στο προσκήνιο, όπως ακίνητα, συμβόλαια εμπορευμάτων μελλοντικής εκπλήρωσης, ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και hedge fund επενδύσεις. Επιπλέον, μια σειρά από funds που ειδικεύονται στην τέχνη έχουν αναπτυχθεί πρόσφατα, προσφέροντας μια πολύ ευεργετική στρατηγική διαφοροποίησης με εξαιρετικά χαμηλή συσχέτιση με τα παραδοσιακά επενδυτικά προϊόντα. Όλα αυτά μπορεί να ακούγονται ελκυστικά και ενδιαφέροντα, όμως είναι σημαντικό να κατανοηθούν και οι κίνδυνοι που ενέχουν αυτές οι επενδύσεις.

Ο ανταγωνισμός για ένα συγκεκριμένο έργο τέχνης μεταξύ των συλλεκτών είναι αυτό που είναι γνωστό ως παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος. Υπάρχει περιορισμένη προσφορά για καλλιτέχνες που δεν είναι εν ζωή και ακόμη και για καλλιτέχνες εν ζωή, γεγονός που τα καθιστά σπάνια και έτσι κάθε απόπειρα απόκτησης συγκεκριμένου έργου μπορεί να ωφελήσει μόνο έναν συλλέκτη σε βάρος άλλου. Αυτός ο ανταγωνισμός οδηγεί σε κλιμάκωση των τιμών, παρά το γεγονός ότι τα έργα ως αντικείμενα μπορεί να έχουν αμελητέα εσωτερική αξία.

Όλα τα χαρακτηριστικά που προαναφέρθηκαν κάνουν την τέχνη ένα επιθυμητό περιουσιακό στοιχείο για επενδυτικούς σκοπούς, αλλά έχει και δύο

πολύ σημαντικά χαρακτηριστικά που τη διαφοροποιούν από τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Τα πρώτο είναι η μοναδικότητα του κάθε έργου, ακόμα και αν αντιγράφεται δεν υπάρχουν στενά υποκατάστατα και έτσι πάντα θα υπάρχει το θέμα της υποκειμενικότητας στις εκτιμήσεις. Το δεύτερο χαρακτηριστικό είναι ότι ένα έργο τέχνης είναι λιγότερο άμεσα **ρευστοποιήσιμο** σε σύγκριση με μετοχές, ομόλογα και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Όταν λέμε άμεσα ρευστοποιήσιμο εννοούμε να το ρευστοποιήσουμε άμεσα χωρίς να χάσει μέρος της αξίας τους. Το θέμα της ρευστότητας είναι πολύ κρίσιμο στην αξιολόγηση της τέχνης ως περιουσιακό στοιχείο και σαφώς αν κάτι είναι άμεσα ρευστοποιήσιμο είναι πιο ελκυστικό εφόσον μπορούμε να πάρουμε τα χρήματά μας πίσω όποτε θέλουμε. Τα έργα τέχνης είναι προφανώς πολύ λιγότερο ρευστοποιήσιμα από άλλα περιουσιακά στοιχεία της χρηματαγοράς, γεγονός που καθιστά την επένδυση στην τέχνη με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, υψηλού κινδύνου και λιγότερο ελκυστική στρατηγική.

Λαμβάνοντας τα προαναφερόμενα υπόψη, πως μπορούμε να ποσοτικοποιήσουμε με ακρίβεια την τέχνη ως επένδυση; Οι υπερ-αποδόσεις που κατά διαστήματα καταγράφονται, οι υψηλές τιμές των έργων, η αύξηση της ζήτησης και η αύξηση του ενδιαφέροντος μεγάλων τραπεζών, εταιρών και θεσμικών επενδυτών έχουν θέσει σε τροχιά ανάπτυξης μετρήσεις και αναλύσεις, ώστε να ξεπεραστούν αυτές οι δυσκολίες. Ο τομέας των οικονομικών έχει συμβάλει σε αυτή την κατεύθυνση, με αρκετές έρευνες, αναλύσεις και μετρήσεις, κάποιες εκ των οποίων θα αναφερθούν στα επόμενα κεφάλαια.

Η τέχνη έχει γίνει πλέον αποδεκτή ως αξιολογη κατηγορία επενδύσεων και μάλιστα με θετικές αποδόσεις διαχρονικά. Αυτή η εξελισσόμενη αγορά εξακολουθεί να έχει μοναδικά χαρακτηριστικά, αλλά και έλλειψη διαφάνειας, όμως βρίσκεται πλέον στο ραντάρ της χρηματοοικονομικής κοινότητας.

## 1.5 Τέχνη και Οικονομικά

Η τέχνη εδώ και αιώνες κατέχει μια δεσπόμενη θέση στις εκάστοτε κοινωνίες και ειδικά στην κουλτούρα τους. Όμως, δεν παύει να είναι ένα αγαθό εντός ενός οικονομικού περιβάλλοντος. Η τέχνη παράγεται, αγοράζεται και πωλείται από φυσικά και νομικά πρόσωπα. Εφόσον, λοιπόν υπάρχει αμοιβαία ωφέλεια μεταξύ αγοραστών και πωλητών η αγορά της τέχνης είναι ίδια με οποιαδήποτε άλλη αγορά.

Οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης αλληλεπιδρούν και διαμορφώνουν τις τιμές των έργων τέχνης. Οι ίδιες δυνάμεις καθορίζουν και τις αποδόσεις των επενδύσεων σε έργα τέχνης. Πώς όμως καθορίζεται η ζήτηση και πώς η προσφορά;

Η αγορά αυτή είναι ουσιαστικά προσανατολισμένη στην **προσφορά**. Ακόμη και αν υπάρχει αυξημένη ζήτηση, θα υπάρχει πάντοτε μόνο ένας πεπερασμένος αριθμός συνολικών έργων (ειδικά αν λάβουμε υπόψη μας και τους καλλιτέχνες που δεν είναι εν ζωή), γεγονός που περιορίζει την ποσότητα στην αγορά. Αυτό είναι καταπέλτης στη διαμόρφωση των τιμών τους, καθώς οι αγοραστές θέλουν να εκμεταλλευτούν αυτές τις ευκαιρίες και να αγοράσουν έργα που συχνά έχουν μεγάλο κύκλο αγορών. Έρευνες έχουν δείξει ότι ένας κύκλος μπορεί να διαρκεί 30-40 χρόνια. Με άλλα λόγια, από τη στιγμή που θα πωληθεί για πρώτη φορά, θα χρειαστούν αρκετές δεκαετίες (κατά μέσο όρο) για τους αγοραστές να εκμεταλλευτούν την ίδια ευκαιρία και να αποκτήσουν το έργο, γεγονός που αυξάνει την αξία της τέχνης. Ενδιαφέρον παρουσιάζει η θεωρία των 3Ds για τη δημιουργία της προσφοράς, οι πιεστικές δηλαδή συνθήκες που προέρχονται από τρεις

παράγοντες διαζύγιο (Divorce), θάνατο (Death) και χρέη (Debts). Τα ανωτέρω προαναφερόμενα ισχύουν κυρίως στη δευτερογενή αγορά της τέχνης.

Η έλλειψη των έργων υψηλής ποιότητας δημιουργεί συνθήκες αυξημένης προσφοράς, οι οποίες επιδρούν αυξητικά στις τιμές, το ίδιο όμως δεν συμβαίνει σε άλλες αγορές χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, όπου η υπερβολική προσφορά οδηγεί σε καθοδική πορεία. Η αγορά τέχνης έχει μηδενική ελαστικότητα, ανεξάρτητα από την τιμή που είναι διατεθειμένος ένας ενδιαφερόμενος να πληρώσει, πρόσθετη προσφορά δεν μπορεί να δημιουργηθεί απλά για την κάλυψη της ζήτησης.

Η τιμή των έργων επίσης επιβαρύνεται και από άλλα κόστη π.χ. κόστος εμπειρογνώμονα, κόστη συναλλαγών ιδιαίτερα όταν η αγορά γίνεται μέσω των οίκων δημοπρασιών. Τα αυξημένα κόστη είναι αποτέλεσμα της αδιαφάνειας που υπάρχει στην εν λόγω αγορά και των υποκειμενικών εκτιμήσεων που οδηγούν σε ασυμμετρίες στην πληροφόρηση και που με τη σειρά τους δημιουργούν την ανάγκη για τη διαμεσολάβηση ειδικών, οι οποίοι εν τέλει διαμορφώνουν τις τιμές της αγοράς.

Η **ζήτηση** στην αγορά της τέχνης προέρχεται από συλλέκτες, επενδυτές, μουσεία, εμπόρους, εταιρείες και γενικά φυσικά πρόσωπα που επιθυμούν να γίνουν ιδιοκτήτες έργων τέχνης. Οι ιδιαίτερες συνθήκες που επηρεάζουν διαχρονικά τη ζήτηση είναι η αγοραστική τους δύναμη, οι προτιμήσεις τους και οι γνώσεις τους πάνω στα έργα.

Το **εισόδημα** φυσικά είναι η κινητήρια δύναμη της ζήτησης. Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ εισοδήματος και ζήτησης, όπως συμβαίνει και με όλα σχεδόν τα καταναλωτικά αγαθά. Όσο μεγαλώνει το εισόδημα, αυξάνεται και η ζήτηση. Όμως για τα είδη πολυτελείας όπως η τέχνη, το αποτέλεσμα αυτό μεγεθύνεται, καθώς η ζήτηση αυξάνεται περισσότερο από αναλογικά καθώς αυξάνεται το εισόδημα. Καθώς οι άνθρωποι γίνονται πλουσιότεροι, ξοδεύουν περισσότερο, αλλά μπορούν επίσης να αντέξουν οικονομικά να ξοδέψουν αναλογικά περισσότερο στα είδη πολυτελείας, όπως η τέχνη.

Το θετικό αποτέλεσμα του εισοδήματος στη ζήτηση για τέχνη συμβαίνει τόσο σε μικροοικονομικό όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Καθώς ο πλούτος των ατόμων αυξάνεται, αγοράζουν περισσότερα είδη πολυτελείας και επενδύουν περισσότερα σε εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία, όπως η τέχνη. Σε μακροοικονομικό επίπεδο, η ιστορία έχει δείξει ότι η αύξηση του πλούτου ενός κράτους μπορεί επίσης να συνδεθεί με την αυξημένη ζήτηση για τέχνη. Η φούσκα των ακινήτων που κλιμάκωσε τον πλούτο πολλών Ιαπώνων στη δεκαετία του 1980 ενίσχυσε επίσης την παρουσία τους στην αγορά της τέχνης. Όπως ήδη έχει αναφερθεί στην εισαγωγή, ο αυξανόμενος πλούτος των αναδυόμενων οικονομιών τα τελευταία χρόνια, όπως η Κίνα, η Ρωσία και η Ινδία, συνέβαλε επίσης στην αύξηση της ζήτησης για τα εθνικά έργα τέχνης τους.

Οι **προτιμήσεις, το γούστο, η μόδα, η φαντασιοπληξία** είναι κάποιες άλλες κινητήριες δυνάμεις για τη ζήτηση έργων τέχνης. Βέβαια, η ποσοτικοποίηση των αποτελεσμάτων δεν είναι απλή. Όταν υπάρχουν άφθονες και διαθέσιμες πληροφορίες για αγαθά που αγοράζονται συχνά, οι καταναλωτές μπορούν πιο εύκολα να αναγνωρίζουν την ποιότητα ενός προϊόντος και κατά συνέπεια μπορούν να διαμορφώσουν τη δική τους προσωπική γνώμη που θα τους οδηγήσει στην απόφαση αγοράς. Όπως, προαναφέρθηκε η τέχνη είναι ένα πολυτελές προϊόν και πολλοί αγοραστές εισέρχονται στην αγορά μόνο όταν φτάσουν σε κάποιο επίπεδο πλούτου, ακόμη και πλούσιοι συλλέκτες αγοράζουν τέχνη σχετικά σπάνια, γεγονός που περιορίζει την αγοραστική τους εμπειρία. Οι τιμές των έργων τέχνης διαφέρουν παρασάγγας μεταξύ των έργων. Η τέχνη απαιτεί γνώση. Η πλειοψηφία των αγοραστών δεν στηρίζεται στις προσωπικές τους προτιμήσεις(ενώ αυτό θα

έπρεπε να έχει κεντρική σημασία) και καταφεύγουν στη συμβουλευτική υποστήριξη από ειδικούς ή κινούνται εκ του ασφαλούς αγοράζοντας μόνο καλά αναγνωρισμένα έργα ή έργα διάσημων καλλιτεχνών. Κινούμενοι εκ του ασφαλούς, μειώνουν το ρίσκο της λάθους επιλογής, αφού ουσιαστικά στηρίζονται στις προτιμήσεις που έχουν ήδη καθιερωθεί από προηγούμενους αγοραστές. Με αυτό τον τρόπο όμως αναπαράγουν τις ήδη υπάρχουσες προτιμήσεις και αποτελούν τροχοπέδη στην ανάδειξη νέων αναδυόμενων καλλιτεχνών στην εν λόγω αγορά.

Η **τιμή και η διαθεσιμότητα υποκατάστατων** συνήθως επηρεάζει σημαντικά τη ζήτηση. Όπως έχουμε αναφέρει πολλές φορές, τα έργα είναι μοναδικά και χαρακτηρίζονται από έλλειψη στενών υποκατάστατων. Αν οι τιμές των έργων ενός συγκεκριμένου σύγχρονου καλλιτέχνη είναι απαγορευτικά υψηλές, ένας συλλέκτης δεν θα αγοράσει για παράδειγμα Ιμπρεσιονιστές ή έπιπλα αντίκες, μπορεί ωστόσο να υποκαταστήσει αυτά τα ακριβά έργα με άλλα έργα μικρότερη αξίας του ίδιου καλλιτέχνη ή έργα καλλιτεχνών του ίδιου είδους.

Τέλος, η ζήτηση αυξάνεται, όσο υψηλότερη είναι η **αναμενόμενη απόδοση** μιας επένδυσης στην τέχνη. Οι αποδόσεις μπορεί:

- να είναι αρνητικές, κάποια έργα μπορεί να πωληθούν σε χαμηλότερη τιμή από την αρχική τιμή αγοράς τους
- να διατηρήσουν την αξία τους (face value)
- να υποστούν αρνητική απόδοση, λαμβάνοντας υπόψη το κόστος διακράτησης και συντήρησης τους.

Οι αρνητικές αναμενόμενες αποδόσεις θα επιβραδύνουν τη ζήτηση, λόγω του ρίσκου και της αβεβαιότητας που υποβόσκει γύρω από αυτή την επένδυση. Οι επενδυτές που επιδιώκουν επενδύσεις υψηλής ρευστότητας είναι επίσης πιθανό να βρουν την τέχνη λιγότερο ελκυστική.

ΠΡΟΣΦΟΡΑ	ΖΗΤΗΣΗ
Πεπερασμένος αριθμός έργων	Εισόδημα
Έλλειψη έργων υψηλής ποιότητας	Προτιμήσεις, Γούστο
3Ds (Divorce, Death, Debt)	Μόδα
	Τιμή
	Διαθεσιμότητα υποκατάστατων
	Αναμενόμενη απόδοση
	Ρευστότητα επένδυσης

Η τέχνη είναι μια ιδιάζουσα αγορά γιατί δεν έχει μόνο μια οικονομική αξία, αλλά κυρίως μια υποκειμενική αξία. Οι αξίες αυτές είναι μετρήσιμες μόνο δια μέσου των τιμών που επιτέθηκαν στην αγορά. Η επικρατούσα οικονομική θεωρία δεν μπορεί να εξηγήσει πλήρως την αλληλεπίδραση των δυνάμεων προσφοράς και ζήτησης στην αγορά της τέχνης, λόγω των εγγενών δυσκολιών της. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που διαμορφώνουν την τελική τιμή του προϊόντος άλλοι είναι αντικειμενικοί και ποσοτικοποιήσιμοι (όπως το θέμα, το μέγεθος, το μέσο, η προέλευση και η κατάσταση του έργου, καθώς και η φήμη και η δημοτικότητα του καλλιτέχνη) και φυσικά υπάρχει και η υποκειμενικότητα, η οποία δεν μπορεί να ποσοτικοποιηθεί. Αυτό καθιστά την ανάλυση μας δυσχερή.

Φυσικά, δύναται να δημιουργηθεί μια εύλογη κλίμακα μέτρησης των τιμών για συγκεκριμένα έργα ή συγκεκριμένους καλλιτέχνες. Οποιαδήποτε υπέρβαση αυτού του εύρους τιμών μετρά την υποκειμενικότητα.

### 1.6 Τέχνη ως επένδυση



Το πρώιμο παράδειγμα της σύγχρονης και στρατηγικής επένδυσης στην τέχνη είναι το βρετανικό Ταμείο Συντάξεων Σιδηροδρόμων (BRPF). Η British Rail επένδυσε 40 εκατομμύρια λίρες στερλίνες, που ισοδυναμούν με 2% των συνολικών κεφαλαίων του ταμείου και κέρδισε τη φήμη ότι είναι "ένας από τους μεγαλύτερους προστάτες της τέχνης από την εποχή των Μεδίκων". Από το 1974 έως το 1999, το ταμείο επένδυσε σε περισσότερα από 2.400 έργα τέχνης, συμπεριλαμβανομένων των έργων Old Masters και Ιμπρεσιονιστών, βιβλία, χειρόγραφα, μεσαιωνικά έργα και κινεζικών κεραμικών. Σύμφωνα με την Susan Adeane, ο στόχος τους ήταν να επενδύσουν κάπου, όπου να μπορούν να «νικήσουν» τον πληθωρισμό, ο οποίος ήταν εξαιρετικά υψηλός στη Βρετανία εκείνη την περίοδο και δεν μπορούσε να αντισταθμιστεί με άλλον τρόπο επειδή η χρηματιστηριακή αγορά είχε πέσει πολύ, η αγορά ακινήτων είχε καταρρεύσει, δεν υπήρχαν χρεόγραφα συνδεδεμένα με δείκτη και δεν υπήρχαν άλλες επιλογές, όπως εμπορεύματα ή αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου ή διεθνή ομόλογα. Ακόμα και με τις ξένες επενδύσεις, υπήρχαν περιορισμοί, ώστε να διαφοροποιήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους με επενδύσεις του εξωτερικού, υπήρχαν έλεγχοι συναλλάγματος και ένα υψηλό δολάριο. Οι αποδόσεις ποικίλλουν ανάλογα με τον τύπο της τέχνης, αλλά ήταν ενθαρρυντικές. Καθ' όλη τη διάρκεια 1974-2003, η απόδοση του χαρτοφυλακίου ήταν 4% ετησίως. Όμως, τα έργα των Ιμπρεσιονιστών πωλήθηκαν σε μια περίοδο, όπου αγορά ήταν ισχυρή και η τελική απόδοση των κεφαλαίων ήταν υψηλότερη και η επένδυση στην τέχνη υπερέβη τις προσδοκίες του συνταξιοδοτικού ταμείου.

Μετά την επένδυση σε έργα τέχνης του Βρετανικού Ταμείου Συντάξεων Σιδηροδρόμων και άλλα ταμεία επενδύσεων άρχιζαν να αγοράζουν έργα τέχνης για να τα συμπεριλάβουν μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού τους για λόγους διαφοροποίησης, όπως το Ταμείο Καλών Τεχνών της Κίνας, το οποίο έχει δημιουργήσει το ισχυρότερο ιστορικό για τις επενδύσεις.

Αυτό που ενδιαφέρει κυρίως αυτούς που καταρτίζουν δείκτες είναι εάν η τέχνη υπέρ-αποδίδει ή υπό-αποδίδει σε σχέση με άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Αρχικά, λοιπόν πρέπει να αξιολογηθούν οι **χρηματοοικονομικές αποδόσεις** διαχρονικά και να μετρηθεί η μεταβολή της καθαρής χρηματικής αξίας. Ωστόσο, η αξιολόγηση των οικονομικών αποδόσεων σε μια δεδομένη περίοδο έχει προβλήματα. Τα έργα τέχνης είναι μοναδικά προϊόντα με εξαιρετικά αργό κύκλο πωλήσεων και τζίρου (turnover). Αν θέλουμε να εξετάσουμε μια επένδυση σε μετοχές είναι εύκολο να συγκρίνουμε τις αποδόσεις αυτών των μετοχών με αποδόσεις άλλων ταυτόσημων μετοχών. Όμως, αν θέλουμε να αξιολογήσουμε τις τιμές ενός συγκεκριμένου έργου δεν υπάρχει μέτρο σύγκρισης. Έτσι, τα προβλήματα που δημιουργούνται είναι αυτά της ετερογένειας και της σπανιότητας των συναλλαγών, όπου οι οικονομολόγοι έχουν αναπτύξει μερικές μεθόδους για να τα ξεπεράσουν.

Τα έξοδα **διακράτησης** είναι ένα άλλο θέμα που πρέπει να ξεπεραστεί. Αυτά αφορούν σε διάφορα κόστη που προκύπτουν για τη συντήρηση, την αποθήκευση, την αποκατάσταση και την ασφάλιση ενός έργου τέχνης. Τα έξοδα αυτά εμφανίζονται για όλα τα φυσικά και ενσώματα περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων των ακινήτων. Αυτά, λοιπόν θα πρέπει να αφαιρεθούν από τις αποδόσεις, προκειμένου να μπορούμε να τα συγκρίνουμε με άλλες χρηματοοικονομικές επενδύσεις. Το κόστος αυτό ποικίλλει ανάλογα με το έργο τέχνης και μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ 1% και 5% της καθαρής του αξίας.

Τα **κόστη συναλλαγών** πρέπει επίσης να ληφθούν υπόψη κατά την αξιολόγηση της απόδοσης. Για παράδειγμα, τα τέλη δημοπρασίας και οι προμήθειες που επιβάλλονται στους αγοραστές ποικίλλουν, αλλά συχνά

ανέρχονται έως και 25% για τα δύο μέρη (αγοραστές και πωλητές) και μπορεί επίσης να περιλαμβάνουν υποχρεωτικά τέλη ασφάλισης και αποστολής.

Βέβαια, υπάρχει και η θετική πλευρά, υπάρχουν και ορισμένα **φορολογικά πλεονεκτήματα** για την επένδυση στην τέχνη. Σε πολλές χώρες, υπάρχουν φοροαπαλλαγές από την επένδυση στην τέχνη και έτσι τα φορολογικά πλεονεκτήματα της ιδιοκτησίας της τέχνης μπορούν να αποτελέσουν σημαντικό μέρος της τελικής επιστροφής του επενδυτή.

Οι αποδόσεις στην τέχνη μπορεί να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ διαφορετικών ειδών και καλλιτεχνών, όμως μπορούμε να την χρησιμοποιήσουμε σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με απώτερο σκοπό τη μείωση του ρίσκου. Αυτό είναι αναμφισβήτητα ένα ελκυστικό χαρακτηριστικό της.

Φυσικά, δεν θα πρέπει να παραληφθεί το γεγονός ότι υπάρχουν κίνδυνοι στην επένδυση σε έργα τέχνης που δεν υπάρχουν για άλλες κατηγορίες χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Μερικοί από αυτούς είναι οι παρακάτω:

- **κίνδυνος βλάβης** ή φθοράς. Η τέχνη είναι ένα υλικό περιουσιακό στοιχείο, υπάρχουν κίνδυνοι που σχετίζονται με τη ακεραιότητά της. Βεβαίως, κάθε επενδυτής που σέβεται τον εαυτό του, τα ασφαλίζει.
- **αυθεντικότητα** ενός έργου. Είναι ψεύτικο ή αντίγραφο; Πόσο σίγουρος είναι ο τίτλος και η προέλευσή του; Υπάρχουν ερωτήσεις σχετικά με τα δικαιώματα ιδιοκτησίας της; Όλοι αυτοί οι κίνδυνοι είναι ιδιαιτέρως χαρακτηριστικοί για αυτή την κατηγορία περιουσιακών στοιχείων και φυσικά υπάρχει η ανάγκη των εμπειρογνομόνων για την αποτίμηση και επικύρωση τους. Και πάλι όμως υπάρχει πάντα η πιθανότητα ανθρώπινου σφάλματος και μεροληψίας, και οι πιο αξιόλογοι οίκοι και πωλητές δημοπρασιών μπορούν να κάνουν λάθη
- **αβεβαιότητα σχετικά με το ποσοστό απόδοσης.** Ο κίνδυνος επένδυσης στην τέχνη προκύπτει από διακυμάνσεις του ρυθμού μεταβολής των τιμών. Όπως συμβαίνει με όλες τις επενδύσεις, ο στόχος της επένδυσης είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου για ένα δεδομένο επίπεδο απόδοσης ή η μεγιστοποίηση των αποδόσεων για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Υπάρχουν διάφορες στατιστικές μέθοδοι για τη μέτρηση του κινδύνου τόσο για μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία τέχνης όσο και για άλλες επενδύσεις. Ένα πρόβλημα με τις περισσότερες μεθόδους είναι ότι στηρίζονται σε ιστορικά δεδομένα (που σημαίνει ότι δεν μπορούν να προβλέψουν μελλοντικούς κινδύνους).

Η βασική αρχή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι η αποτελεσματική διαφοροποίηση, η οποία επιτυγχάνεται με την εύρεση και του σωστού συνδυασμού περιουσιακών στοιχείων που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους. Η τέχνη έχει αποδειχθεί ότι έχει χαμηλή και αρνητική συσχέτιση με πολλές άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων σε διαφορετικές περιόδους. Έτσι, τα οφέλη διαφοροποίησης από την επένδυση στην τέχνη συγκαταλέγονται μεταξύ των ισχυρότερων σημείων πώλησης.

Ο κίνδυνος μας ενδιαφέρει σε κάθε επένδυση. Η μέτρηση του κινδύνου της επένδυσης στην τέχνη μπορεί να γίνει και μέσω της διαδικασίας της δημοπρασίας, πέρα από την τυποποιημένη ανάλυση χρηματοοικονομικού κινδύνου. Ο κίνδυνος μπορεί να μετρηθεί με την εκτίμηση της απόκλισης των πραγματικών τιμών της αγοράς από το προσυμβατικό εύρος αποτίμησης ή, με άλλα λόγια, με τον τρόπο με τον οποίο η τιμή που επιτυγχάνεται κατά τη δημοπρασία αποκλίνει από την τιμή που έπρεπε να επιτύχει. Αν το έργο πωλείται σε τιμή υψηλότερη από το εκτιμώμενο εύρος, αυτό είναι προφανώς ένα απροσδόκητο ανοδικό όφελος, επομένως από την άποψη της εκτίμησης του κινδύνου, το επίκεντρο είναι το

μειονέκτημα - δηλαδή, αν η τιμή που επιτυγχάνεται σε δημοπρασία υπολείπεται της προσδοκίας του.

## **Κεφάλαιο 2 Αξιολόγηση, τιμές και εκτιμήσεις έργων τέχνης**

---

### **2.1 Εισαγωγή**

Οι τιμές τέχνης, όπως οι τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθορίζονται από την αλληλεπίδραση προσφοράς και ζήτησης. Η μοναδικότητα των χαρακτηριστικών της τέχνης, ξεπερνούν την οικονομική θεωρία για τον καθορισμό της τιμής. Οι αξίες στην αγορά της τέχνης, όπως ήδη έχει αναφερθεί είναι ένα αμάλγαμα αντικειμενικών και υποκειμενικών εκτιμήσεων, ορθολογικών και μη-ορθολογικών δυνάμεων και ποσοτικών και ποιοτικούς παραγόντων. Αυτό που έχει ισχυρή θέση στην τέχνη είναι ότι η τέχνη έχει υποκειμενική αξία σε εκείνους που την κατέχουν και την θαυμάζουν, αλλά έχει και οικονομική αξία. Το άθροισμα αυτών των δύο τιμών είναι η τελική τιμή που επιτυγχάνει στην αγορά.

Για να κατανοήσουμε, αλλά και να προβλέψουμε τις τάσεις στην αγορά τέχνης μπορούμε να ανατρέξουμε στις τιμές των έργων που ήδη έχουν δημοπρατηθεί. Ωστόσο, τα έργα τέχνης ως μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία έχουν αργό κύκλο εργασιών και εμπορεύονται ελάχιστα. Η εκτίμηση της αξίας ενός έργου τέχνης σε μια χρονική στιγμή απαιτεί πάντα ένα βαθμό εμπειρίας και υποκειμενικότητας. Η ανάγκη για τεχνογνωσία οδήγησε στην εξέλιξη της βιομηχανίας εκτίμησης έργων τέχνης, η οποία είναι ένας κρίσιμος τομέας για την υλοποίηση μιας επένδυσης στην τέχνη.

Από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, όλο και περισσότεροι άρχισαν να αγοράζουν έργα τέχνης για να διαφοροποιήσουν το επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο. Αυτή η αύξηση της ζήτησης, άλλαξε το μοτίβο στην αγορά τέχνης για πάντα. Ο αριθμός των συλλεκτών παγκοσμίως εκτινάχθηκε και με τη σειρά του παρέσυρε και τις τιμές. Το γεγονός αυτό καθιέρωσε πλέον την τέχνη ως μια ξεχωριστή κατηγορία χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Η κατηγορία αυτή είναι πολύ ξεχωριστή και ενδιαφέρουσα και έχει πολλές προκλήσεις συγκριτικά με άλλες κατηγορίες. Απαιτείται ασφάλιση, διαχείριση κινδύνων, φορολογία, κόστος συναλλαγών και συναισθηματικές εκτιμήσεις.

Η αξιολόγηση είναι το πρώτο βήμα, ο οποίο θα πρέπει να γίνει για την αντιμετώπιση αυτών των προκλήσεων - είτε πρόκειται για αγορά, είτε πώληση, είτε μετακίνηση, είτε αποθήκευση, είτε αποκατάσταση είτε δωρεά ενός έργου τέχνης ή μιας συλλογής. Όταν αυτή δεν γίνεται τον πιο επαγγελματικό τρόπο, οι νομικές, οικονομικές και συναισθηματικές συνέπειες μπορεί να είναι δαπανηρές.

### **2.1 Μια επισκόπηση των τιμών της αγοράς τέχνης**

- ❖ 2008 μέχρι το δεύτερο εξάμηνο, όταν μεγάλο μέρος του κόσμου έφτασε σε σημείο οικονομικής κρίσης, ορισμένες κατηγορίες έργων τέχνης έφταναν σε εξαιρετικές τιμές και οι τιμές των δημοπρασιών έφθαναν σε επίπεδα άνευ προηγουμένου.
- ❖ 2002 -2006, οι πωλήσεις στην αγορά έργων τέχνης αυξήθηκαν κατά 95% όσον αφορά την αξία και το 2006 ήταν ένα έτος έκρηξης στην αγορά.

Η κατηγορία, η οποία τράβηξε την προσοχή, από τους πρωτοφανείς ρυθμούς ανάπτυξης ήταν η Σύγχρονη Τέχνη. Κατά το έτος έκρηξης, τον πιο έντονο πληθωρισμό τον είχε η κινεζική Σύγχρονη (με 336% αύξηση), η Ινδική Σύγχρονη

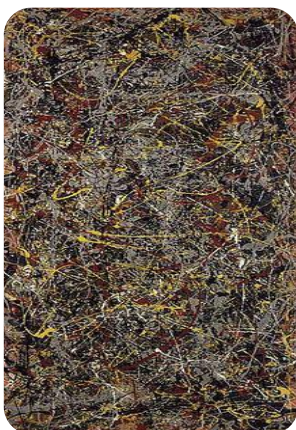
(684%) και η Ρωσική Σύγχρονη (253%). Μετά το 2006 και ως το 2007, η Σύγχρονη Τέχνη είχε γίνει το μεγαλύτερο τμήμα στις μεγάλες αίθουσες πωλήσεων των Sotheby's και Christie's.

Έργα με τιμές ρεκόρ 2005-2006:



Καρχαρίας δύο τόνων στη φορμόλη του Damien Hirst

- Πωλήθηκε \$12Μη και εκ νέου το 2018 -\$18Μη
- Πηγή φωτογραφίας:  
<https://3pointmagazine.gr/damien-hirst-%CE%BF-%CF%80%CE%B9%CE%BF-%CE%B1%CE%BA%CF%81%CE%B9%CE%B2%CE%BF%CF%80%CE%BB%CE%B7%CF%81%CF%89%CE%BC%CE%AD%CE%BD%CE%BF%CF%82-%CE%B8%CE%AC%CE%BD%CE%B1%CF%84%CE%BF%CF%82/3pointmagazine.gr>



Jackson Pollock's No. 5, 1948

- Πωλήθηκε το 2006
- \$140Μη
- Πηγή φωτογραφίας :  
[https://en.wikipedia.org/wiki/No.\\_5,\\_1948](https://en.wikipedia.org/wiki/No._5,_1948)



Η γυναίκα III της Willem de Kooning

- Πωλήθηκε το 2006
- \$137,5εκ
- Πηγή φωτογραφίας:  
<https://www.nytimes.com/2006/11/18/arts/design/18pain.html>



Dora Maar au Chat του Pablo Picasso

- Πωλήθηκε το 2006
- \$95,2εκ
- Πηγή φωτογραφίας:  
<https://www.pablocicasso.org/dora-maar-au-chat.jsp>

Το γεγονός ότι πολλές παρόμοιες μεγάλες συναλλαγές πραγματοποιήθηκαν το 2006 σηματοδοτούσε την έναρξη μιας ανερχόμενης αγοράς. Πέρα από την Σύγχρονη Τέχνη, δραματική αύξηση παρουσίασαν οι ρωσικές αγορές τέχνης και φωτογραφίας και τα έργα των κινέζων σύγχρονων καλλιτεχνών, όπου οι τιμές τους άρχισαν να υπερβαίνουν το όριο των εκατομμυρίων δολαρίων.

Μία αξιοσημείωτη πώληση ήταν τον Απρίλιο του 2008, του έργου «Η Μεγάλη Οικογένεια No. 3» του Zhang Xiaogang, ένας από τους σημαντικότερους καλλιτέχνες της Κίνας, το οποίο πουλήθηκε για λίγο πάνω από 6 εκατομμύρια δολάρια στην κινεζική αγορά σύγχρονης τέχνης Sotheby's στο Χονγκ Κονγκ, η οποία ήταν η υψηλότερη τιμή που πληρώθηκε ποτέ για μια ζωγραφική από έναν Κινέζο σύγχρονο καλλιτέχνη.



Πηγή φωτογραφίας:

[http://www.paintinghere.com/painting/zhang\\_xiaogang\\_the\\_big\\_family\\_no\\_3\\_5410.html](http://www.paintinghere.com/painting/zhang_xiaogang_the_big_family_no_3_5410.html)

Αυτή ήταν η έκρηξη της κινεζικής σύγχρονης τέχνης, που οδήγησε στο άνοιγμα μιας θέσης στο Πεκίνο, τον Αύγουστο του 2008, της Pace Wildenstein, μιας ισχυρής γκαλερί στο Μανχάταν, σε μια προσπάθεια να αξιοποιήσει την αυξανόμενη ζήτηση τέχνης από τους πλούσιους κινεζικούς συλλέκτες.

Μετά από τα χρόνια της ξέφρενης και ταχείας ανάπτυξης, το φθινόπωρο του 2008 οι χρηματιστηριακές αγορές στις Ηνωμένες Πολιτείες, την Ευρώπη και την Ασία γνώρισαν σημαντική ύφεση και ο τομέας της σύγχρονης τέχνης τελικά άρχισε να παρουσιάζει κάποια σημάδια αποδυνάμωσης. Η ζημία από τις χρηματιστηριακές αγορές, οδήγησε πολλούς συλλέκτες στη ρευστοποίηση των έργων τέχνης τους, ώστε να αντλήσουν μετρητά. Η μειωμένη προσέλκυση αγοραστών, οδήγησε στην πτώση των τιμών και οι πτωτικές τιμές άρχισαν να εμποδίζουν τις πωλήσεις περαιτέρω. Οι εκτιμήσεις των δημοπρασιών δεν αντικατόπτριζαν τη νέα πιο συντηρητική πραγματικότητα. Πολλοί αγοραστές ήταν σε αναμονή, περιμένοντας να δουν την προσφορά έργων προς πώληση. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι τα έργα του καλλιτέχνη Andy Warhol, τα οποία στις δημοπρασίες του Νοεμβρίου 2008 έχουν υπερβολικά αισιόδοξες εκτιμήσεις. Οι πωλητές ήλπιζαν να κερδίσουν κάποια ρευστότητα και να εισπράξουν υψηλή τιμή, αλλά με τόσα έργα προς δημοπρασία και με τόσους πολλούς επιφυλακτικούς αγοραστές, πολλά από τα έργα έμειναν απούλητα. Τον Οκτώβριο και τον Νοέμβριο

του 2008, οι πωλήσεις μέσω δημοπρασιών μειώθηκαν έως και 30% όσον αφορά τα πωληθέντα τεμάχια και κατά 45-55% όσον αφορά την αξία, με αποτέλεσμα οι τιμές σε ορισμένες κατηγορίες να επανέλθουν στα επίπεδα του 2006, έναρξη της έκρηξης.

Έτσι, ενώ κάποιοι ζημιώθηκαν από την άμεση ρευστοποίηση σε χαμηλή τιμή, κάποιοι άλλοι άδραξαν την ευκαιρία και επένδυσαν σε έργα υψηλής ποιότητας αποκτώντας τα σε πολύ χαμηλές τιμές. Τα υπερτιμημένα αντικείμενα σε όλες τις κατηγορίες δεν βρήκαν αγοραστική/επενδυτική ανταπόκριση, αλλά τα έργα υψηλής ποιότητας τα οποία δίνονταν σε λογικές τιμές εξακολουθούσαν να πραγματοποιούν συνήθεις πωλήσεις και στις αρχές του 2009.

Την τελευταία δεκαετία έχουν σημειωθεί σημαντικές πωλήσεις μεμονωμένων έργων τέχνης, αλλά και συλλογών. Η δημοπρασία της συλλογής Ροκφέλερ, η οποία κατέκτησε το ρεκόρ της πιο ακριβής δημοπρασίας ιδιωτικής συλλογής όλων των εποχών, σημειώνοντας εισπράξεις \$833εκ.Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε το marketing του οίκου δημοπρασιών που ανέλαβε τον πλειστηριασμό της συλλογής.

Ο παρακάτω πίνακας περιέχει μερικά από τα πιο ακριβοπληρωμένα έργα της τελευταίας δεκαετίας.



«Οι χαρτοπαίκτες» του Πολ Σεζάν (1894-1895)

Πωλήθηκε το 2011

Τιμή πώλησης \$250εκ

Πηγή Φωτογραφίας: [https://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Card\\_Players](https://en.wikipedia.org/wiki/The_Card_Players)

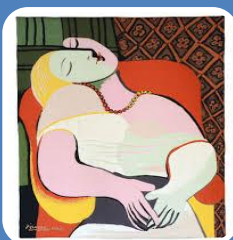


«Πότε θα παντρευτείς;» του Πολ Γκωγκέν (1892)

Πωλήθηκε το 2015

Τιμή πώλησης \$210εκ

Πηγή Φωτογραφίας: [https://en.wikipedia.org/wiki/When\\_Will\\_You\\_Marry%3F](https://en.wikipedia.org/wiki/When_Will_You_Marry%3F)



«Το όνειρο» του Πάμπλο Πικάσο (1932)

Πωλήθηκε το 2013

Τιμή πώλησης \$155εκ

Πηγή Φωτογραφίας: <https://www.culturenow.gr/h-istoria-piso-apo-ton-pinaka-oneiro-le-reve-toy-pamplo-pikaso/>



«No 6 (Βιολετί, Πράσινο και Κόκκινο)» του Μαρκ Ρόθκο

Πωλήθηκε το 2015

Τιμή Πώλησης \$186εκ

Πηγή Φωτογραφίας: <http://www.nostimonimar.gr/i-10-pio-akrivopliromeni-pinakes-ston-kosmo/>

## 2.2 Εκτιμήσεις και αξία

Η τιμή ενός έργου τέχνης μπορεί να διαφέρει ανά τις χρονικές περιόδους, επειδή επηρεάζεται από διάφορους εξωτερικούς παράγοντες, όπως η οικονομία, οι διαφορετικές τάσεις και μόδα στα καλλιτεχνικά είδη. Η συνεχής ενημέρωση και παρακολούθηση των εξελίξεων είναι επιβεβλημένη.

Η αξία της τέχνης δεν είναι άμεσα εμφανής, όπως συμβαίνει με άλλους τύπους περιουσιακών στοιχείων. Για να εξασφαλιστεί μια έγκυρη αποτίμηση της αξίας χρειάζεται η συμβολή ενός ανεξάρτητου και καταρτισμένου εκτιμητή. Φυσικά, η αξιολόγηση είναι μια πολύπλοκη διαδικασία και συναντά διάφορα προβλήματα. Τα τελευταία χρόνια υπάρχει μια μεγάλη πρόοδος στην ανάπτυξη ποσοτικών μεθόδων αξιολόγησης, όμως λόγω του ότι η αξιολόγηση πρέπει να βασίζεται σε με ποιοτικά μέτρα αυτό είναι τροχοπέδη για τη σωστή αξιολόγηση. Οι ποιοτικές εισροές στη διαδικασία αποτίμησης δεν πρέπει να είναι απλά οι τυχαίες και υποκειμενικές εκτιμήσεις ενός συλλέκτη ή επενδυτή, αλλά οι εκτιμήσεις ειδικευμένων εμπειρογνομώνων. Επίσης, πρέπει να είναι πάντα σαφές ότι η αγορά τέχνης δεν είναι μια ομοιογενής κατηγορία, αλλά μια οικογένεια πάνω από 300 ξεχωριστές κατηγορίες.

Σε μια αξιολόγηση, υπάρχουν ορισμένοι διαφορετικοί ορισμοί της αξίας που μπορούν να αποδοθούν με διαφορετικά σενάρια:

- ❖ **Η τιμή αντικατάστασης λιανικής πώλησης (RRV)** είναι το χρηματικό ποσό που θα κοστίσει για να αντικαταστήσει ένα στοιχείο με παρόμοιο είδος παρόμοιας ποιότητας, σε χώρο λιανικής πώλησης και σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα. Το RRV χρησιμοποιείται συνήθως για ασφαλιστικούς σκοπούς. Οι ασφαλιστικές εκτιμήσεις αποτελούν ένα μέτρο διαχείρισης κινδύνου, προκειμένου να προστατευθούν τα περιουσιακά στοιχεία σε περίπτωση που η συλλογή έργων τέχνης πέσει θύμα καταστροφής, πλημμύρας, καταιγίδας, κλοπής, τυχαίας ζημίας ή οποιασδήποτε άλλης δυσάρεστης κατάστασης. Πολλές φορές οι επενδυτές αποφεύγουν την ασφάλιση, ώστε να μη μπορούν να εντοπιστούν αυτά τα περιουσιακά τους στοιχεία από τις εκάστοτε αρμόδιες αρχές από φόβο επιβολής επιπρόσθετων φόρων.
- ❖ **Η δίκαιη αγοραία αξία (FMV)** είναι αυτό που ένας αγοραστής πρόθυμα θα πληρώσει έναν πωλητή πρόθυμο σε μια ανοικτή αγορά (στην περίπτωση αυτή, συνήθως η αγορά δημοπρασιών), με τα δύο μέρη να έχουν πλήρη γνώση όλων των σχετικών γεγονότων. Η δίκαιη αγοραία αξία είναι γενικά μικρότερη από την RRV, με την πρώτη να αντανάκλα πόσο θα κοστίσει η αγορά του στοιχείου σε σενάριο δημοπρασίας, ενώ το RRV αντικατοπτρίζει το κόστος αγοράς του στοιχείου σε μια γκαλερί υψηλού επιπέδου. Το FMV χρησιμοποιείται συνήθως για εκτιμήσεις φόρου ακίνητης περιουσίας και φόρου εισοδήματος. Οι εκτιμήσεις απαιτούνται για φορολογικούς σκοπούς, ώστε να προσδιοριστεί το ποσό που θα καταβληθεί λόγω διαφόρων περιστάσεων π.χ. κληρονομίες, φιλανθρωπίες, δωρεές κ.λπ.
- ❖ **Η εμπορεύσιμη αξία σε μετρητά (MCV)** προσδιορίζεται λαμβάνοντας το FMV του στοιχείου και αφαιρώντας από αυτό το κόστος πώλησης του στοιχείου, όπως προμήθειες, ασφαλιστικές δαπάνες και παρόμοια έξοδα συναλλαγής. Το MCV εφαρμόζεται συνήθως σε καταστάσεις όπως διαζύγια, όταν τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να διαιρεθούν.

## 2.3 Επιλογή Εκτιμητή

Η σωστή επιλογή ενός αντικειμενικού και αξιόπιστου εκτιμητή είναι επιβεβλημένη για τον καθορισμό μιας έγκυρης και αξιόπιστης τιμής. Υπάρχουν πολλά χρήσιμα εργαλεία, τα οποία μας βοηθούν στη σωστή επιλογή, όπως η ειδικότητα που κατέχει, η προϋπηρεσία του στο χώρο, αν είναι μέλος μιας εθνικά αναγνωρισμένης ομάδας αξιολόγησης βάση της οποίας εκπονεί αξιολογήσεις σύμφωνα με τα Ενιαία Πρότυπα Επαγγελματικής Εκτιμήσεως.

Φυσικά υπάρχουν πολλοί κανόνες που πρέπει να ακολουθηθούν, κάποιιο πιο συγκεκριμένοι είναι οι ακόλουθοι:

- ❖ **Ο κανόνας αρμοδιότητας** (The competency rule). Πριν την αποδοχή οποιαδήποτε ανάθεσης, ο εκτιμητής πρέπει να δηλώσει τυχόν έλλειψη εξειδίκευσης με το συγκεκριμένο τύπο ιδιοκτησίας.
- ❖ **Ο κανόνας δεοντολογίας** (The ethics rule). Πρέπει να υπάρχει ανεξαρτησία, αμεροληψία και αντικειμενικότητα στην εκτίμηση, χωρίς να υπάρχει υπόνοια εύνοιας προς κάποιο συμφέρον.
- ❖ **Ο κανόνας αντικειμενικότητας** (The objectivity rule). Η εκτίμηση ενός έργου πρέπει να είναι καθαρά αντικειμενική και δεν μπορεί να αναφέρει ποια θα «πρέπει» να είναι η αξία ενός έργου. Σε καμία περίπτωση η αξία δεν πρέπει να είναι υπερτιμημένη.
- ❖ **Ο κανόνας ορισμού και ανάλυσης** (The definition and analysis rule). Η αξία ενός έργου τέχνης εξαρτάται από το πού είναι πιθανό να πωληθεί, για παράδειγμα, μέσω δημοπρασίας, ιδιωτικής πώλησης ή λιανικής πώλησης. Ο εκτιμητής θα πρέπει επίσης να αναλύσει τις σχετικές οικονομικές συνθήκες κατά το χρόνο της αποτίμησης, της προσφοράς και της ζήτησης στην αγορά και την αντιληπτή ή πραγματική σπανιότητα ή τη σπανιότητα του συγκεκριμένου στοιχείου.

Έχουν εκδοθεί πολλές μελέτες σχετικά με τη σημασία της εκτίμησης. Μερικές από αυτές συνοψίζονται παρακάτω:

- Milgrom και Weber (1982). Ανέφεραν χαρακτηριστικά «Ειλικρινά είναι η καλύτερη πολιτική»
- Abowd και Ashenfelter (1988). Έκαναν τη διαπίστωση ότι η εκτιμώμενη τιμή είναι σαφώς καλύτερα εκτιμώμενη από τις προβλέψεις των ηδονικών μοντέλων.
- Chanel et al (1996). Ανέφερε ότι οι οίκοι δημοπρασιών είναι αξιόπιστοί
- Bauwens και Ginsburgh (2000). Έκαναν μια διαφορετική τοποθέτηση επί των «English Silver» έργων τέχνης. Ο οίκος Christie συστηματικά υποεκτιμά. Ενώ, ο οίκος Sotheby υπερεκτιμά αντικείμενα χαμηλής αξίας και υποεκτιμά αντικείμενα υψηλότερης αξίας

## 2.4 Προσεγγίσεις και Μεθοδολογία Εκτίμησης

Η αποτίμηση της αξίας ενός έργου είναι συνάρτηση των προαναφερόμενων κανόνων που πρέπει να ακολουθήσει ο εκτιμητής, αλλά και άλλων παραγόντων, πιθανότατα θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η ιστορικότητα των πωλήσεων του ίδιου



καλλιτέχνη ή ελλείπει συγκρίσιμων πωλήσεων από τον ίδιο καλλιτέχνη, τις πωλήσεις έργων ενός καλλιτέχνη της ίδιας περιόδου, στυλ και αξίας. Αυτή η μέθοδος επιτρέπει την ευελιξία στην προσαρμογή της αξίας ενός έργου.

Έτσι, ανάλογα με τα διαθέσιμα συγκρίσιμα δεδομένα της αγοράς, ο εκτιμητής μπορεί να προσφέρει διαφορετικούς τύπους αξιολογήσεων σε διαφορετικές πωλήσεις:

- ❖ Για μια δίκαιη αγοραία αξία (FMV), ο εκτιμητής θα εξετάσει γενικά τις πρόσφατες τιμές δημοπρασίας.
- ❖ Για μια τιμή αντικατάστασης λιανικής πώλησης (RRV), ο εκτιμητής θα εξετάσει τις τρέχουσες τιμές των γκαλερί.

Οι παράγοντες που θα πρέπει να εξεταστούν για μια εκτίμηση είναι οι κάτωθι:

#### **Ειδικοί παράγοντες:**

- ❖ **Η θέση της πώλησης:** δημοπρασίες σε μια γεωγραφική περιοχή έξω από την κανονική τοποθεσία για την πώληση ενός έργου από αυτόν τον καλλιτέχνη
- ❖ **Το μέγεθος:** πολλές μελέτες έχουν δείξει θετική συσχέτιση τιμής και μεγέθους ενός έργου. Παρόλα αυτά, υπάρχει ένα κριτικό μέγεθος κατά το οποίο η τιμή επηρεάζεται και αυτό γιατί οι αγοραστές προτιμούν έργα των οποίων το μέγεθος να ταιριάζει για τις επιφάνειες των τοίχων των σπιτιών τους ή των γραφείων που θέλουν να διακοσμήσουν και έτσι προτιμούν έργα «λογικού» μεγέθους. Έτσι, η ζήτηση για μεγάλα έργα είναι συνήθως περιορισμένη και αυτό διαμορφώνει την τιμή των έργων τεραστίων διαστάσεων σε χαμηλότερα επίπεδα.
- ❖ **Τα υλικά του έργου:** Το κοινό αποτέλεσμα ερευνών έδειξε ότι τα έργα με λάδι είναι πιο ακριβά από τα ακρυλικά έργα, τα έργα με τέμπερα και τις ακουαρέλες. Το ίδιο ισχύει και για τα έργα σε καμβά, τα οποία αποτιμούνται περισσότερο από αυτά που έχουν εκτελεσθεί σε χαρτί ή άλλες επιφάνειες. Η υψηλότερη αποτίμηση συνδέεται με τη μεγαλύτερη διάρκεια των έργων, αλλά και την πιο επιδέξια τεχνική που απαιτείται για την εκτέλεση του έργου.
- ❖ **Ο τύπος πώλησης:** Αν υπάρχει συγκριτικό προϊόν που μπορεί να πωληθεί αντί αυτού.
- ❖ **Το θέμα του έργου:** Το περιεχόμενο δεν μπορεί να κατηγοριοποιηθεί διότι εξαρτάται από τον καλλιτέχνη, τον αγοραστή, την περίοδο, τα γούστα, την αγορά κ.λπ. Έτσι, λόγω των πολλών παραμέτρων, είμαι δύσκολο να αποκωδικοποιήσουμε και μεταφράσουμε αυτές τις ποιοτικές μεταβλητές που επηρεάζουν την τιμή. Έχει συμβεί πιο εμπορικά έργα του ίδιου καλλιτέχνη να πήραν μέρος στην ίδια δημοπρασία και να προκάλεσαν μια λιγότερο επιθυμητή τιμή
- ❖ **Η κατάσταση του έργου:** Η συνολική κατάσταση ενός έργου επηρεάζει την τιμή. Έργα σε κακή κατάσταση μπορεί να προκαλέσουν και μείωση της τιμής έως και 80%. Γενικά, έργα καλώς συντηρημένα και διατηρημένα αποτιμούνται υψηλότερα.

- ❖ **Η προέλευση του έργου.** Ποια είναι η ιστορία ιδιοκτησίας του έργου; Προέρχεται από μια ιδιαίτερα αξιοσημείωτη ή επιθυμητή συλλογή (αν πωλούνται από έναν γνωστό συλλέκτη); Οι τιμές σε αυτές τις πωλήσεις μπορεί να είναι πολλαπλάσιες των εκτιμήσεων λόγω του ενθουσιασμού που παράγεται από έναν συγκεκριμένο συλλέκτη. Αυτές οι τιμές συχνά δεν είναι βιώσιμες σε μελλοντικές πωλήσεις των ίδιων έργων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η συλλογή Ροκφέλερ, όπου το σύνθημα του οίκου δημοπρασιών που είχε αναλάβει την πώληση ήταν «Ζήστε σαν ένας Ροκφέλερ»
- ❖ **Η ημερομηνία του έργου** εντός της καλλιτεχνικής ζωής του καλλιτέχνη: Τα έργα που μπορεί να φαίνονται στον εκτιμητή να είναι παρόμοια, αλλά να αντλούν ευρέως διαφορετικές τιμές μπορεί να είναι από διαφορετικές περιόδους του έργου ενός καλλιτέχνη.
- ❖ **Η υπογραφή.** Πολλοί γνωστοί πίνακες δεν είναι υπογεγραμμένοι. Τον 17ο αιώνα, τα ολλανδικά, και σε μικρότερο βαθμό φλαμανδικά έργα, ήταν υπογεγραμμένα, ενώ οι Ιταλοί συνήθως δεν το έκαναν. Ακόμη και κατά τον 18ο αιώνα συνέχισαν πολλοί Ιταλοί για να αποφεύγουν την υπογραφή. Το γεγονός ότι δεν υπάρχει υπογραφή ενισχύει την αβεβαιότητα και επηρεάζει τον καθορισμό της τιμής.
- ❖ **Ο θάνατός τους, η τιμή τους.** Κάποιες έρευνες έχουν δείξει ότι οι τιμές των έργων ενός καλλιτέχνη ανεβαίνουν κατακόρυφα μετά τον θάνατό του καλλιτέχνη. Άλλες έρευνες έχουν δείξει ότι η θεωρία αυτή είναι σωστή εν μέρει. Η ζήτηση για το έργο ενός καλλιτέχνη επηρεάζεται και εξαρτάται από πολλούς μεμονωμένους ή και σε συνδυασμό παράγοντες, όπως η θέση που παίρνουν οι κριτικοί απέναντι σε ένα καλλιτεχνικό, οι μουσειακές εκθέσεις, όπως και το ποιες συλλογές και ιδρύματα το έχουν εντάξει στα αποκτήματά τους. Θεωρητικά ο καλλιτέχνης εν ζωή μπορεί να ελέγχει την παραγωγή του, διατηρώντας την ισορροπία των τιμών γύρω από το έργο του, όμως μετά τον θάνατο του οι παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά είναι διαφορετικοί. Επειδή ακριβώς η προσφορά σταματά απότομα και οι τιμές λογικά θα ανέβουν, ορισμένοι έμποροι ενδέχεται να βγάλουν μεγάλο αριθμό έργων προς πώληση. Το γεγονός ότι δεν μπορεί να προβλεφθεί το ποσοστό έργων που θα κυκλοφορήσουν μετά τον θάνατο ενός καλλιτέχνη επηρεάζει σαφώς και το «φαινόμενο του θανάτου». Έρευνες έδειξαν ότι η χρυσή ηλικία θανάτου ενός καλλιτέχνη ώστε οι τιμές των έργων του να ανέβουν μετά θάνατον είναι τα 70 έτη.

#### **Εξωτερικοί παράγοντες:**

- ❖ **Ο ενδιαφερόμενος στη διαδικασία υποβολής προσφορών.** Αν κατά τη διαδικασία υποβολής προσφορών, συμμετέχει ένας «ισχυρός» ενδιαφερόμενος, αυτό το γεγονός προσελκύει και άλλους και οδηγεί σε υψηλότερη τιμή.
- ❖ **Οι εμπειρογνώμονες:** Η επιρροή των εμπειρογνώμωνων, αν και συχνά έμμεση, είναι ίσως ο σημαντικότερος παράγοντας που επηρεάζει τις τιμές τέχνης. Οι κριτικές και οι επιλογές που γίνονται από αξιόπιστους κριτικούς, επιμελητές, διευθυντές πολιτιστικών ιδρυμάτων κλπ., που χρησιμεύουν ως φύλακες και νομιμοποιούν τις δεξιότητες, καθορίζουν τη φήμη και τη σταδιοδρομία των καλλιτεχνών, αλλά και τις προτιμήσεις και τις προτιμήσεις των αγοραστών. Και παρόλο που οι μόδες και οι μανιώςεις τάσεις μπορεί να

προκύπτουν ανεξάρτητα από τις απόψεις των εμπειρογνομόνων και ορισμένοι ταλαντούχοι καλλιτέχνες μπορούν να παραμείνουν απαγορευμένοι από τον κόσμο της τέχνης για μεγάλο χρονικό διάστημα (το πιο αξιοσημείωτο παράδειγμα είναι ο Vincent van Gogh), αυτές οι κριτικές επιβεβαιώνονται θετικά από την ιστορία της τέχνης.

- ❖ **Μόδα και γούστα:** Η αλλαγή των τάσεων και των γούστων έχει ως αποτέλεσμα διακυμάνσεις των τιμών στην αγορά της τέχνης. Εκτός από τις απόψεις των εμπειρογνομόνων, είναι ένας άλλος αποφασιστικός παράγοντας που καθοδηγεί τις επιλογές των αγοραστών. Οι μεταβαλλόμενες προτιμήσεις των αγοραστών οδηγούν σε υψηλή αστάθεια τιμών και αβεβαιότητα στην αγορά, η οποία, με τη σειρά της, θέτει υπό αμφισβήτηση την πιθανή προβλεψιμότητα των εν λόγω τιμών τέχνης.
- ❖ **Η κατάσταση της οικονομίας.** Αυτή η μεταβλητή αναφέρεται στην κατάσταση της οικονομίας τόσο σε εθνικό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο. Ενώ οι περίοδοι άνθησης στην αγορά της τέχνης και στο σύνολο της οικονομίας δεν πρέπει απαραίτητα να συμβαίνουν ταυτόχρονα, εν τέλει συμβαίνουν. Η αγορά των πολυτελών αγαθών, αγοράζεται μόνο όταν ικανοποιούνται άλλες βασικές ανάγκες και είναι ένα από τα πρώτα εμπορεύματα που πωλούνται κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης, ιδιαίτερα όσον αφορά τα καλλιτεχνικά έργα χαμηλότερης ποιότητας. Ως εκ τούτου, οι χρόνοι της έκρηξης στην αγορά της τέχνης μπορεί να προχωρήσουν με κάποια χρονική υστέρηση και οι καταστροφές της τέχνης μπορούν να τεθούν μόνο κατά την έναρξη της οικονομικής ύφεσης.

Όπως, έχει αναφερθεί πολλές φορές, η αξία ενός έργου τέχνης μπορεί να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου, ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς της τέχνης, την κατάσταση της εθνικής και της παγκόσμιας οικονομίας και τις τρέχουσες τάσεις. Έτσι, η επικαιροποίηση της αξίας κάθε τρία με τέσσερα χρόνια είναι επιβεβλημένη.

Ωστόσο, για έργα υψηλότερης αξίας ή με μεγαλύτερη μεταβλητότητα των τιμών τους, συγκεκριμένα έργα τέχνης πάνω από 1 εκατομμύριο δολάρια, ή έργα διακοσμητικής τέχνης άνω των 500.000 δολαρίων, μια ετήσια εκτίμηση είναι σαφώς καλύτερη.

## Κεφάλαιο 3 Δείκτες τιμών & Κίνδυνος

---

### 3.1 Εισαγωγή

Η απόφασή μας για οποιαδήποτε επένδυσή βασίζεται κατά κύριο λόγο στις αναμενόμενες οικονομικές αποδόσεις διαχρονικά. Τα έργα τέχνης, όπως ήδη έχουμε αναφέρει πολλές φορές είναι μοναδικά και ετερογενή προϊόντα, επίσης η αξία τους μεταβάλλεται πολύ αργά, γεγονός που καθιστά την αξιολόγηση των αποδόσεων σε μια δεδομένη περίοδο προβληματική.

Η τέχνη είμαι μια γενική κατηγορία, η οποία αποτελείται από πολλές υποκατηγορίες διαφορετικές μεταξύ τους. Αυτό δυσκολεύει τον προσδιορισμό της αναμενόμενης απόδοσης. Τα κέρδη εξαρτώνται από την κάθε κατηγορία, την αρχική την τιμή κτήσης, τις δαπάνες φύλαξης και ασφάλισης, καθώς η ζήτηση τη

στιγμή της πώλησης. Για αυτό το λόγο έχει δημιουργηθεί ένας ολόκληρος τομέας έρευνας στον πολιτιστικό τομέα των οικονομικών (cultural economics) που ασχολείται όχι μόνο με τον υπολογισμό των αποδόσεων των έργων τέχνης, αλλά και με τη σύγκριση του με άλλα χρηματοπιστωτικά περιουσιακά στοιχεία, όπως μετοχές και ομόλογα.

Οι δείκτες είναι βασικό εργαλείο για την παρακολούθηση της απόδοσης των μετοχών, ομολόγων ή άλλων χρηματοοικονομικών επενδύσεων. Για την τέχνη, δεν υπάρχουν καθημερινές τιμές κλεισίματος και ανοίγματος και οι συναλλαγές ακόμη και από τον ίδιο καλλιτέχνη μπορεί να είναι σχετικά σπάνιες, με μέσο όρο κύκλου εργασιών (turnover) άνω των τριάντα ετών για ένα μεμονωμένο έργο. Διάφορες μέθοδοι έχουν αναπτυχθεί για να ξεπεραστούν τα προβλήματα ετερογένειας και σπάνιας διαπραγμάτευσης, οι οποίες παρουσιάζουν τα δικά τους ζητήματα. Η εκμάθηση του τρόπου ανάγνωσης των δεικτών και της ερμηνείας των τιμών και των αποδόσεων τους με την πάροδο του χρόνου μπορεί να είναι ένα πολύ σημαντικό πρώτο βήμα στην αξιολόγηση του κινδύνου, από την πλευρά των επενδυτών.

### 3.2 Δείκτες Τιμών Τέχνης

Ένας περιορισμένος αριθμός ερευνών έχει αποπειραθεί να κατασκευάσει δείκτες τιμών για έργα τέχνης για να διευκολυνθεί η σύγκριση των αποδόσεων της αγοράς τέχνης με αποδόσεις μετοχών, ομολόγων και άλλων χρηματοοικονομικών αγορών.

Ορισμένοι οικονομολόγοι υποστηρίζουν ότι ένας δείκτης αγοράς της τέχνης πρέπει να περιγράφει τις γενικές τάσεις της αγοράς, όπως για τα χρηματιστηριακές αγορές έχουν κατασκευαστεί ανάλογοι δείκτες π.χ Dow Jones Industrial Average της Νέας Υόρκης, Nikkei του Τόκιο, FTSE 100 του Λονδίνου, CAC 40 του Παρισιού, DAX της Φρανκφούρτης και πολλοί άλλοι.

Ο στόχος της δημιουργίας ενός δείκτη τιμών είναι:

- Να μετράει την οικονομική απόδοση ενός έργου σε σχέση με άλλες επενδυτικές μορφές
- Να ελέγχει αν μειώνεται ο κίνδυνος της επένδυσης στην περίπτωση που η τέχνη είναι μέρος ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου
- Να αποτυπώνει τις γενικές τάσεις στην αγορά της τέχνης

Έτσι, σύμφωνα με τα παραπάνω, τα κύρια χαρακτηριστικά ενός δείκτη τέχνης είναι τα κάτωθι:

- ❖ η αντιπροσωπευτικότητα, δηλ. να αντιπροσωπεύει καλά τη μέση αγορά τέχνης
- ❖ η ρευστότητα
- ❖ η δυναμική, η οποία είναι ενδεικτική της αξίας των πωλήσεων που πραγματοποιούνται στην αγορά της τέχνης

Για την κατασκευή των δεικτών τιμών τέχνης χρησιμοποιούνται πέντε κύριες μεθοδολογίες:

1. γεωμετρικά μέσα (geometric means)
2. μέσες τιμές
3. παλινδρόμηση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων (RSR)
4. μέθοδος ηδονικής τιμολόγησης
5. υβριδική μοντελοποίηση

Οι περισσότεροι δείκτες τέχνης βασίζονται σε ένα μοντέλο για το οποίο η τιμή ενός έργου σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή είναι η συνάρτηση των σταθερών χαρακτηριστικών του έργου (π.χ. της ποιότητάς του) και των στοιχείων που ποικίλλουν με την πάροδο του χρόνου.

Χρησιμοποιήθηκαν οι παρακάτω βασικές προσεγγίσεις για να διορθωθεί το πρόβλημα της αλλαγής της ποιότητας.

Η **προσέγγιση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων** (repeat-sales approach), βασίζεται σε στοιχεία για έργα που έχουν πωληθεί περισσότερες από μία φορές κατά την υπό εξέταση περίοδο. Αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιήθηκε κυρίως από τους Baumol (1986), Goetzmann (1993) και Pesando (1993).

Η **μέθοδος ηδονικής τιμολόγησης**, βασίζεται σε στοιχεία που ψάχνουν για διαφορές στα χαρακτηριστικά των έργων σε διάφορα δείγματα. Ο Anderson (1974) και μετέπειτα οι Beulens και Ginsburgh (1992) χρησιμοποίησαν μοντέλα ηδονικής τιμολόγησης, τα οποία επίσης αναλύουν τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των έργων τέχνης, όπως μέγεθος, καλλιτέχνης, στυλ.

Πιο πρόσφατα υπάρχει μια τάση στο να ενσωματωθούν τα ηδονικά μοντέλα στο μοντέλο των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων, η προσέγγιση αυτή ονομάζεται **υβριδική μοντελοποίηση** (hybrid modeling), η οποία είναι ένας συνδυασμός των δύο.

Οι χρησιμοποιούμενες τεχνικές γενικά προσπαθούν να κατασκευάσουν ένα δείκτη που ελέγχει είτε τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των έργων είτε παρακολουθεί τις πραγματικές επαναλαμβανόμενες πωλήσεις των ίδιων έργων. Και οι δύο μέθοδοι έχουν τα δικά τους πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Ενδεικτικοί δείκτες είναι των:

- Goetzmann: δείκτης ετήσιας απόδοσης, αρκετά εκτεταμένος και χρονολογείται από το 1715 έως το 1986
- Pesando: δείκτης εξαμηνιαίος για μικρότερη περίοδο 1977-1992, η οποία περιλαμβάνει και την κατάρρευση των τιμών στο τέλος της δεκαετίας του 1980, που δεν καλύπτονται από τον δείκτη Goetzmann
- Mei and Moses (2002) χρησιμοποιώντας δεδομένα των ΗΠΑ

### **3.3 Προσέγγιση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων (repeat-sales approach)**

Η μέθοδος επαναλαμβανόμενων πωλήσεων μετράει τη μεταβολή της τιμής του ίδιου έργου μεταξύ δύο περιόδων και με αυτό τον τρόπο ελέγχει την ποιότητα του έργου. Η βασική παραδοχή αυτής της μεθόδου είναι ότι καμία από τις ιδιότητες του έργου δεν έχει μεταβληθεί μεταξύ των συναλλαγών. Με άλλα λόγια, η μέθοδος επανάληψης των πωλήσεων μετρά τη διαφορά τιμής πώλησης ακριβώς του ίδιου έργου τέχνης που πωλείται ταυτόχρονα και στη συνέχεια μεταπωλείται αργότερα. Η μέθοδος αυτή περιλαμβάνει και μια dummy μεταβλητή για κάθε έργο.

Πλεονεκτήματα

Είναι εύκολα κατανοητή, επειδή οι αποδόσεις βασίζονται στις σχετικές αποδόσεις του ίδιου έργου τέχνης. Αυτό που μετράται είναι η μεταβολή της τιμής με την πάροδο του χρόνου, με την ποιότητα να διατηρείται σταθερή.

Μειονεκτήματα

Υπάρχουν αρκετά σημαντικά μειονεκτήματα στη χρήση της μεθόδου επαναλαμβανόμενων πωλήσεων:

- ❖ Αν το δείγμα των δεδομένων δεν είναι αντιπροσωπευτικό, καθιστά και το δείκτη μη αντιπροσωπευτικό
- ❖ Αν το δείγμα είναι μεροληπτικό, τότε αγνοεί όλες τις πληροφορίες στις συναλλαγές των μεμονωμένων πωλήσεων, και ενδέχεται να μην είναι αντιπροσωπευτικός δείκτης για μεγαλύτερο πληθυσμό.
- ❖ Αλλαγές στα χαρακτηριστικά. Αν τα χαρακτηριστικά του ίδιου του έργου τέχνης ή της πώλησης αλλάζουν μεταξύ δύο συναλλαγών πωλήσεων, κάτι που συμβαίνει συχνά στην αγορά της τέχνης, τότε και πάλι ο δείκτης καθίσταται αναποτελεσματικός.

### **3.4 Δείκτες Ηδονικών Τιμών (Hedonic Price Indices)**

Ένα αγαθό αποτελείται από επιμέρους χαρακτηριστικά, τα οποία και το καθορίζουν. Όπως, έχουμε ήδη αναφέρει τα έργα τέχνης, όπως και τα ακίνητα είναι γνωστό ότι είναι λιγότερο ρευστοποιήσιμα και είναι επίσης ετερογενή προϊόντα, όπου η τιμή κάθε μονάδας εξαρτάται, τουλάχιστον σε κάποιο βαθμό, από τα δικά της χαρακτηριστικά. Η τεχνική ηδονικής τιμολόγησης υπολογίζει τις τιμές των χαρακτηριστικών που διαφοροποιούν τα πολύ συσχετιζόμενα αγαθά και υπολογίζει τις τιμές των χαρακτηριστικών που τα διαφοροποιούν λεπτομερώς.

Για να δούμε πως λειτουργεί η τεχνική της ηδονικής παλινδρόμησης, βηματοποιούμε τη διαδικασία:

1<sup>ο</sup> βήμα, κάνουμε τις παρακάτω παραδοχές:

- ένα αντικείμενο που επιθυμούμε να εκτιμήσουμε (να λάβουμε για αυτό μια σκιά τιμή) δεν κυκλοφορεί στο εμπόριο σε οποιαδήποτε αγορά, ενδεχομένως επειδή είναι μοναδικό και σπάνιο
- δεν υπάρχει καμία τιμή αγοράς που να μπορεί να αποκαλύψει τις προτιμήσεις ή το βαθμό προθυμίας για πληρωμή αυτού του αντικειμένου
- το αντικείμενο μπορεί να οριστεί σε σχέση με τις υπηρεσίες που παράγει ή με βάση μιας ιδιότητας που ενσωματώνει. Αυτή η ιδιότητα μπορεί να ενσωματωθεί σε άλλα αγαθά που πωλούνται, και που έχουν παρατηρήσιμες τιμές.

2<sup>ο</sup> βήμα, χρησιμοποιούμε την ανάλυση της πολλαπλής παλινδρόμησης, η οποία μας επιτρέπει να προσδιορίσουμε τη συμβολή, την οποία έχει η εν λόγω ιδιότητα, στην τιμή του αγαθού

3<sup>ο</sup> βήμα, προσδιορίζουμε την υπονοούμενη ή σκιά αξία των ιδιοτήτων για την οποία ενδιαφερόμαστε να θεωρηθεί ως εκτίμηση της αξίας του αντικειμένου που ερευνούμε

4<sup>ο</sup> βήμα, παράγεται ο δείκτης τιμών της αγοράς για ένα τυποποιημένο εμπόρευμα.

Αυτή η διαδικασία που ξεκίνησε από τον Court (1939) οδήγησε στην εκτίμηση των «ηδονικών τιμών. Μετέπειτα επεκτάθηκε και χρησιμοποιήθηκε μεταξύ άλλων από τον Griliches (1971) για τις τιμές των αυτοκινήτων και τους Ridder & Henning (1967) για τη στέγαση.

Λόγω της έλλειψης βεβαιότητας για το σωστό σύνολο χαρακτηριστικών, έχει προταθεί, σύμφωνα με τους Bailey, Muth και Nourse (1963), η ανάλυση να περιορίζεται σε αντικείμενα (εμπορεύματα) που έχουν πωληθεί περισσότερες από μία φορές και να εκτιμάται ένας δείκτης με παλινδρόμηση της αλλαγής (στον

λογάριθμο) της τιμής κάθε εμπορεύματος. Αυτή είναι η λεγόμενη μέθοδος "παλινδρόμησης επαναλαμβανόμενων πωλήσεων", η οποία χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό δεικτών για αξίες ακινήτων ή οικογενειακών κατοικιών από τους Palmquist (1980), Mark and Goldberg (1984), Case (1986), Case and Shiller (1987, 1989), Goetzmann (1990), για έργα ζωγραφικής του Anderson (1974) και Goetzmann (1990b, 1993) ή για εκτυπώσεις από τον Pesando (1993). Παρόλο που η μέθοδος αποφεύγει τη δυσκολία προσδιορισμού των διαφόρων ποιοτικών χαρακτηριστικών, το πράττει με το τίμημα να αγνοήσει όλες τις πληροφορίες σχετικά με τις μεμονωμένες συναλλαγές.

Αυτή η προσέγγιση υποδηλώνει ότι η ποιότητα ενός έργου τέχνης είναι μια σύνθεση διαφορετικών ιδιοτήτων ή χαρακτηριστικών και θα αξιολογηθεί με βάση τη χρησιμότητα που φέρουν αυτά τα χαρακτηριστικά.

Οι ηδονικές τιμές ορίζονται ως οι απεριόριστες τιμές ενός συνόλου χαρακτηριστικών που αφορούν τον καλλιτέχνη, τη ζωγραφική και τα χαρακτηριστικά της πώλησης και εκτιμώνται μέσω παλινδρόμησης αυτών των μεταβλητών.

Αυτά τα χαρακτηριστικά μπορούν να υποδιαιρεθούν σε δύο κατηγορίες: φυσικά και μη φυσικά χαρακτηριστικά. Τα φυσικά χαρακτηριστικά περιλαμβάνουν τη δημοπρασία στην οποία πραγματοποιείται η πώληση, το μέσο και το μέγεθος της εργασίας, και τα μη φυσικά χαρακτηριστικά είναι οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για τις εκτιμήσεις της δημοπρασίας, όπως για παράδειγμα αν η εργασία περιέχει την υπογραφή του καλλιτέχνη και τη φήμη του καλλιτέχνη. Η μέθοδος αυτή έχει ως στόχο την ομογενοποίηση των έργων, όπου αφού εντοπίσει όλα τα αναγνωρίσιμα και μετρήσιμα χαρακτηριστικά τα οποία έχουν επιδράσει στην τιμή του έργου διαχρονικά, τα αφαιρεί από την εκτίμηση και έτσι έχει μια τιμή «καθαρή» από τυχαίες επιδράσεις διαχρονικά.

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα αυτών των παλινδρομήσεων είναι ότι πλέον δεν χρειάζεται να έχουμε έργα ίδιας ποιότητας για να προβούμε σε σύγκριση διαφορετικών περιόδων. Επιπλέον, μπορούμε λαμβάνουμε υπόψη μας και έργα με μια καταγεγραμμένη τιμή σε αντίθεση με τη μέθοδο επανάληψης των πωλήσεων.

Το μεγάλο μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι περιορίζει τις τιμές και την επίδραση των διαφόρων χαρακτηριστικών που επιλέγονται κάθε φορά να είναι τα ίδια σε κάθε περίοδο που καλύπτει η παλινδρόμηση. Επιπλέον, οι μεταβλητές δεν είναι γνωστές με βεβαιότητα και εξαρτάται από τον ερευνητή ή τον επενδυτή να τις καθορίσει και να εκτιμήσει το σύνολο των χαρακτηριστικών που θα επηρεάσουν τις τιμές με την πάροδο του χρόνου. Αυτό το πρόβλημα μπορεί να οδηγήσει σε ασυνεπείς εκτιμήσεις.

Συγκρίσεις των αποτελεσμάτων από επαναλαμβανόμενες πωλήσεις και ηδονικά μοντέλα έγιναν από τους Chanel, Gerard-Varet και Ginsburgh (1996). Τα συνολικά αποτελέσματα δείχνουν ότι και οι εκτιμήσεις αποδόσεων και των δύο μοντέλων έχουν το ίδιο μέγεθος όταν η έρευνα για την εκτίμηση της απόδοσης γίνεται για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Όταν τα διαστήματα αυτά είναι μικρότερα, τα ηδονικά μοντέλα μας παρέχουν πιο ακριβής εκτιμήσεις για τις κινήσεις χρονολογικών σειρών στο σύνολο των τιμών. Παράδειγμα ενδεικτικό μπορεί να αποτελέσει η απόδοση του δείκτη τιμών Ιμπρεσιονιστών και Μοντέρνας τέχνης από το 1980-1991, όπως αναφέρθηκε στη βιβλιογραφική έρευνα του Ashenfelter & Graddy (2003), όπου το ηδονικό μοντέλο δίνει απόδοση 4% συγκριτικά με το 9% του μοντέλου επαναλαμβανόμενων πωλήσεων, το οποίο ήταν επηρεασμένο από την πρόσφατη πώληση έργων σε αυτές τις κατηγορίες. Μια εξήγηση είναι ότι ο ηδονικός δείκτης έχει υποτιμήσει τις αποδόσεις για αυτό το σύντομο χρονικό διάστημα, επειδή δεν μπόρεσε να διορθώσει τις διαφορές ποιότητας που

συνέβησαν κατά τις πωλήσεις στις αρχές του έτους. Μια εναλλακτική εξήγηση είναι ότι επειδή ο δείκτης επαναλαμβανόμενων πωλήσεων βασίζεται σε τόσο μικρό αριθμό έργων κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, οι πίνακες αυτοί δεν ήταν αντιπροσωπευτικοί (δηλαδή η τιμή τους κράτησε καλύτερα στις κακές συνθήκες της αγοράς) της αγοράς στο σύνολό της.

### **3.5 Υβριδικά μοντέλα**

Τόσο η προσέγγιση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων όσο και το ηδονικό μοντέλο έχουν εξίσου πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Για το μετριάσμο αυτών των προβλημάτων, έχουν αναπτυχθεί κάποια υβριδικά μοντέλα. Τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιούν πληροφορίες και του ηδονικού μοντέλου και του μοντέλου επαναλαμβανόμενων πωλήσεων ταυτόχρονα. Αυτά τα μοντέλα συνδυάζουν πληροφορίες σε επαναλαμβανόμενες πωλήσεις και σε μεμονωμένες πωλήσεις σε ένα μοντέλο. Ωστόσο, και αυτό το μοντέλο στο σημείο του ηδονικού μέρους έχει προβλήματα και αφήνει περιθώρια για σφάλματα.

### **3.6 Βάσεις Δεδομένων**

Υπάρχει μια μυστικοπάθεια στην αγορά τέχνης και προσωπική εκτίμηση είναι ότι προέρχεται από το γεγονός ότι μεγάλη ποσότητα του χρήματος διακινείται και πολλά οικονομικά συμφέροντα διακυβεύονται. Η αγορά της τέχνης ανέκαθεν υπήρξε κλειστή και παρόλο την μεγάλη άνθηση που γνωρίζει τις τελευταίες δεκαετίες, αυτό δεν έχει αλλάξει όσον αφορά τη διαθεσιμότητα των δεδομένων πωλήσεων. Τα μόνα διαθέσιμα και δημοσιοποιηθέντα δεδομένα είναι στοιχεία δημοπρασιών, καθώς όλες οι άλλες συναλλαγές μέσω άλλων αντιπροσώπων δεν δημοσιεύονται ή γενικώς δεν διατίθενται στο κοινό.

Τα στοιχεία δημοπρασιών μπορούν να ανακτηθούν από διάφορες εξειδικευμένες εταιρείες και επίσης απευθείας από ορισμένες από τις δημοπρασίες μέσω έντυπων καταλόγων και ιστοσελίδων. Αρκετοί πάροχοι εμπορικών δεδομένων προσφέρουν πρόσβαση σε προηγούμενα δεδομένα δημοπρασίας, αν και ποικίλλουν σε ποιότητα και κάλυψη και το καθένα έχει τα δικά του πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Ενδεικτικά αναφέρονται ορισμένοι πάροχοι: Artnet , Artprice, Art Sales Index, AMR (Art Market Research), Artifact.

### **3.7 Κίνδυνος (Art Risk)**

Ο κίνδυνος είναι ένα σημαντικό χαρακτηριστικό οποιασδήποτε επένδυσης. Ο βασικός χρηματοοικονομικός κίνδυνος της επένδυσης προκαλείται από την αβεβαιότητα όσον αφορά το ποσοστό απόδοσης. Η τέχνη όπως ήδη έχουμε αναφέρει είναι μια γενική κατηγορία αποτελούμενη από εκατοντάδες υποκατηγορίες ανεξάρτητες μεταξύ τους. Οι αποδόσεις στην τέχνη μπορούν να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ διαφορετικών κατηγοριών, καλλιτεχνών, περιόδων και γεωγραφικών θέσεων των αγορών. Ένα από τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα που πρέπει να θυμάται ο επενδυτής για την αγορά της τέχνης είναι ότι "αγορά της τέχνης" είναι μοναδική στο είδος της, δεν υπάρχει κάτι άλλο σαν αυτή. Αυτό είναι θεμελιώδες για την κατανόηση των επενδύσεων στην αγορά: η τέχνη μπορεί να είναι μια καλή επένδυση επειδή εμπορεύεται σε αγορές με



διαφορετικούς κινδύνους. Η προσεκτική ποσοτικοποίηση αυτών των κινδύνων μπορεί να οδηγήσει στην ανάπτυξη αντιστάθμισης κινδύνων έναντι άλλων συγκεκριμένων αναμενόμενων κινδύνων από άλλες επενδύσεις.

### 3.7.1 Βασικοί Κίνδυνοι

Ο βασικός χρηματοοικονομικός κίνδυνος οποιασδήποτε επένδυσης είναι η **αβεβαιότητα σχετικά με το ποσοστό απόδοσης**. Όταν επενδύουμε μας ενδιαφέρει η τιμή της επένδυσής μας στο τέλος της περιόδου, για να μπορούμε να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση μιας συγκεκριμένης περιόδου. Η τελική τιμή είναι όμως πάντα αβέβαιη και με κύριο χαρακτηριστικό της την μεταβλητότητα. Η παρουσία κινδύνου σημαίνει ότι μπορεί να έχουμε περισσότερα από ένα αποτελέσματα. Ο κίνδυνος απόδοσης μιας επένδυσης στην τέχνη συνεπώς προκύπτει από τις διακυμάνσεις της τιμής μεταξύ αγοράς και πώλησης. Όπως συμβαίνει με όλα τα περιουσιακά στοιχεία, ο στόχος της επένδυσης είναι η ελαχιστοποίηση του κινδύνου για ένα δεδομένο επίπεδο απόδοσης ή η μεγιστοποίηση της απόδοσης για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Ένας άλλος στόχος για έναν επενδυτή είναι να διατηρεί ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο, ώστε τα συστατικά του μέρη, όταν αθροίζονται να ελαχιστοποιούν τον συνολικό κίνδυνο χαρτοφυλακίου.

Για τη μέτρηση του κινδύνου ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου, χρησιμοποιούνται διάφορα στατιστικά μέτρα διασποράς και μεταβλητότητας. Στα στατιστικά στοιχεία, η μεταβλητότητα υπολογίζεται ως η **διακύμανση ή ως η τυπική απόκλιση των αποδόσεων**, οι οποίες μετρούν και τον τρόπο με τον οποίο η πραγματική απόδοση που επιτυγχάνεται αποκλίνει από την αναμενόμενη ή μέση απόδοση. Η τυπική απόκλιση μετρά τη διασπορά των τιμών γύρω από τον μέσο όρο τους και εάν οι τιμές ήταν ίδιες καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, θα ισοδυναμούσε με το μηδέν. Στην αγορά τέχνης, καθώς δεν υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες, ο κίνδυνος πρέπει να αναλυθεί χρησιμοποιώντας ιστορικά μέτρα μεταβλητότητας. Εξετάζοντας τις αποδόσεις και τις τιμές διαχρονικά, μπορούμε να εκτιμήσουμε τη μέση απόδοση και συνεπώς η τυπική απόκλιση αυτής της απόδοσης είναι ένα μέτρο κινδύνου. Η ανταμοιβή μας που θα λάβουμε από την επένδυση είναι η αναμενόμενη πλεονασματική απόδοση, δηλ η απόδοση πάνω από μια επένδυση χωρίς κινδύνους (risk free), ή αυτό που ονομάζεται πριμ κινδύνου (risk premium). Με άλλα λόγια, το ασφάλιστρο κινδύνου είναι το ποσοστό απόδοσης μείον το συντελεστή χωρίς κίνδυνο (risk free rate), δηλαδή το ασφάλιστρο που θα έπρεπε να επενδύσουμε σε ένα περιουσιακό στοιχείο με ρίσκο, όπως είναι η τέχνη, αντί να έχουμε ένα περιουσιακό στοιχείο που έχει σταθερή απόδοση διαχρονικά. Αυτό το risk free rate ορίζεται ως η απόδοση μιας επένδυσης που δεν κινδυνεύει από αθέτηση υποχρέωσης, αλλά στην πράξη χρησιμοποιούνται συχνά τα έντοκα γραμμάτια των ΗΠΑ ή τα επιτόκια Euribor, καθώς είναι ελεύθερα κινδύνου.

Ένας από τους συνηθέστερους τρόπους για την εκτίμηση του κινδύνου ενός περιουσιακού στοιχείου είναι ο προσδιορισμός του συντελεστή βήτα ( $\beta$ ), ο οποίος είναι ένα μέτρο του συστηματικού κινδύνου ενός περιουσιακού στοιχείου. Ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας μιας επένδυσης/ χαρτοφυλακίου και της μεταβλητότητας της αγοράς. Μετρά τη συνδιακύμανση ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με το υπόλοιπο της αγοράς ή οποιαδήποτε είναι η επιλεγμένη βάση περιουσιακών στοιχείων. Για παράδειγμα, αν οι αποδόσεις στα

έργα του Monet είναι  $R_m$  και οι αποδόσεις στους Γάλλους Ιμπρεσιονιστές είναι  $R_{FI}$ , τότε ο beta για τον Monet ( $b_m$ ) είναι:

$$\beta = \text{cov}(R_m, R_{FI}) / \sigma(R_{FI})$$

όπου  $\text{cov}(R_m, R_{FI})$  είναι η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων του Monet και των Γάλλων Ιμπρεσιονιστών και  $\sigma$  είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των Γάλλων Ιμπρεσιονιστών. Η συνδιακύμανση αποτελεί ένα μέτρο της σχέσης ανάμεσα στις μεταβολές των δύο τιμών.

Αν ο συντελεστής βήτα είναι μεγαλύτερος από το 1 ( $\text{Beta} > 1$ ), σημαίνει ότι η απόδοση των έργων του Monet είναι περισσότερο μεταβλητή από αυτή της αγοράς και ότι η συσχέτισή τους είναι θετική. Αυτές οι επενδύσεις είναι στενά συνδεδεμένες με την αγορά και επηρεάζονται έντονα από αυτή.

Αν ο συντελεστής βήτα είναι μικρότερος από το 1 ( $\text{Beta} < 1$ ), σημαίνει είτε ότι η απόδοση της επένδυσης σε έργα του Monet είναι μικρής μεταβλητότητας (λιγότερο μεταβλητή από την απόδοση της αγοράς), είτε ότι οι αποδόσεις των δύο έχουν πολύ μικρή συσχέτιση (correlation) μεταξύ τους.

Αν για παράδειγμα το  $\text{beta} = 0,33$ , δείχνει ότι κατά μέσο όρο οι τιμές των έργων του Monet μεταβάλλονται κατά 1/3 περισσότερο από την αγορά των Γάλλων Ιμπρεσιονιστών και προς την ίδια κατεύθυνση. Με άλλα λόγια, αυτή η υποκατηγορία των Γάλλων ζωγράφων Ιμπρεσιονιστών (δηλ. του Monet) είναι περίπου τρεις φορές λιγότερο επικίνδυνη ή λιγότερο ασταθής. Εάν η αγορά αυξηθεί κατά 10%, τα έργα του Monet αναμένεται να αυξηθούν κατά 3,3%. Από την άλλη πλευρά, αν η αγορά μειωθεί κατά 10%, θα μειωθεί μόνο κατά 3,3%. Τα αρνητικά betas είναι λιγότερο κοινά, αλλά υποδηλώνουν ότι η αγορά αυξήθηκε κατά 10%, η επένδυση αυτή αναμένεται να μειωθεί κατά 1%. Έτσι είναι λιγότερο επικίνδυνο, αλλά κινείται προς την αντίθετη κατεύθυνση προς τις κινήσεις της ευρύτερης αγοράς.

Οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν την ανάλυση των συντελεστών βήτα για να αλλάξουν τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους, καθώς αλλάζει η αγορά. Εάν η αγορά αυξάνεται (bull market), θα πρέπει να στοχεύουν σε υψηλούς συντελεστές βήτα και το αντίθετο αν η αγορά είναι πτωτική (bear market) θα πρέπει να στοχεύουν σε χαμηλούς συντελεστές βήτα για να έχουν μια ασφαλέστερη και λιγότερο επικίνδυνη επένδυση.

Σε πολλές χρηματοπιστωτικές αγορές, είναι σπάνιο να βρεθεί αρνητικό βήτα. Οι μετοχές και άλλα επενδυτικά προϊόντα, τείνουν να ακολουθούν την αγορά, ιδιαίτερα μακροπρόθεσμα. Ωστόσο, στην αγορά της τέχνης συχνά συναντάμε αρνητικούς συντελεστές βήτα, το οποίο σημαίνει ότι η αγορά τέχνης έχει αντίστροφη συσχέτιση με τις χρηματοοικονομικές αγορές. Αυτό συμβαίνει κυρίως σε περιόδους που η χρηματιστηριακή αγορά είναι πτωτική και αντίστροφα. Επίσης, υπάρχουν και περιπτώσεις αρνητικού βήτα, σε μεμονωμένους καλλιτέχνες ή επιμέρους κατηγορίες, που συμπεριφέρονται ανεξάρτητα από τις τάσεις στον τομέα τους ή στο σύνολο της αγοράς της τέχνης.

Το πρόβλημα με την χρήση του βήτα και άλλων στατιστικών μετρήσεων του κινδύνου, είναι ότι στηρίζονται σε ιστορικά δεδομένα και αυτό δε συνεπάγεται ότι και στο μέλλον θα προκύψει το ίδιο γεγονός ή θα επαναληφθεί η ίδια τάση. Είναι περισσότερο κατάλληλα για λήψεις βραχυπρόθεσμων αποφάσεων, η οποία συχνά δεν συνάδει με την αγορά τέχνης, λόγω της χαμηλής ρευστότητας και της προσφοράς. Η χρησιμότητα αυτών των μέτρων είναι να μας βοηθήσουν να χτίσουμε μια εικόνα για το πώς οι αγορές και τα επενδυτικά προϊόντα

αλληλεπίδρασαν στο παρελθόν και να μας βοηθήσουν να βρούμε τρόπους να συνδυάσουμε την τέχνη με άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα για να μειώσουμε τον κίνδυνο ενός χαρτοφυλακίου με μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

### 3.7.2 Συσχέτιση και διαφοροποίηση<sup>3</sup>

Στις αρχές του 1960 η επενδυτική κοινότητα μιλούσε για το ρίσκο αλλά δεν υπήρχε συγκεκριμένη μονάδα μέτρησης για αυτόν τον όρο. Για να χτίσουν όμως ένα μοντέλο χαρτοφυλακίου οι επενδυτές, έπρεπε να ποσοτικοποιήσουν τη μεταβλητή του ρίσκου. Το βασικό μοντέλο χαρτοφυλακίου αναπτύχθηκε από τον Harry Markowitz, ο οποίος υπολόγισε το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης για ένα χαρτοφυλάκιο ενεργητικών στοιχείων και το αναμενόμενο μέτρο ρίσκου. Ο Μάρκωβιτς έδειξε ότι η διακύμανση του ποσοστού απόδοσης ήταν ένα χρήσιμο μέτρο του ρίσκου του χαρτοφυλακίου κάτω από μια σειρά λογικών υποθέσεων και διατύπωσε τη σχέση για τον υπολογισμό της διακύμανσης ενός χαρτοφυλακίου. Αυτή η σχέση διακύμανσης του χαρτοφυλακίου όχι μόνο ανέδειξε τη σημασία της διαφοροποίησης των επενδύσεων ούτως ώστε να μειωθεί το συνολικό ρίσκο ενός χαρτοφυλακίου, αλλά επίσης έδειξε το πώς να τις διαφοροποιούμε αποτελεσματικά.

Τρεις απλές έννοιες συνοψίζουν τη βασική θεωρία του χαρτοφυλακίου και είναι σημαντικές για την κατανόηση του πώς η τέχνη μπορεί να βοηθήσει στην επίτευξη της διαφοροποίησης του Markowitz:

1. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι απλώς ο σταθμισμένος μέσος όρος των αποδόσεων των μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων, αλλά ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου θα είναι συνήθως μικρότερος από τον σταθμισμένο μέσο όρο των κινδύνων του μεμονωμένου περιουσιακού στοιχείου.
2. Όσο χαμηλότερες είναι οι συσχετίσεις μεταξύ των αποδόσεων των στοιχείων ενεργητικού, τόσο χαμηλότερος είναι ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου (η αρχή της «διαφοροποίησης»).
3. Ο κίνδυνος κάθε στοιχείου ενεργητικού μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει δύο συνιστώσες:
  - α. Μη συστηματικό κίνδυνο, που είναι ο κίνδυνος μεταβολής των τιμών λόγω των μοναδικών συνθηκών που σχετίζονται με αυτό το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος προκύπτει από γεγονότα της αγοράς που επηρεάζουν μια συγκεκριμένη εταιρεία, βιομηχανία, αγορά ή χώρα ή, στην περίπτωση αυτή, τον καλλιτέχνη ή το είδος. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί αποτελεσματικά από το χαρτοφυλάκιο μέσω αποτελεσματικής διαφοροποίησης.
  - β. Μη συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος αγοράς, ο οποίος είναι κοινός για μια ολόκληρη κατηγορία περιουσιακών στοιχείων ή γενικά για την αγορά. Αυτός ο κίνδυνος μετριέται με το συντελεστή βήτα του.

---

<sup>3</sup> Παραπομπή: «Fine-art-and-high-finance-expert-advice-on-the-economics-of-ownership», Clare McAndrew, 2010, σελ 92-96

Η βασική αρχή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι η **αποτελεσματική διαφοροποίηση**. Μέσω της εύρεσης περιουσιακών στοιχείων που έχουν χαμηλή συσχέτιση μεταξύ τους, είναι δυνατόν να έχουμε ένα χαρτοφυλάκιο με κίνδυνο χαμηλότερο από το να εξετάσουμε μεμονωμένα τα επιμέρους στοιχεία του χαρτοφυλακίου. Η διαφοροποίηση είναι απλά μια στρατηγική με σκοπό τη μείωση της έκθεσης σε κίνδυνο, συνδυάζοντας μια σειρά από επενδύσεις, όπως διάφορα είδη μετοχές, ομόλογα, ακίνητα και άλλα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. τέχνης και εμπορεύματα), τα οποία είναι απίθανο να κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση ταυτόχρονα. Ο στόχος είναι να συνδυάσει αυτά τα περιουσιακά στοιχεία σε ένα χαρτοφυλάκιο, ώστε να μειωθεί ο συνολικός κίνδυνος και με το σκεπτικό ότι διαφορετικά είδη επενδύσεων, κατά μέσο όρο, θα αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις και ενέχουν μικρότερο κίνδυνο από τα μεμονωμένα στοιχεία.

Η διαφοροποίηση στοχεύει να εξομαλύνει τις συνέπειες των μη συστηματικών κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο, έτσι ώστε η θετική απόδοση ορισμένων επενδύσεων να εξουδετερώνει την αρνητική απόδοση άλλων. Αυτοί οι κίνδυνοι μπορεί να διαφοροποιηθούν μέσα σε ένα χαρτοφυλάκιο κρατώντας τίτλους που δεν είναι απολύτως συσχετισμένοι. Τα οφέλη της διαφοροποίησης στην τέχνη είναι ένα από τα δυνατά σημεία της αγοράς και είναι εμφανής όχι μόνο στα χαρτοφυλάκια που περιέχουν και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, αλλά και μέσα από τους στρατηγικούς συνδυασμούς διαφορετικών κατηγοριών τέχνης, με σκοπό να αντισταθμιστεί και ο κίνδυνος μεταξύ της ίδιας της αγοράς τέχνης.

Ο πίνακας συσχετισμού μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να δείξει τους διάφορους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ ζευγών διαφορετικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων. Αυτός ο συντελεστής μετρά τον βαθμό στον οποίο τα ζεύγη περιουσιακών στοιχείων μετακινούνται μαζί και μεταφράζει το μέτρο της συνδυασμένης διακύμανσης σε μια κλίμακα από -1 (ή -100%) έως +1 (ή +100%). Σε συσχετισμό, υπάρχουν τρεις διαφορετικές δυνατότητες. Τα δύο στοιχεία ενεργητικού μπορεί να παρουσιάζουν θετική συσχέτιση: όταν οι τιμές σε μια αγορά αυξάνονται, οι τιμές στην άλλη αγορά επίσης τείνουν να αυξάνονται επίσης. Εναλλακτικά, τα περιουσιακά στοιχεία ενδέχεται να εμφανίζουν αρνητική συσχέτιση: όταν οι τιμές είναι υψηλότερες σε μία αγορά, τείνουν να είναι χαμηλότερες στην άλλη. Ή, τέλος, μπορεί να μην υπάρχει συσχέτιση, οπότε τα δύο περιουσιακά στοιχεία δεν φαίνεται να έχουν σχέση και οι τιμές τους είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Οι συσχετίσεις μπορεί επίσης να είναι αδύναμες ή ισχυρές, το οποίο σημαίνει ότι η σχέση μεταξύ των τιμών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να είναι πολύ σημαντική ή πολύ ασήμαντη. Όσο πιο κοντά πλησιάζει ο συντελεστής προς οποιαδήποτε κατεύθυνση, τόσο μικρότερη είναι η σχέση μεταξύ των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων. Οι επενδυτές θα προσπαθήσουν να βρουν στοιχεία που έχουν αρνητικές, μηδενικές ή χαμηλές θετικές συσχετίσεις μεταξύ τους για να ενισχύσουν τα πιθανά οφέλη της διαφοροποίησης. Το τι συνιστά αποδεκτή ανεξαρτησία είναι εξαιρετικά υποκειμενικό. Μεταξύ των επαγγελματιών διαχειριστών χρημάτων (money managers), χονδρικά θα λέγαμε ότι ένας συσχετισμός μικρότερος από 50% μπορεί να καθορίσει ένα κατάλληλο επίπεδο αποδεκτής ανεξαρτησίας, αν και ένα πιο χρήσιμο σημείο αναφοράς για χαμηλό συσχετισμό θα ήταν κάπου λιγότερο από 25%.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει δείγμα πίνακα συσχετισμού μεταξύ τριών διαφορετικών κλάδων της αγοράς της τέχνης και διάφορων άλλων διαφορετικών αγορών χρηματοοικονομικών προϊόντων (Standard & Poor's 500) και εμπορευμάτων (δείκτη τιμών χρυσού και τον δείκτη τιμών καταναλωτή).

Ο πίνακας παρέχει ένα παράδειγμα του τρόπου με τον οποίο οι τιμές τέχνης μπορούν να εμφανιστούν σε διαφορετικές περιόδους ώστε να έχουν χαμηλή και αρνητική συσχέτιση με πολλούς χρηματοοικονομικούς δείκτες. Ο δείκτης για τους ολλανδικούς πίνακες ζωγραφικής (Dutch Old), για παράδειγμα, έχει μια σημαντικά αρνητική συσχέτιση (κινείται προς την αντίθετη κατεύθυνση) τόσο με τον δείκτη S&P 500 όσο και με τον δείκτη χρυσού σε αυτή την περίοδο. Με άλλα λόγια, τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι σε μια εποχή που οι τιμές των Dutch Old Masters αυξήθηκαν κατά 1%, το S&P 500 υποχώρησε 0,77% και οι τιμές του χρυσού μειώθηκαν κατά 0,70%. Ή κάνοντας ένα άλλο παράδειγμα, όταν οι τιμές της σύγχρονης τέχνης της Ιταλίας διπλασιάστηκαν (αυξήθηκαν κατά 100%), οι τιμές του χρυσού αυξήθηκαν, αλλά μόνο κατά περίπου 40%. Αυτά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι υπάρχουν δυνατότητες όπου η ενσωμάτωση της τέχνης σε ένα χαρτοφυλάκιο άλλων περιουσιακών στοιχείων θα μπορούσε να αποφέρει σημαντικά οφέλη διαφοροποίησης.

Correlation Matrix, 2008-2009

	Dutch Old Masters	American Pop Art	Italian Contemporary	S&P 500	CPI YOY	Gold Spot \$/oz.
Dutch Old Masters	1.00	0.70	-0.82	-0.77	-0.37	-0.70
American Pop Art	0.70	1.00	-0.31	-0.21	0.30	-0.62
Italian Contemporary	-0.82	-0.31	1.00	0.96	0.73	0.40
S&P 500	-0.77	-0.21	0.96	1.00	0.81	0.41
CPI YOY	-0.37	0.30	0.73	0.81	1.00	0.08
Gold Spot \$/oz.	-0.70	-0.62	0.40	0.41	0.08	1.00

Πηγή: Arts Economics (2009)

Είναι σημαντικό να θυμόμαστε ότι αυτά τα στατιστικά στοιχεία συσχετισμού δείχνουν την κατεύθυνση και την έκταση της συσχέτισης μεταξύ ζευγών κινήσεων τιμών, αλλά δεν αποκαλύπτουν τίποτα για την αιτιότητα. Έτσι, για παράδειγμα, ο συσχετισμός μεταξύ των Dutch Old Masters και του S&P 500 είναι μεγάλος και αρνητικός στο -0,77, αλλά αυτό δεν δείχνει τι αποτέλεσμα θα έχει, για παράδειγμα, μια αύξηση κατά 10% του S&P 500 στις τιμές του Vermeer ή ακόμη και σε ολόκληρη την αγορά Dutch Old Masters. Ο πίνακας συσχέτισης δείχνει μόνο τον τρόπο με τον οποίο τα μοτίβα έχουν παίξει διαχρονικά στην ιστορία. Επίσης, δεν υπονοεί καθόλου ότι η αύξηση του 1% του S&P 500 προκαλεί πτώση των τιμών τέχνης κατά 0,77%. Η κατεύθυνση της αιτιότητας μπορεί να εξεταστεί με εξειδικευμένες διαγνωστικές εξετάσεις και παλινδρομήσεις μεταβλητών με χρονική υστέρηση. Ωστόσο, όπως συμβαίνει με όλες αυτές τις μετρήσεις, η βάση για την ερμηνεία οποιωνδήποτε αποτελεσμάτων πρέπει να προέρχεται από βασική διαισθητική οικονομική θεωρία που υποστηρίζεται από εμπειρικά ευρήματα και όχι αντίστροφα.

Μερικές μελέτες έχουν δείξει ότι οι τιμές τέχνης ακολουθούν τις τιμές των μετοχών, με μια υστέρηση. Η διαίσθηση που προσφέρεται είναι ότι καθώς οι τιμές των μετοχών αυξάνονται, οι επενδυτές γίνονται πλουσιότεροι και επομένως αγοράζουν περισσότερη τέχνη, αυξάνοντας τις τιμές. Αν και αυτό αποδείχθηκε αληθές σε ορισμένους τομείς της αγοράς, όπως η Σύγχρονη Τέχνη, υπάρχουν αρκετές ατέλειες στην εφαρμογή αυτού του συνόλου και το πιο αξιόπιστο συμπέρασμα όταν μεγάλο μέρος αυτής της έρευνας επεκτείνεται είναι ότι, στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αγορές για την τέχνη και τις μετοχές είναι συχνά απλά άσχετες.

Η διαφοροποίηση μεταξύ των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων αποτελεί το θεμέλιο μιας συνετής και επιτυχημένης μακροπρόθεσμης επενδυτικής στρατηγικής. Με τη διαφοροποίηση μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων μειώνεται ο κίνδυνος έκθεσης στον ειδικό κίνδυνο κάθε κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων. Η διαφοροποίηση είναι επίσης δυνατή σε μια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων μέσω της μείωσης της έκθεσης στον ασύμμετρο κίνδυνο διαφορετικών ατομικών περιουσιακών στοιχείων. Στην αγορά μετοχών, για παράδειγμα, ο συγκεκριμένος κίνδυνος της εταιρείας μπορεί να διαφοροποιηθεί, επενδύοντας σε μια σειρά εταιρειών σε διάφορους τομείς, κλάδους ή χώρες. Το ίδιο ισχύει στην αγορά της τέχνης. Είναι δυνατή η διαφοροποίηση του κινδύνου μέσα σε ένα χαρτοφυλάκιο όλων των ειδών, επιλέγοντας διαφορετικούς καλλιτέχνες, είδη, τμήματα διαφορετικών αγορών και υποτομείς που έχουν ευνοϊκά χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης. Για παράδειγμα, ο παραπάνω πίνακας με τις συσχετίσεις δείχνει ότι οι Dutch Old Masters έχουν υψηλή συσχέτιση με την American Pop Art κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, αλλά και μια μεγάλη αρνητική συσχέτιση με την Ιταλική Σύγχρονη τέχνη, το οποίο συνιστά ένα πιθανό μέτρο αντιστάθμισης κινδύνου.

Η αγορά τέχνης μπορεί να χωριστεί σε είδη, κατηγορίες μέσα στα είδη, υποκατηγορίες μέσα σε αυτές τις κατηγορίες και περαιτέρω από μεμονωμένους καλλιτέχνες. Επίσης, μέσα στα είδη και στις κατηγορίες της τέχνης, η αγορά μπορεί να χωριστεί σε ζώνες αξίας. Όλα αυτά τα τμήματα μπορούν να παρέχουν ευκαιρίες για την επίτευξη διαφοροποίησης μέσα σε ένα χαρτοφυλάκιο τέχνης. Η χαμηλή συσχέτιση μεταξύ πολλών από τα διαφορετικά είδη έχει δώσει την ώθηση για την ανάπτυξη αμοιβαίων κεφαλαίων τέχνης για τους επενδυτές, οι οποίοι συγκεντρώνουν σημαντικό κεφάλαιο για να επενδύσουν σε διάφορα είδη τέχνης με την ελπίδα δημιουργίας ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Μπορεί να είναι πιο δύσκολο για τους μεμονωμένους επενδυτές να διαφοροποιήσουν με επιτυχία το βέλτιστο επίπεδο μέσα στις δικές τους συλλογές από έργα. Επομένως, για πολλούς μεμονωμένους επενδυτές, η σημαντικότερη διάσταση κινδύνου που προσφέρει η τέχνη είναι ο χαμηλός συσχετισμός της με άλλες συμμετοχές. Ακριβώς όπως η κατοχή μίας εταιρείας σε μετοχικό χαρτοφυλάκιο δεν θα επιτύγχανε το βέλτιστο επίπεδο διαφοροποίησης, αφού το μεγαλύτερο μέρος ή το σύνολο της καθαρής θέσης του επενδυτή σε μία ή δύο κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων - ακόμα και αν αυτά τα μεμονωμένα χαρτοφυλάκια διαφοροποιούνται - εξακολουθεί να μην επιτυγχάνει τα πλέον ευνοϊκά θέση κινδύνου. Παρόλο που η στρατηγική αυτή αποφεύγει τον μη συστηματικό κίνδυνο, αφήνει τους επενδυτές εκτεθειμένους σε κίνδυνο αγοράς. Ωστόσο, με την επένδυση σε μια σειρά

διαφορετικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένης της τέχνης, η έκθεση σε κίνδυνο αγοράς ή ο συστημικός κίνδυνος μιας κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μειωθεί με μεγάλη επιτυχία.

### **3.8 Μειώνοντας τον κίνδυνο**

Ενώ η ανάλυση συσχέτισης, του συντελεστή βήτα και διάφορες άλλες αναλύσεις κινδύνου μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε ένα φάσμα διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων, η καθημερινή λειτουργία του κλάδου δημοπρασιών παρέχει μια πρόσθετη και μοναδική πλατφόρμα για την ανάλυση κινδύνου μέσω προκαταρκτικών εκτιμήσεων. Πριν από κάθε δημοπρασία τέχνης, οι οίκοι δημοπρασιών θα δημοσιεύσουν έναν αναλυτικό κατάλογο που θα περιέχει διάφορες λεπτομέρειες των μελλοντικών έργων που θα πωληθούν παράλληλα με τις υψηλές και χαμηλές εκτιμήσεις. Οι εκτιμήσεις αυτές δηλώνουν μια εκτίμηση των ειδικών για την προσδοκία του ποσού πώλησης ενός έργου στην δημοπρασία, καθώς επίσης αποτελούν και μια πηγή άντλησης του εύρους τιμών εντός του οποίου αναμένουν το κερδοφόρο χτύπημα να «πέσει».

Η διαδικασία καθορισμού της εκτίμησης συνεπάγεται κάποιο βαθμό διαπραγμάτευσης μεταξύ του πωλητή και των εμπειρογνώμων του οίκου δημοπρασίας. Οι πολιτικές καθορισμού των τιμών ποικίλλουν μεταξύ των οίκων δημοπρασιών και των πωλήσεων, ωστόσο κινούνται εντός ορισμένων κατευθυντήριων γραμμών. Η πολιτική της Christie's, για παράδειγμα, είναι ότι η τιμή πρέπει να είναι χαμηλότερη ή χαμηλότερη από τις χαμηλές εκτιμήσεις και συνιστά συνήθως να κυμαίνεται μεταξύ 70% και 80% της χαμηλής εκτίμησης. Ο όρος για το Sotheby's είναι επίσης ότι "το αποθεματικό δεν πρέπει να υπερβαίνει τη χαμηλή εκτίμηση" και αναφέρει μια περιοχή μεταξύ 50% και 100% της χαμηλής εκτίμησης, ανάλογα με την αξία του προς δημοπρασία αντικειμένου και τις προτιμήσεις του πωλητή.

Εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ των τιμών αγοράς που επιτεύχθηκαν για τα έργα τέχνης και των τιμών των προκαταρκτικών εκτιμήσεων, θα μπορούσαμε να αξιολογήσουμε τον κίνδυνο μιας επένδυσης στην τέχνη. Στην περίπτωση αυτή, ο κίνδυνος μπορεί να μετρηθεί μέσω της εκτίμησης της απόκλισης των πραγματικών τιμών της αγοράς από το προκαταρκτικό εύρος αποτίμησης ή με άλλα λόγια πώς η τιμή που επιτυγχάνεται κατά τη δημοπρασία αποκλίνει από την τιμή που αναμένεται να επιτύχει. Εάν η τιμή για την οποία πωλείται το έργο υπερβαίνει το εκτιμώμενο εύρος, αυτό είναι προφανώς ένα απροσδόκητο ανοδικό όφελος, επομένως από την άποψη της εκτίμησης του κινδύνου, θα επικεντρωθούμε στην περίπτωση πτώσης, δηλαδή, αν η τιμή που επιτυγχάνεται σε δημοπρασία υπολείπεται της προσδοκίας.

Θα ήταν ενδιαφέρον να διαπιστωθεί αν οι εκτιμήσεις των έργων τέχνης είναι τόσο ακριβείς όσο και αμερόληπτες. Υπήρξαν κάποιες προτάσεις, όπως για παράδειγμα, οι εμπειρογνώμονες των δημοπρασιών μπορούν να προωθήσουν σκόπιμα εκτιμήσεις υψηλότερες με την ελπίδα να επιτύχουν υψηλότερη προσφορά σε πλειστηριασμό και υψηλότερη ενδεχόμενη τιμή σφυριού (και συνεπώς υψηλότερη προμήθεια για το δημοπρατήριο). Οι Jianping Mei και Michael Moses (2002) διερεύνησαν τις εκτιμήσεις των τιμών δημοπρασίας τέχνης, αξιοποιώντας

την προηγούμενη ανάλυση του "αποτελέσματος αριστουργημάτων", όπου οι επενδυτές φαίνεται να πληρώνουν υπερβολικά για τα αριστουργήματα. Βρήκαν ότι ενώ, γενικά, οι εκτιμήσεις συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τις καταβληθείσες τιμές, υπήρξε προφανής ανοδική τάση στις εκτιμήσεις για έργα ζωγραφικής πολύ υψηλής τιμής. Υποστηρίζουν ότι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι οίκοι δημοπρασιών προσπαθούν να διατηρήσουν μια συνολική αμεροληψία, αλλά οι κλίσεις εκτιμούν ανοδικά για ακριβά έργα ζωγραφικής, ώστε οι δημοπράτες να λαμβάνουν υψηλότερες προμήθειες για αυτές τις πωλήσεις. Οι Mei και Moses αποκωδικοποιούν περαιτέρω τα στοιχεία τους, υποστηρίζοντας την άποψη ότι οι επενδυτές επηρεάζονται σημαντικά από τις εκτιμήσεις των τιμών και τείνουν να πληρώνουν περισσότερο όταν το spread μεταξύ των ανώτερων και χαμηλότερων εκτιμήσεων είναι μεγαλύτερο.

Ένα άλλο επιχείρημα μπορεί να είναι ότι υπάρχει κίνητρο για τους εμπειρογνώμονες να κρατούν χαμηλές εκτιμήσεις για να ενθαρρύνουν περισσότερους δυνητικούς αγοραστές να συμμετάσχουν σε δημοπρασία. Οι προκαταρκτικές εκτιμήσεις βασίζονται σε μια λογική εξήγηση και παρότι υπάρχουν κάποιες αποδείξεις ότι οι τιμές μεροληπτούν, η ισχυρότερη περίπτωση είναι ότι οι εμπειρογνώμονες είναι αμερόληπτοι, διότι μια οποιαδήποτε σκόπιμη μεροληψία θα αποκαλυφθεί στην αγορά με την πάροδο του χρόνου και αυτό θα ήταν επιζήμιο.

Το συμπέρασμα από όλα αυτά είναι απλά ότι εάν οι εκτιμήσεις είναι γενικά καλοί εκτιμητές της αναμενόμενης τιμής ενός έργου τέχνης, η απόκλιση των πραγματικών τιμών από αυτή την προσδοκία μπορεί να είναι ένα χρήσιμο μέτρο για τον κίνδυνο υποβάθμισης.

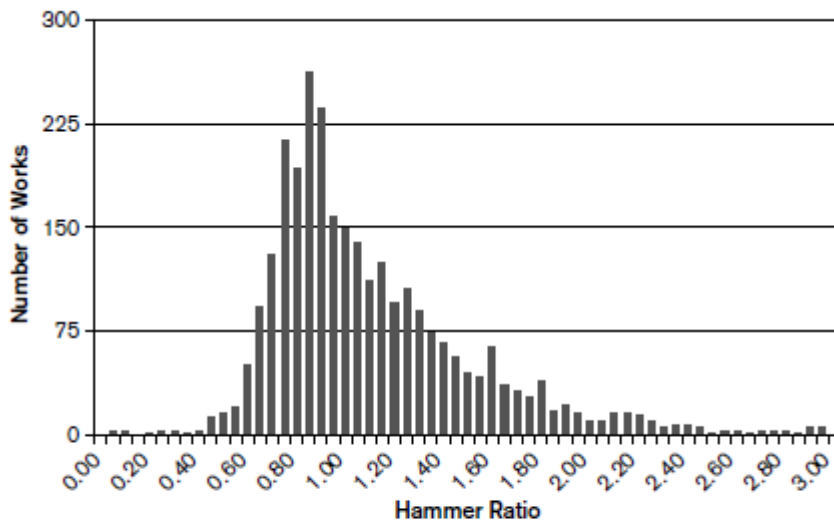
Οι McAndrew και Thompson (2007)<sup>4</sup> έχουν καταλήξει στο λόγο του σφυριού (the hammer ratio) ως το επίκεντρο αυτής της ανάλυσης κινδύνου. Ο λόγος σφυριών είναι απλώς ο λόγος των τιμών σφυριών για έργα τέχνης ως το μέσο όρο των εκτιμήσεών τους ή  $HR = P / M$ , όπου η αναλογία σφυριών (HR) είναι ίση με την τιμή σφύρας (P) διαιρούμενη με τη μέση τιμή της υψηλής και χαμηλής εκτίμησης (M). Αντί να εξετάζει τις τιμές με την πάροδο του χρόνου, οι επενδυτές μπορούν να δουν αυτό το λόγο σφύρας ή "Των τιμών από τις εκτιμήσεις τους.

Το παρακάτω σχήμα δείχνει ένα παράδειγμα μιας τέτοιας κατανομής που λαμβάνεται από ένα δείγμα γαλλικών ιμπρεσιονιστικών έργων ζωγραφικής. Είναι σαφές από το γράφημα ότι η κατανομή του λόγου σφύρας (P / M) δεν είναι συμμετρική αλλά είναι εξαιρετικά στρεβλωμένη προς τα δεξιά. Αυτό είναι αναμενόμενο, καθώς οι τιμές δεν μπορούν να είναι αρνητικές, και είναι στην πραγματικότητα σύμφωνη με τη κατανομή (distribution) πολλών άλλων μετοχών και χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων, σε αυτό που ονομάζεται «κανονική κατανομή».

---

<sup>4</sup> Παραπομπή: «Fine-art-and-high-finance-expert-advice-on-the-economics-of-ownership», Clare McAndrew, 2010, σελ 99-100





Hammer Ratio for French Impressionist Paintings

Source: McAndrew and Thompson (2007)

### 3.9 Art Funds

Η αποσταθεροποίηση της οικονομίας και η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, οδήγησε τους επενδυτές στην αναζήτηση άλλων μονοπατιών για διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους σε εναλλακτικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Τα αναλυτικά μοντέλα και οι οικονομικές μετρήσεις που εισήγαγαν οι οικονομολόγοι στον τομέα της τέχνης έδωσε ώθηση για αλλαγή στην εν λόγω αγορά. Οι επενδυτές είχαν πλέον στη διάθεση τους μοντέλα και δείκτες, ώστε να πάρουν καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις για την οικονομία της τέχνης. Δημιουργήθηκαν, λοιπόν ευκαιρίες για κερδοφόρες καινοτομίες στον τομέα τέχνης, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια τέχνης. Αυτά ήρθαν για να καλύψουν τις αναδυόμενες απαιτήσεις των επενδυτών τέχνης.

Οι νέοι αυτοί "ενημερωμένοι επενδυτές" αναζητούν τρόπους να αυξήσουν τη συνολική προσαρμοσμένη στο ρίσκο απόδοσή τους μέσω της διαφοροποίησης των περιουσιακών στοιχείων, τα οποία έχουν χαμηλή ή αρνητική συσχέτιση με μετοχές, ομόλογα ή οποιοσδήποτε άλλα περιουσιακά στοιχεία που ήδη κρατούσαν στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια.

Έτσι, εμφανίστηκαν αρκετά κεφάλαια που ειδικεύονται στις επενδύσεις τέχνης, προσφέροντας διάφορες εκδόσεις εξαιρετικά επωφελών στρατηγικών διαφοροποίησης. Αυτά τα κεφάλαια έδωσαν στους επενδυτές την ευκαιρία να χρησιμοποιήσουν τα χρήματά τους για να αγοράσουν μια ευρύτερη επιλογή υψηλής ποιότητας έργων τέχνης. Οι επενδυτές κατάφεραν μέσω αυτών των κεφαλαίων να επιτύχουν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τέχνης, να επωφεληθούν από τη χαμηλή συσχέτιση του χαρτοφυλακίου με τις παραδοσιακές κατηγορίες ενεργητικού και να επωφεληθούν από την εμπειρία της αγοράς και εκποίησης έργων τέχνης με μια αμοιβή διαχείρισης.

Παρόλο που η δημιουργία κεφαλαίων τέχνης είναι πολύ πρόσφατη, το πρώτο κεφάλαιο που δημιουργήθηκε ήταν αυτό του βρετανικού Ταμείου Συντάξεων

Σιδηροδρόμων (BRPF) (δες 1.6 Τέχνη και Οικονομικά). Έτσι, τα άτομα που δεν έχουν τις εξειδικευμένες γνώσεις, το ενδιαφέρον ή την τάση να αγοράζουν και να διατηρούν πραγματικά μεμονωμένα έργα τέχνης μπορούν να έχουν πρόσβαση στην τέχνη ως εναλλακτική επένδυση τέχνης. Η επένδυση στην τέχνη μέσω ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, και όχι άμεσα, έχει πολλά πλεονεκτήματα, ειδικά για τον μη-συλλέκτη που εκτιμά τα οικονομικά χαρακτηριστικά της τέχνης αλλά δεν ενδιαφέρεται πραγματικά να αποκτήσει "το πραγματικό έργο". Μέσω των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορούν να μοιράζονται τα έξοδα για την απόκτηση έργων υψηλότερης ποιότητας και τους δίνεται η δυνατότητα ευρύτερης διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους.

Υπάρχουν πολλές διαφορετικές δομές κεφαλαίων σε λειτουργία:

- Η προσέγγιση των συγκεντρωτικών κεφαλαίων (pooled-funds approach), η οποία χρησιμοποιείται από μερικές ιδιωτικές τράπεζες που αγοράζουν τέχνη με γνώμονα το επενδυτικό δυναμικό για λογαριασμό πελατών υψηλής αξίας
- Η προσέγγιση του «εμπειρογνώμονα της τέχνης ως συμβούλου» (“art expert as adviser”), η οποία προσφέρει στους επενδυτές την καθοδήγηση ενός ειδικού τέχνης για να συγκεντρώσουν τα χρήματά τους και να αποκτήσουν έργα ποιότητας
- Το αμοιβαίο κεφάλαιο αντιστάθμισης τέχνης (art hedge fund), το οποίο αντισταθμίζει την πιθανή ύφεση της αγοράς χρησιμοποιώντας παράγωγα μέσα.

Ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων τέχνης που υπάρχουν ακόμη είναι δύσκολο να εκτιμηθεί, επειδή ορισμένα κεφάλαια δεν έχουν καμία υποχρέωση να εγγραφούν οπουδήποτε. Οι ειδικοί της αγοράς εκτιμούν ότι υπήρχαν, στις αρχές του 2009, περίπου πενήντα ενεργά αμοιβαία κεφάλαια, η πλειοψηφία των οποίων εδρεύει στην Ινδία.

Σύμφωνα, με το οικονομικό δελτίο του 2017 της Deloitte, η αγορά κεφαλαίων τέχνης αγωνίζεται να αποκτήσει δυναμική. Η συνολική αγορά κεφαλαίων τέχνης κατά το 1<sup>ο</sup> εξάμηνο του 2017 υπολογίστηκε συντηρητικά σε 834 εκατ. δολάρια, από 1,03 δισ. δολάρια το 2016 και 1,2 δισ. δολάρια το 2015. Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις, ιδίως στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ, ότι νέα αμοιβαία κεφάλαια επενδύσεων τέχνης επιδιώκουν να εισέλθουν στην αγορά.

## **Κεφάλαιο 4 Έρευνα βιβλιογραφίας - Μελέτες Σύγκρισης Αποδόσεων Επενδύσεων**

---

### **4.1 Εισαγωγή**

Υπάρχει μια διαρκής κινητικότητα των επενδυτών για τη βελτίωση του χαρτοφυλακίου τους και τη διασπορά κινδύνου. Σε περιόδους όπου η οικονομία παρουσιάζει κακή απόδοση, υπάρχει ζήτηση για επενδυτικά προϊόντα που έχουν χαμηλή συσχέτιση με τις παραδοσιακές κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων, όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Συχνά διαβάζουμε στον Τύπο για τις υπερβολικές τιμές που καταβάλλονται για έργα ζωγραφικής και δημιουργούν την ιδέα ότι η τέχνη μπορεί να προσφέρει μεγάλες αποδόσεις. Ποια είναι όμως η αλήθεια σχετικά με την απόδοση της τέχνης συγκριτικά με άλλα επενδυτικά προϊόντα;

Για να διαπιστωθεί κατά πόσον οι αναφερθείσες υψηλές αποδόσεις της τέχνης είναι συνεπείς ή απλώς αποτέλεσμα απλής κερδοσκοπικής τύχης, είναι σημαντικό να διερευνηθεί κατά πόσο η επένδυση στην τέχνη αποδίδει ανταγωνιστική απόδοση προσαρμοσμένη στον κίνδυνο σε σύγκριση με άλλες, περισσότερο παραδοσιακές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και μπορεί να χρησιμοποιηθεί να διαφοροποιήσει ένα χρηματοπιστωτικό χαρτοφυλάκιο.

Διάφορες έρευνες έχουν διεξαχθεί σχετικά με αυτό το θέμα, οι οποίες καταλήγουν σε διάφορα συμπεράσματα.

Σε όλη τη διάρκεια της έρευνας σχετικά με τις επενδύσεις τέχνης, εφαρμόστηκαν διαφορετικά μέτρα για τον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ της αγοράς έργων τέχνης και των χρηματιστηριακών αγορών, όπως η ανάλυση συσχετισμού, η βέλτιστη κατανομή χαρτοφυλακίου και η ανάλυση αιτιότητας.

Όλες οι εμπειρικές μελέτες έχουν εφαρμοστεί μόνο σε δεδομένα δημοπρασιών, εξαιρώντας έτσι άλλες ιδιωτικές αγορές. Επιπλέον, όλη η έρευνα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις προδιαγραφές που έχουν θέσει οι ερευνητές και την επιλογή των δειγμάτων, πράγμα που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα ποικίλλουν αρκετά. Δεδομένου ότι υπάρχει μεγάλος βαθμός διαφοροποίησης όσον αφορά τις κατηγορίες και τα είδη της τέχνης, τις αγορές τέχνης που μελετήθηκαν και τις διαφορετικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση, υπάρχει επίσης μεγάλη ποικιλία στις αποδόσεις που έχουν έχει βρεθεί σε προηγούμενες έρευνες.

## 4.2 Η τέχνη δεν είναι ανταγωνιστική εναλλακτική επένδυση

### *Anderson (1974)*

**Σκοπός:** Πρόσφατες μελέτες της εποχής έδειχναν ότι η επένδυση σε έργα τέχνης μπορεί να είναι μια ελκυστική επένδυση. Ο δείκτης Times-Sotheby για την περίοδο 1950-1969 έδειχνε ότι η απόδοση κυμαίνεται από 3%-35%. Ο Anderson κάνει τη δική του έρευνα και εξετάζει τη συμπεριφορά της διαμόρφωσης της τιμής σε πίνακες ζωγραφικής των τελευταίων δύο αιώνων.

**Δεδομένα:** Δείγμα 1500 έργων που δημοπρατήθηκαν μεταξύ του 1780 και 1970

**Μέθοδος:** Κατασκευάζει έναν ηδονικό δείκτη τιμών και, για την περίοδο 1780-1970. Επιπλέον, εφάρμοσε μια παλινδρόμηση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων, για ένα δείγμα 1730 πινάκων μεταξύ του 1653 και του 1970.

**Αποτελέσματα:** Με τη μέθοδο του ηδονικού δείκτη υπολογίστηκε μια ονομαστική απόδοση 3.3% ετησίως, ενώ με τη μέθοδο των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων εκτιμάται ένας ετήσιος ονομαστικός ρυθμός 4.9%. Οι αποδόσεις αυτές είναι αρκετά χαμηλές σε σχέση με τα αποτελέσματα άλλων μελετών. Για

παράδειγμα, κάποια επιλεγμένα τμήματα του Times-Sotheby Index αναπαράγονται στον παρακάτω πίνακα για σκοπούς σύγκρισης.<sup>5</sup>

**Ποσοστά Αύξησης του Times-Sotheby Index**

Σχολές	Περίοδος	Ετήσια Απόδοση
Old Master	1951-1969	11.50%
Late Renaissance	1951-1969	7.80%
Early Renaissance	1951-1969	12.60%
Dutch Landscape	1951-1969	11.50%
Dutch Marine	1951-1967	10.50%
Impressionist	1951-1969	17.20%
Prints & Drawings	1951-1969	20%-27%
Renoir	1951-1969	12.60%

Η περίοδος ανάλυσης του Anderson (1780 έως 1970) εκτείνεται σε σαφώς μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από αυτή του Times-Sotheby Index, η οποία υπάρχει πιθανότητα να έχει επηρεαστεί από τους πρόσφατους υψηλούς ρυθμούς πωλήσεων. Μόλις, τα τελευταία 25 χρόνια η τέχνη προσελκύει επενδυτές με κερδοσκοπικούς σκοπούς, πιο πριν δεν υπήρχε ιδιαίτερο ενδιαφέρον για την πώληση των έργων τέχνης από τους ιδιοκτήτες τους. Άλλη μια εξήγηση για αυτή τη διαφορά είναι ότι τα μουσεία αποσύρουν από την εν λόγω αγορά υψηλής ποιότητας έργα. Μια ακραία απόδειξη είναι η σύγκριση του δείκτη Times-Sotheby για τον Renoir 12.6% ετησίως με την εκτίμησή του Anderson 0% ετησίως.

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων μεταξύ του 1780 και του 1970 για να υπολογίσει ένα ποσοστό απόδοσης, και κατέληξε σε μια μέση ονομαστική απόδοση 3.7% ετησίως. Η μέθοδος αυτή όταν χρησιμοποιήθηκε για τη δειγματική περίοδο 1951-1969 (όπως του δείκτη Times-Sotheby), είχε πολύ κοντινά αποτελέσματα με αυτό το δείκτη, ενδεικτικά αναφέρουμε ότι η μέση απόδοση των Ιμπρεσιονιστών ήταν 18% έναντι του 17.2 % του Times-Sotheby Impressionist, η μέση απόδοση των Old Masters ήταν 10.4% έναντι του 11.5%. Έτσι, ευρύνοντας την περίοδο διαπίστωσε για την περίοδο 1780-1960 μια μέση απόδοση της τάξεως του 3.7% ετησίως.

Τα διαφορετικά αποτελέσματα στις δύο μεθόδους θα μπορούσαν να αποδοθούν στη μεροληψία επιλογής δείγματος, καθώς η ανάλυση επαναλαμβανόμενων πωλήσεων περιλαμβάνει μόνο εκείνες που πωλούνται δύο φορές ή περισσότερο, περιλαμβάνει ενδεχομένως πιο δημοφιλή και καλές επιδόσεις ζωγραφικής, δημιουργώντας έτσι μια αυξανόμενη τάση στη μεροληψία. Επιπλέον, η περίοδος που επιλέχθηκε επίσης διαφέρει.

Για μια περίοδο διακράτησης 10 και 20 χρόνων, η τυπική απόκλιση σύμφωνα με την έρευνα του Anderson είναι 56%, ενώ συγκριτικά με έρευνα των Brigham and Pappas (1969) η τυπική απόκλιση άλλων securities για την περίοδο 1949-1955 ήταν 11.6 % και η απόδοση τους 21.7%, ενώ για την περίοδο 1956-1962 τα αντίστοιχα νούμερα είναι 12.6% και 6.8%. Βέβαια, στις αποδόσεις αυτές συνυπολογίζεται και η επανεπένδυση μερισμάτων, κάτι το οποίο δεν ισχύει στην αγορά της τέχνης.

Σε σύγκριση με άλλες επενδυτικές εναλλακτικές λύσεις και αφού έχουν γίνει οι απαραίτητες προσαρμογές στον κίνδυνο φαίνεται ότι οι πίνακες ζωγραφικής δεν

<sup>5</sup> Πηγή: R. C. Anderson, "Paintings as an Investment," Economic Inquiry 12, no. 1 (1974): 13–26 (σελ.20).

είναι πολύ ελκυστικές επενδύσεις εκτός αν περιλαμβάνεται και η αξία κατανάλωσης της τέχνης. Επίσης, σχετικά με τον υψηλότερο κίνδυνο που υπάρχει στην αγορά τέχνης, ο Άντερσον αναφέρεται στην αξία της τέχνης ως καταναλωτικό αγαθό και το πρωταρχικό κίνητρο για αυτή την επένδυση είναι οι ψυχικές επιδράσεις της κατανάλωσης σε έργα τέχνης.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Anderson (1974)	Meyer (1971) Reitlinger (1960, 1970)	Γενική / Δημοφιλής	1780-1970	Κατασκευή Δείκτη τιμών Ήθονική Παλινδρόμηση	3.30%	vs Brigham and Pappas (1969) απόδοση άλλων securities 12.65% (1956-1962)
	Meyer (1971) Reitlinger (1960, 1970)	Γενική / Δημοφιλής	1780-1970	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	3.70%	
Anderson (1974)	Times-Sotheby Index	Impressionιστές	1951-1969		18.00%	
Times-Sotheby Index	Times-Sotheby	Impressionιστές	1951-1969		17.20%	
Anderson (1974)	Times-Sotheby Index	Old Masters	1951-1969		10.40%	
Times-Sotheby Index	Times-Sotheby	Old Masters	1951-1969		11.00%	

### Stein (1977)

**Δεδομένα:** Χρησιμοποίησε ένα δείγμα από τους πιο αντιπροσωπευτικούς σύγχρονους καλλιτέχνες (1850-1950) χωρισμένους σε επιμέρους κατηγορίες. Για τη συλλογή στοιχείων χρησιμοποίησε τη βάση δεδομένων ArtQuest για τη χρονική περίοδο 1970-1997. Οι δημοπρασίες έλαβαν χώρα σε 101 πόλεις 20 χωρών και συνολικά σε 197 οίκους δημοπρασιών.

**Μέθοδος:** Επειδή, η χρονική περίοδος είναι περιορισμένη και δεν υπάρχουν πολλές επαναλαμβανόμενες πωλήσεις, χρησιμοποιήθηκε το ηθονικό μοντέλο και απλοί δείκτες, όπως μέσος όρος και διάμεσος τιμών.

**Αποτελέσματα:** Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι επενδύσεις τέχνης είναι λιγότερο αποδοτικές από τις επενδύσεις στην αγορά μετοχών λόγω του υψηλού κόστους κινδύνου, κόστους συναλλαγής, κέρδη κεφαλαίου, δικαιώματα μεταπώλησης και ασφάλιστρα. Επιπλέον, το αποτελεσματικό σύνορο του Markowitz παρουσιάζει περιορισμένη δυνατότητα διαφοροποίησης για την τέχνη.

Η έρευνα έδειξε ότι ένας μη καλά πληροφορημένος επενδυτής, ο οποίος είχε επενδύσει σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο εντός όλων των επιμέρους κατηγοριών, θα μπορούσε να έχει μια ονομαστική απόδοση της τάξεως του 7.6% μέσα σε 28 χρόνια αν ρευστοποιούσε το 1997. Αν είχε δείξει περισσότερη προτίμηση στην κατηγορία με τις ελαιογραφίες θα μπορούσε να έχει μια επιπλέον απόδοση υπερβαίνοντας το 9.8%.

Σύμφωνα, λοιπόν με την έρευνα του Stein, η επένδυση στην τέχνη έχει χαμηλότερη απόδοση από τους άλλες χρηματοοικονομικές επενδύσεις (World Stock Index, S&P 500 και Europ. Stock Index), εκτός και αν κανείς είχε επιλέξει είτε από τύχη είτε από γνώση να επενδύσει σε ελαιογραφίες.

Ο Stein ισχυρίστηκε επίσης ότι οι πίνακες έχουν δύο τύπους αποδόσεων. Η πρώτη είναι η οικονομική απόδοση που προκύπτει από την ανατίμηση των τιμών ενός έργου, ενώ η δεύτερη είναι η μη επιστρεπτέα απόδοση που προκύπτει από την ευχαρίστηση να βλέπεις τους πίνακες.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Stein (1977)	ArtQuest	Γενική / Δημοφιλής	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	7.60%	vs World Stock Index: 8.7% S&P 500: 8.35 Europ. Stock Index: 9.2%
	ArtQuest	Ελαιογραφίες	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	9.80%	
	ArtQuest	Impressionism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	6.30%	
	ArtQuest	Realism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	13.00%	
	ArtQuest	Expressionism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	4.60%	
	ArtQuest	Luminism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	9.20%	
	ArtQuest	Symbolism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	7.20%	
	ArtQuest	Pointillism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	4.80%	
	ArtQuest	Surrealism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	9.30%	

### Baumol (1986)

**Δεδομένα:** Από τον πλήρη κατάλογο των επαναλαμβανόμενων πωλήσεων που πραγματοποιήθηκαν σε ένα διάστημα όχι μικρότερο από 20 χρόνια, της βάση δεδομένων Reitlinger απομονώνει 640 ζεύγη συναλλαγών για την περίοδο 1652-1961.

**Μέθοδος:** Applying the standard continuous compounding formula

**Αποτελέσματα:** Υπολόγισε ένα ετήσιο πραγματικό ποσοστό απόδοσης σε ίσο ποσοστό 0,55%. Κατά την εξέταση του σημαντικού κινδύνου που συνεπάγεται η κατοχή ενός ζωγραφικού πίνακα, καθώς και των συναλλαγών και άλλων δαπανών (π.χ. συντήρηση, κόστος ασφάλισης κ.λπ.), το ποσοστό αυτό πρέπει να προσαρμόζεται περαιτέρω προς τα κάτω. Σε σύγκριση με το πραγματικό ποσοστό απόδοσης των βρετανικών κρατικών τίτλων, το οποίο εκτιμάται ότι είναι περίπου 2,5% κατά μέσο όρο για όλη την περίοδο, οι επενδύσεις στην τέχνη δημιουργούν απώλεια ευκαιριών περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες ετησίως. Επιπλέον, πάνω από το 40% των δειγμάτων ζωγραφικής αποδίδει αρνητική απόδοση και περίπου το 60% συνεπάγεται απώλεια ευκαιρίας. Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι οι τιμές τέχνης συμπεριφέρονται τυχαία, πράγμα που σημαίνει ότι μπορεί να μην υπάρχει επίπεδο ισορροπίας τιμών. Και ενώ είναι δυνατόν να προκύψουν έκτακτα κέρδη (αλλά και ζημίες) μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα (που ορίζεται από τον ερευνητή ως λιγότερο από 50 χρόνια), μακροπρόθεσμα, οι μέσες αποδόσεις είναι περίπου μηδενικές. Παρόμοια με τον Άντερσον (1974) και τον Stein (1977), ο Baumol υποστηρίζει ότι οι υψηλές αποδόσεις της τέχνης είναι δυνατές μόνο όταν αποδίδεται η αισθητική ευχαρίστηση που αντλεί ο ιδιοκτήτης

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Όνομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Baumol (1986)	Reitlinger	Γενική / Δημοφιλής	1652-1961	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις (διπλές πωλήσεις)	0.55%	2.50%

### ***Frey and Pommerehne (1988, 1989a)***

**Δεδομένα:** Με τη χρήση των δεδομένων της βάσης Reitlinger, πήραν ένα δείγμα 305 καλλιτεχνών των οποίων τα έργα πωλήθηκαν τουλάχιστον δύο φορές και παρακολούθησαν τις μεταγενέστερες συναλλαγές που πραγματοποιήθηκαν τόσο σε ευρωπαϊκούς όσο και σε αμερικανικούς οίκους δημοπρασιών. Οι συγγραφείς επεκτείνουν επίσης την υπό μελέτη περίοδο μέχρι το 1987 και αυτό τους δίνει ένα δείγμα 1.937 διπλών πωλήσεων.

**Μέθοδος:** Ομοίως με τον Baumol (1986), εφαρμόζουν την προσέγγιση διπλής πώλησης για τον υπολογισμό του ετήσιου πραγματικού ποσοστού απόδοσης, αλλά μόνο για τις περιπτώσεις στις οποίες η περίοδος κατοχής των έργων υπερβαίνει τα 20 χρόνια. Λαμβάνουν υπόψη τους και τα έξοδα συναλλαγής (δηλαδή την πριμοδότηση του αγοραστή και την προμήθεια του πωλητή), τα οποία προσεγγίζουν σε 0.4% ετησίως.

**Αποτελέσματα:** Για τη συνολική περίοδο 1635-1987, οι Frey και Pommerehne υπολογίζουν ένα μέσο ετήσιο πραγματικό ποσοστό απόδοσης σε 1.5%. Το ποσοστό αυτό φαίνεται μάλλον χαμηλό, ιδίως αν ληφθεί υπόψη ότι το πραγματικό ποσοστό απόδοσης των καλύτερων πιστώσεων (credits) είναι ίσο με το 3%. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι στο 30% των περιπτώσεων, οι πίνακες αποδίδουν αρνητική απόδοση. Για τις επιμέρους περιόδους 1635-1949 και 1950-1987, εκτιμάται μια ετήσια πραγματική απόδοση 1.4% (σε σύγκριση με 3.3% για κρατικά χρεόγραφα) και 1.6% (έναντι 2.4% για κρατικά χρεόγραφα) αντίστοιχα. Αυτή η μικρή διαφορά στις αποδόσεις μεταξύ των δύο περιόδων μπορεί να αποδοθεί σε

μια σημαντική αύξηση του ρυθμού πληθωρισμού μετά το 1950 και όχι σε καλύτερες οικονομικές επιδόσεις της τέχνης. Σύμφωνα με τα ευρήματα του Baumol, μεγάλα κέρδη (αλλά και ζημίες) μπορούν να πραγματοποιηθούν μόνο βραχυπρόθεσμα (που ορίζεται ως 20-39 έτη) και όσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός ορίζοντας, τόσο μικρότερο είναι το εύρος αποδόσεων (περίπου 2% ετησίως μακροπρόθεσμα). Ωστόσο, σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του Baumol, οι συγγραφείς δεν βρίσκουν στοιχεία για την τυχαία συμπεριφορά των τιμών τέχνης για την προηγούμενη περίοδο και ισχυρίζονται ότι υπό ορισμένες συνθήκες η βαθιά γνώση θα μπορούσε να επιτρέψει σε έναν επενδυτή να προβλέψει τις κινήσεις των τιμών τέχνης και έτσι να ενισχύσει τις αποδόσεις. Παρόλα αυτά, παραδέχονται ότι οι αλλαγές στις προτιμήσεις και στη μόδα ενδέχεται να υπονομεύσουν την προβλεψιμότητα των τιμών τέχνης. Το τελικό συμπέρασμα των Frey και Pommerehne είναι ότι η τέχνη, ειδικά όταν εξετάζει τον υψηλό κίνδυνο, δεν φαίνεται να είναι επικερδής επένδυση, εκτός εάν ληφθούν υπόψη τα οφέλη της κατανάλωσης που απορρέουν από την κατοχή ενός έργου τέχνης.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Frey and Pommerehne (1988, 1989a)	Reitlinger	Γενική / Δημοφιλής	1635-1987 1635-1949 1950-1987	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις (διπλές πωλήσεις)	1.5% 1.4% 1.6%	3% 3.3% 2.5%

#### 4.3 Η απόδοση της τέχνης είναι υψηλότερη από τον πληθωρισμό και τις αποδόσεις άλλων επενδυτικών προϊόντων

##### **Goetzmann (1993)**

**Δεδομένα:** Συνδυάζει τα δεδομένα της βάσης Reitlinger με πληροφορίες που λαμβάνονται από τα Διεθνή Αρχεία Δημοπρασιών της Mayer (διάφορα έτη: 1971-1987).

**Μέθοδος:** Χρησιμοποιώντας τον ρυθμό επαναλαμβανόμενων πωλήσεων, κατασκευάζει δείκτη τιμών τέχνης για δείγμα 2809 ζωγραφικών έργων που πωλήθηκαν τουλάχιστον δύο φορές μέσα στην περίοδο 1715-1986.

**Αποτελέσματα:** Με βάση τους υπολογισμούς του, ο ερευνητής εντοπίζει τις μακροπρόθεσμες τάσεις των τιμών στην αγορά έργων τέχνης, με τρεις ανοδικές αγορές (1780-1820, 1840-1870 και το ισχυρότερο 1940-1986) και τρεις πτωτικές αγορές (1830-1840, 1880-1900 και 1930-1940) κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Επιπλέον, υπολογίζει ένα ετήσιο ονομαστικό ποσοστό απόδοσης για το σύνολο της περιόδου 3.2%, το οποίο είναι αρκετά υψηλότερο από το ποσοστό απόδοσης για τις βρετανικές μετοχές (1.5%), αλλά εξακολουθεί να είναι χαμηλότερο από αυτό των βρετανικών ομολόγων (4.3%). Ωστόσο, για τις μικρότερες περιόδους 1850-1986 και 1900-1986, εμφανίζεται μια κάπως διαφορετική εικόνα. Στην αρχή, με το ετήσια ονομαστική απόδοση 6.2% (έναντι 2.6% για μετοχές και 4.1% για ομόλογα) και 17.5% (σε σύγκριση με 4.9% για μετοχές και 4.7% για ομόλογα), η τέχνη φαίνεται να έχει ξεπεράσει τόσο τις βρετανικές μετοχές όσο και τα ομόλογα. Παρ' όλα αυτά, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι όταν καταγράφονται οι αποδόσεις των μερισμάτων (υπολογιζόμενες σε 3-5% ετησίως) και η υψηλή μεταβλητότητα των τιμών τέχνης, η τέχνη μπορεί να θεωρηθεί ελκυστική επένδυση μόνο από τους σχεδόν ουδέτερους επενδυτές.

Επίσης, διερεύνησε τη σχέση μεταξύ των αγορών μετοχών και της τέχνης και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η άνοδος των χρηματιστηριακών αγορών θα μπορούσε να δημιουργήσει μια άνοδο στην αγορά της τέχνης (αλλά όχι το αντίθετο).

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Goetzmann (1993)	Reitlinger	Γενική / Δημοφιλής	1716-1986 1850-1986 1900-1970	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	3.2% 6.2% 17.5%	1.5% (βρετανικές μετοχές) & 4.3% (ομόλογα) 2.6% & 4.1% 4.9% & 4.7%

### ***Buelens and Ginsburgh (1993)***

**Δεδομένα:** Τα ευρήματα του Baumol

**Μέθοδος:** Οι Buelens και Ginsburgh (1993) επανεξετάζουν τα ευρήματα του Baumol (1986) και εισάγουν μια κάπως διαφορετική προσέγγιση.

**Αποτελέσματα:** Πρώτον, βάσει του συνόλου δεδομένων που χρησιμοποίησε ο Baumol, υπολογίζουν εκ νέου το ετήσιο πραγματικό ποσοστό απόδοσης και φτάνουν στο 0.87% (σε σχέση με το 0.55% που υπολογίζεται από τη Baumol) για το δείγμα έργων ζωγραφικής που μεταπωλήθηκε μετά από περισσότερο από 20 έτη και 0.65% για ολόκληρο το δείγμα. Στη συνέχεια, υποδιαιρούν τα δεδομένα σε 4 κατηγορίες (Βρετανοί, 17ος αιώνας Ολλανδοί, 15ος, 16ος και 17ος αιώνας Ιταλοί και Γάλλοι Ιμπρεσιονιστές) και 4 χρονικές περιόδους (1700-1869, 1870-1913, 1914-1950 και 1951-1961). Με βάση τα συμπεράσματά τους, υποστηρίζουν ότι το χαμηλό ποσοστό απόδοσης που έχει υπολογιστεί από τον Baumol μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό στη συνολική φύση του δείγματος.

Οι Buelens και Ginsburgh παρατηρούν ότι τα ποσοστά απόδοσης ποικίλλουν έντονα μεταξύ των διαφόρων αγορών και επιμέρους περιόδων, αλλά είναι γενικά θετικά- με εξαίρεση τα έτη 1914-1950 (εποχές πολέμου και μεγάλες αναταραχές) και την υπερβολικά αντιπροσωπευτική σχολή αγγλικών έργων ζωγραφικής, η οποία αντιπροσωπεύει σχεδόν το 50% του δείγματος. Όταν αγνοεί την περίοδο 1914-1950, καθώς και τα Ιταλικά και τα Αγγλικά έργα τέχνης, η τέχνη φαίνεται να ξεπερνά σημαντικά τα ομόλογα, τα οποία, κατά μέσο όρο, αποδίδουν 2.5% ετησίως, όπως εκτιμά ο Baumol.

Επιπλέον, όπως και ο Άντερσον (1974), οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι ορισμένες σχολές (έργα Ιμπρεσιονιστικής τέχνης) και περίοδοι (1950-1961) αποδίδουν πάνω από το μέσο όρο των αποδόσεων, τα οποία δεν συνοδεύονται απαραίτητα από υψηλότερο κίνδυνο. Συνεπώς, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι σε ορισμένες περιπτώσεις η τέχνη μπορεί να θεωρηθεί ελκυστική επένδυση. Και παρόλο που, γενικά, οι τιμές μπορεί να συμπεριφέρονται με τυχαίο τρόπο ως αποτέλεσμα των μεταβαλλόμενων προτιμήσεων, χρειάζεται αρκετός χρόνος πριν από αυτές τις αλλαγές στην απόδοση - πράγμα που θέτει υπό αμφισβήτηση το επιχείρημα του Baumol ότι οι τιμές της τέχνης είναι απρόβλεπτες.

Τέλος, προκειμένου να ξεπεραστούν οι περιορισμοί των υπολογισμών του Baumol και να εξακριβωθούν τα αποτελέσματά του, οι Buelens και Ginsburgh κατασκεύασαν επίσης έναν ηδονικό δείκτη τιμών. Αυτή τη φορά, για ολόκληρη την περίοδο, το εκτιμώμενο ετήσιο ονομαστικό ποσοστό απόδοσης ανέρχεται στο 0.91%. Αν και οι ερευνητές χρησιμοποιούν ένα πολύ μεγαλύτερο δείγμα, τα αποτελέσματά τους είναι συγκρίσιμα με εκείνα που λαμβάνονται από τον Baumol. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι σε πολλές περιπτώσεις υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των ιδιαίτερων ποσοστών απόδοσης που υπολογίζονται με τη χρήση ηδονικής και επαναλαμβανόμενης παλινδρόμησης (ειδικά για την περίοδο 1950-1961 και στην Ιμπρεσιονιστική ζωγραφική). Αυτό αποκαλύπτει έναν από τους σημαντικότερους περιορισμούς στον χώρο της επένδυσης στην τέχνη, δηλαδή την υψηλή ευαισθησία των εκτιμήσεων στην επιλογή της μεθόδου μέτρησης.



Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Buelens and Ginsburgh (1993)	Ευρύματα Baumol	Γενική / Δημοφιλής	1700-1961	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	0.65% (όλες οι πωλήσεις) 0.87% (πωλήσεις έργων μετά από 20 χρόνια)	2.5% (ομόλογα)

### De la Barre et al. (1994)

**Δεδομένα:** Χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από τα Διεθνή Αρχεία Δημοπρασιών Mayer (1963-1991), 2 κατηγοριών ζωγραφικών έργων που δημιουργήθηκαν από Ευρωπαίους καλλιτέχνες που γεννήθηκαν μετά το 1830.

**Μέθοδος:** Κατασκεύασαν ηδονικούς δείκτες για την περίοδο 1962-1991, πήραν ένα δείγμα 24.540 πωλήσεων έργων τέχνης 82 γνωστών ιμπρεσιονιστών, σύγχρονων και μοντέρνων ζωγράφων (που αναφέρονται ως «Μεγάλοι Δάσκαλοι») και 6.410 πωλήσεις έργων 82 τυχαία επιλεγμένων καλλιτεχνών ως "Άλλοι ζωγράφοι").

**Αποτελέσματα:** Οι ερευνητές εκτίμησαν ότι, καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, οι «Μεγάλοι Δάσκαλοι» έχουν μια ετήσια ονομαστική απόδοση περίπου 12%, η οποία είναι αρκετά υψηλότερη από την απόδοση των μετοχών, ενώ η απόδοση των «Άλλων ζωγράφων» είναι περίπου 6% κοντά στην απόδοση των μετοχών. Ωστόσο, καθώς αυτές οι αποδόσεις δεν λαμβάνουν υπόψη το κόστος συναλλαγής, τον κίνδυνο και την έλλειψη ρευστότητας των έργων τέχνης, θα πρέπει να προσαρμοστούν περαιτέρω προς τα κάτω. Επιπλέον, για το δείγμα των «Μεγάλων Δασκάλων», οι ερευνητές προσδιορίζουν ένα θετικό «αριστουργηματικό αποτέλεσμα». Αμφισβητούν επίσης το επιχειρήμα του Baumol σχετικά με την τυχαία συμπεριφορά των τιμών (τουλάχιστον όσον αφορά τα έργα γνωστών καλλιτεχνών) και υποδηλώνουν ότι οι τιμές τέχνης θα μπορούσαν να προβλεφθούν. Τέλος, οι De la Barre et al. υπογραμμίζουν την απόδοση της τέχνης στο ψυχισμό του επενδυτή και τον αντίκτυπο που έχει στην απόδοση της τέχνης ως επένδυση.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
De la Barre et al. (1994)	Meyer International Auction Records	"Μεγάλοι Δάσκαλοι" "Άλλοι Ζωγράφοι"	1962-1991	Ηδονική Παλινδρόμηση	~12% ~6%	Η απόδοση των μετοχών είναι κοντά στο 6%

## 4.4 Η τέχνη είναι κατάλληλη για τη διαφοροποίηση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου

### Pesando (1996)

**Δεδομένα:** Η έρευνα επικεντρώθηκε μόνο σε έναν τομέα τέχνης, τη μοντέρνα τέχνη (Picasso, Miró, Chagall κ.λπ.) παίρνοντας δεδομένα από 27,961 επαναλαμβανόμενες πωλήσεις μεταξύ τα 1977-1996.

**Μέθοδος:** Έφτιαξε έναν εξαμηνιαίο δείκτη μέσω της μεθόδου επαναλαμβανόμενων πωλήσεων και χρησιμοποίησε το μέσο όρο και τη διακύμανση ως μέτρο απόδοσης και κινδύνου. Παρατήρησε ότι η κίνηση των τιμών

του Picasso ήταν η πλέον αντιπροσωπευτική όλης της κατηγορίας της μοντέρνας τέχνης, οπότε εστίασε μόνο σε αυτόν την ερευνά του για να περιορίσει το «θόρυβο» γύρω από τις μη παρατηρούμενες μεταβλητές (ποιότητα και κατάσταση πώλησης ενός έργου-πάντα μέσω δημοπρασίας).

**Αποτελέσματα:** Τα αποτελέσματα της έρευνάς του έδειξαν ότι η ετήσια ονομαστική απόδοση στην αγορά της τέχνης είναι χαμηλότερη από την αντίστοιχη απόδοση άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων και συγκεκριμένα Stocks, U.S. government bonds και Treasury Bills 180 ημερών.

Η έρευνα αυτή αποτελεί προέκταση μιας παλιότερης έρευνάς του με δεδομένα για το διάστημα 1977-1992, η οποία είχε κλείσει λίγο πριν την κατάρρευση της αγοράς. Το ενδιαφέρον είναι ότι αυτό το γεγονός δεν αλλοίωσε τα αποτελέσματα παρόλο τα скаμπανεβάσματα των τιμών των έργων του Picasso (σημειώθηκε πτώση έως και 53% το 1990).

Σχετικά με τον κίνδυνο της επένδυσης, ο Pesando έδειξε ότι ο κίνδυνος της τέχνης (21.86%) είναι υψηλότερος και από τον κίνδυνο των μετοχών (16.84%) και των U.S. government bonds (16.5%) και σαφώς των Treasury Bills (2.45%).

Εφαρμόζοντας το μοντέλο CAPM στα έργα του Picasso, κατέληξε ότι υπάρχει χαμηλός συστηματικός κίνδυνος και επομένως μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την τέχνη για διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μας παρόλο που οι αποδόσεις δεν είναι τόσο ελκυστικές.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Pesando (1996)	Gordon's Print Price Annuals (1978)	Picasso	1977-1996	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	1.48%	vs U.S. Treasury Bills: 2.29% Stocks: 9.13% U.S. government bonds: 3.45%

### **R.A.J Campbell (2009)**

**Σκοπός:** Μελετά πως συμπεριφέρεται η εναλλακτική επένδυση στην τέχνη, εξετάζοντας τον κίνδυνο και την απόδοση.

**Δεδομένα:** Για να αναλυθούν οι αποδόσεις διαφόρων κατηγοριών στην αγορά της τέχνης, η έρευνα της Campbell επικεντρώνεται στους δείκτες της AMR.

Αυτή η ανάλυση χρησιμοποιεί τον γενικό δείκτη τέχνης καθώς και τους ακόλουθους τέσσερις τομείς: Old Masters, Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιονιστές, Σύγχρονη και Μοντέρνα Τέχνη.

1. Ο Γενικός δείκτης περιέχει ένα μικτό καλάθι με πάνω από 100 γνωστούς καλλιτέχνες, από διαφορετικές χώρες, κατηγορίες καθιστώντας τον ένα διαφοροποιημένο δείκτη τέχνης. Ο δείκτης περιλαμβάνει δεδομένα πωλήσεων τέχνης από πάνω 109.000 πωλήσεις πλειστηριασμών.

2. Ο δείκτης Old Masters αποτελείται από ευρωπαϊούς καλλιτέχνες μέχρι τον 18ο αιώνα (περιλαμβάνονται πάνω από 25.000 πωλήσεις).

3. Ο δείκτης των Ευρωπαϊών Ιμπρεσιονιστών περιέχει ένα μικρότερο δείγμα 25 καλλιτεχνών. Η περίοδος περιλαμβάνει ευρωπαϊούς ιμπρεσιονιστές καλλιτέχνες στα τέλη του 19ου αιώνα και μερικούς μετα-ιμπρεσιονιστές. Ο αριθμός των πωλήσεων που περιλαμβάνονται στον δείκτη είναι περίπου 22.000 τιμές και είναι ο μικρότερος από τους άλλους τομείς.

4. Η Μοντέρνα τέχνη περιλαμβάνει μεγαλύτερο αριθμό καλλιτεχνών και τιμών πώλησης, και περιλαμβάνει περισσότερες από 63.000 συναλλαγές. Μπορεί να υπάρχει κάποια διαφωνία μεταξύ των ιστορικών τέχνης σχετικά με τους ακριβείς ορισμούς της ταξινόμησης της σύγχρονης τέχνης.

5. Η Σύγχρονη τέχνη περιέχει πάνω από 21.000 πωλήσεις. Ο δείκτης αυτός είναι ο νεότερος με δεδομένα να ξεκινούν μόλις το 1985.

Η επιλογή των καλλιτεχνών είναι υποκειμενική, ως εκ τούτου αποτελεί μια αντιπροσωπευτική επιλογή. Οι δείκτες, επομένως, παρέχουν μια γενική ένδειξη των μεταβολών των τιμών του εκάστοτε τομέα.

Η ερευνήτρια, στη συνέχεια χρησιμοποιεί τους παρακάτω δείκτες των χρηματοπιστωτικών αγορών για να τους συγκρίνει τις αποδόσεις της αγοράς της τέχνης:

1. Morgan Stanley Capital για μετοχές των ΗΠΑ (MSCI US), για μετοχές UK (MSCI UK) και για παγκόσμιες μετοχές (MSCI World),
2. Lehman Brothers Aggregate Corporate Bond Index
3. North American Real Estate Investment Trust Index (NAREIT)
4. Credit Suisse / Tremont Hedge Fund, για κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, σειρές δεδομένων από το 1994
5. S&P GSCI για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί εμπορευμάτων από την Goldman Sachs
6. Δείκτες 10ετών κυβερνητικών ομολόγων των Ηνωμένων Πολιτειών και του Ηνωμένου Βασιλείου και U.K. Government Treasury Bills (μηνιαία διαθέσιμα στοιχεία από το 1980)

**Μέθοδος:** Επικεντρώνεται στις πτωτικές αγορές (bear markets), όπου τα οφέλη της διαφοροποίησης είναι μεγαλύτερα. Χρησιμοποιεί δείκτες της αγοράς τέχνης και αναλύει τις προοπτικές του διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου στην εν λόγω αγορά, χρησιμοποιώντας διάφορα δεδομένα από όλους τους τομείς της αυτής της αγοράς, όπως Old Master, Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιονιστές, Μοντέρνα και Σύγχρονη τέχνη. Λόγω της χαμηλής συσχέτισης της τέχνης με τις άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, η ερευνήτρια βρίσκει ευκαιρία να κάνει διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και εντός της αγοράς της τέχνης και με τις υπόλοιπες κατηγορίες κεφαλαίου (asset classes).

**Αποτελέσματα:** Τα αποτελέσματα είναι ικανοποιητικά, παρόλο το υψηλό κόστος συναλλαγής στο εμπόριο της τέχνης, όταν έχουμε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Χρησιμοποιώντας δεδομένα από τον Ιανουάριο του 1980 μέχρι τον Φεβρουάριο του 2006 έχουμε μηνιαία στοιχεία αποδόσεων 25 ετών σε διάφορους τομείς.

Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, ο γενικός δείκτης τέχνης έχει μια μέση ετήσια απόδοση 6.5%. Πιο συγκεκριμένα, οι Old Masters έχουν απόδοση 5.5%, οι Ευρωπαίοι ιμπρεσιονιστές 6.3% και η Μοντέρνα τέχνη 7.5%. Όσον αφορά τη Σύγχρονη Τέχνη (τα δεδομένα ξεκινούν από το 1985, χρησιμοποιώντας έτσι μια ελαφρώς μικρότερη περίοδο των 20 ετών) είχε τις υψηλότερες αποδόσεις σε ποσοστό 9% σε ετήσια βάση.

Χρησιμοποιώντας ένα αντιπροσωπευτικό, υποθετικό επενδυτικό κεφάλαιο με σύνθεση 30% Old Masters, 15% Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιονιστές, 15% Μοντέρνα και 40% Σύγχρονη, η μέση απόδοση αυτού του επενδυτικού κεφαλαίου θα ήταν 7.05%. Και πάλι, αυτό είναι για την περίοδο των 20 ετών, επειδή τα δεδομένα για τη Σύγχρονη Τέχνη ξεκινά το 1985.

Σχετικά με τη συσχέτιση, παρατήρησε ότι οι δείκτες των διαφόρων κατηγοριών δεν συσχετίζονται ιδιαίτερα. Αυτό είναι μια ένδειξη ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη σύσταση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου με διάφορους καλλιτέχνες και με διάφορες κατηγορίες της τέχνης.

Σχετικά με τη σχέση απόδοσης και κινδύνου των διαφόρων, παρατήρησε ότι η μοντέρνα και η σύγχρονη τέχνη προσφέρουν την υψηλότερη απόδοση, όμως υπάρχει ο κίνδυνος (ο οποίος μετράται με την τυπική απόκλιση). Το εξεταζόμενο

χαρτοφυλάκιο (που έχει τυπικά δημιουργηθεί ως σύνθεση των δεικτών που προαναφέραμε), μας δίνει μια ελκυστική απόδοση 1.02 για κάθε μονάδα ρίσκου. Παρόλο που είναι κοντά στην απόδοση/ρίσκο της Μοντέρνας και Σύγχρονης Τέχνης, το ρίσκο επιμερίζεται σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζονται οι αποδόσεις των παραπάνω χρηματοοικονομικών προϊόντων σε αντιδιαστολή με τις αποδόσεις των υπό εξέτασης έργων τέχνης.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
R.A.J Campbell (2009)	Art Market Research (AMR)	Γενικός Δείκτης	1980-2006	Μέσος όρος Αποδόσεων	6.56%	vs World Equity: 10.88% US Equity: 12.39% UK Equity: 13.27% US Corporate Bonds: 14.91% Commod Futures: 8.42% US10Y Govt Bonds: 8.36% UK10Y Govt Bonds: 11% NAREIT: 11.98% ART: 6.56%
		Old Masters	1980-2006		5.50%	
		Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιον	1980-2006		6.30%	
		Σύγχρονη	1980-2006		9.00%	
		Μοντέρνα Τέχνη	1985-2006		7.50%	
		Fund (30% Old Masters, 15% Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιονιστές, 15% Μοντέρνα και 40% Σύγχρονη)	1985-2006		7.05%	

Σύμφωνα με την έρευνα φαίνεται ότι η τέχνη έχει χαμηλή συσχέτιση με τις άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Η συσχέτιση τέχνης και εγχώριων ακίνητων τείνει να είναι υψηλότερη. Οι συσχετίσεις με τις άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων παραμένουν χαμηλές, ακόμη και αφού ληφθούν υπόψη διάφοροι χρονικοί ορίζοντες. Κατά την περίοδο 1980-2006, όπου η χρηματιστηριακή αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου εφίστατο κρίση της πρόσφατης πτωτικής χρηματοοικονομικής αγοράς, όταν οι τιμές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί εμπορευμάτων, οι δείκτες των κρατικών ομολόγων και οι αγορές ακινήτων αυξήθηκαν, η συσχέτιση μεταξύ τέχνης και αυτών των κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων ήταν θετική, αν και αρκετά χαμηλή.

Εξετάζοντας την απόδοση ανά μονάδα κινδύνου για τις διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, παρατηρείται ότι τα τελευταία 20 χρόνια, τα hedge funds έχουν πιο ελκυστικές αποδόσεις (1.32). Τα κρατικά ομόλογα της Μεγάλης Βρετανίας σημείωσαν επίσης καλή απόδοση ανά μονάδα κινδύνου (1.28). Ο δείκτης NAREIT, η τέχνη και οι μετοχικοί δείκτες έχουν επίσης προσφέρει ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες (0.93, 0.81 και 0.8 αντίστοιχα).

Η μείωση του ρίσκου ενός χαρτοφυλακίου που συνίσταται από αυτούς τους δείκτες εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις συσχετίζονται μεταξύ τους. Όσο χαμηλότερη είναι η συσχέτιση, τόσο μεγαλύτερα τα οφέλη της διαφοροποίησης και τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα του χαρτοφυλακίου να διατηρεί τις αποδόσεις ενώ μειώνει τον κίνδυνο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργούνται πιο μέτριες αποδόσεις με χαμηλότερη τυπική απόκλιση γύρω από τον αναμενόμενο μέσο όρο.

Η R.A.J Campbell (2009) προσπάθησε να δημιουργήσει ένα βέλτιστο χαρτοφυλάκιο. Για να το κάνει αυτό, έπρεπε να παρθεί μια υπόθεση σχετικά με την κατανομή των αναμενόμενων αποδόσεων στις διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Η εξέταση της κατανομής των ιστορικών αποδόσεων τη βοήθησε να εκτιμήσει τις μελλοντικές αναμενόμενες αποδόσεις. Επίσης, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι επειδή η επένδυση στην τέχνη έχει μεγάλο κόστος συναλλαγής, μερικές φορές έως και 30% της τιμής πώλησης, μπορούμε να ελαχιστοποιήσουμε αυτή τη δαπάνη παίρνοντας ένα μεγάλο χρονικό ορίζοντα, όπως 25 χρόνια.

Το χαρτοφυλάκιο πρώτα βελτιστοποιείται, εξαιρουμένης της επένδυσης στην τέχνη, χρησιμοποιώντας το προφίλ κινδύνου-απόδοσης των τελευταίων 25 ετών. Όταν συμπεριλαμβάνεται ο δείκτης της Γενικής Τέχνης (All Art Index) στο χαρτοφυλάκιο, η χαμηλή συσχέτιση με τις άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων οδηγεί σε υψηλή κατανομή της τέχνης στο χαρτοφυλάκιο (πάνω από 20%). Αυτό προκύπτει από τη χρήση του γενικού δείκτη τέχνης και όχι από τη

σύνθεση του αμοιβαίου κεφαλαίου, πράγμα που θα αποτελούσε ακόμη μεγαλύτερη ποσοστιαία κατανομή στο βέλτιστο χαρτοφυλάκιο.

Επειδή τα δεδομένα για τους δείκτες τέχνης βασίζονται γενικά σε εκτιμήσεις, το γεγονός αυτό θα πρέπει να ληφθεί υπόψη στην ανάλυση. Οι εκτιμήσεις αυτές και οι πραγματικές αποδόσεις της αγοράς διαφέρουν. Όμως, οι πραγματικές αποδόσεις της αγοράς είναι αυτές που αντικατοπτρίζουν το όφελος ή τη ζημία του επενδυτή και συγκρίνονται με τις αποδόσεις άλλων επενδυτικών προϊόντων. Το γεγονός ότι η αγορά της τέχνης έχει χαμηλή ρευστότητα, η αξία των έργων δεν αποτιμάται συχνά και η χρήση των κατά μέσο όρο τιμών, οδηγεί σε εξομάλυνση των αποδόσεων. Επομένως, είναι επιτακτική η ανάγκη η σειρά να «από-ομαλοποιηθεί και να εξαλείψει, στο μέτρο του δυνατού, οποιαδήποτε αυτοσυσχέτιση, η οποία τείνει να είναι χαρακτηριστική αυτών των εξομαλυνθεισών σειρών των εκτιμημένων αποδόσεων. Με την από-ομαλοποίηση των αποδόσεων, ο κίνδυνος αυξάνεται και μειώνεται ουσιαστικά η κατανομή της τέχνης στο χαρτοφυλάκιο κατά περίπου 50% (από 21.43% σε 9.93%). Η χαμηλή συσχέτιση εξακολουθεί να κάνει την τέχνη ελκυστική επένδυση χαρτοφυλακίου.

Τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου παρέχουν μια ελκυστική απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, που σημαίνει ότι παρέχουν επίσης σημαντικά οφέλη απόδοσης σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Αν συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο μας τότε για κάθε ένα από τα τέσσερα σενάρια, η κατανομή στην τέχνη είναι όλο και πιο χαμηλή και υπάρχει ένα μεγάλο ποσοστό κατανομής σε hedge funds.

Τα αποτελέσματα της έρευνας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα<sup>6</sup>

Optimal Portfolio Allocation: 1980–2006

Panel A. Excluding Hedge Funds

PORTFOLIO	MSCI US EQUITY	MSCI UK EQUITY	US CORP BONDS	COMMOD FUTURES	US REAL ESTATE	UK 10 YEAR GOVT	AMR ALL ART INDEX	HEDGE FUNDS
NO ART	7.95%	3.77%	7.45%	8.62%	19.65%	52.55%	-	-
WITH ART DESMOOTHED	6.84%	1.55%	5.63%	5.83%	17.32%	41.39%	21.43%	-
ART DESMOOTHED	7.60%	2.34%	6.54%	7.06%	19.12%	47.41%	9.93%	-
ART DESMOOTHED & TRANS COSTS	7.79%	3.17%	7.07%	7.97%	19.42%	50.39%	4.19%	-

Panel B. Including Hedge Funds

PORTFOLIO	MSCI US EQUITY	MSCI UK EQUITY	US CORP BONDS	COMMOD FUTURES	US REAL ESTATE	UK 10 YEAR GOVT	AMR ALL ART INDEX	HEDGE FUNDS
NO ART	0.00%	0.00%	2.96%	3.04%	10.20%	42.55%	-	41.25%
WITH ART DESMOOTHED	0.00%	0.00%	2.47%	1.92%	9.89%	35.60%	15.91%	34.21%
ART DESMOOTHED	0.00%	0.00%	2.67%	2.34%	10.84%	39.17%	7.04%	37.94%
ART DESMOOTHED & TRANS COSTS	0.00%	0.00%	2.80%	2.74%	10.74%	41.04%	2.82%	39.87%

### Mei and Moses (2002a)

**Δεδομένα:** Επέλεξαν πίνακες ζωγραφικής από τα γραφεία δημοπρασιών της Νέας Υόρκης μεταξύ του 1950 και του 1999 που πωλήθηκαν περισσότερες από μία φορές. Αυτά τα δεδομένα εμπλουτίστηκαν με δεδομένα παλαιότερων ετών, δηλ με δεδομένα ζωγραφικών έργων με προηγούμενες πωλήσεις πριν το 1950 φτάνοντας μέχρι και στο 1875.

**Μέθοδος:** Κατασκευάζουν ένα εντελώς νέο σύνολο δεδομένων που καταγράφει τις επαναλαμβανόμενες πωλήσεις ζωγραφικής, γεγονός που τους επιτρέπει να βασίζουν τους υπολογισμούς τους σε μεγαλύτερο αριθμό παρατηρήσεων (4.896 επαναλαμβανόμενες πωλήσεις) σε σχέση με

<sup>6</sup> Πίνακας από άρθρο «Art as a Financial Investment», The Journal of Alternative Investment, December 2009

προηγούμενες μελέτες. Σχεδιάζουν έναν γενικό δείκτη τιμών τέχνης, καθώς και 4 αναλυτικούς δείκτες (Αμερικανική, Old Master, Ιμπρεσιονιστική και Σύγχρονη ζωγραφική).

**Αποτελέσματα:** Για την περίοδο 1875-1999, οι συγγραφείς εκτιμούν ότι η επένδυση στην τέχνη έχει μια ετήσια πραγματική απόδοση 4.9%, η οποία είναι μεγαλύτερη από την απόδοση των χρεογράφων (2% για κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, 2.9% για εταιρικά ομόλογα και 1.9% για γραμμάτια του Δημοσίου), αλλά μικρότερη από αυτή των μετοχών (6.6% του S&P 500, 7.4% του Dow Jones). Ωστόσο, κατά το δεύτερο ήμισυ του αιώνα, οι πίνακες ζωγραφικής έχουν μια ετήσια πραγματική απόδοση 8.2%, η οποία είναι συγκρίσιμη με εκείνο που προσφέρουν οι μετοχές (8.9% του S&P 500 και 9.1% του Dow Jones) και πολύ υψηλότερη από την απόδοση των ομολόγων (1.9% των κυβερνητικών ομολόγων και 2.2% των εταιρικών ομολόγων) ή των έντοκων γραμματίων (1.8%). Το αποτέλεσμα αυτής της έρευνας, με την τέχνη να αποδίδει υψηλότερες αποδόσεις από τους τίτλους σταθερού εισοδήματος για όλη την περίοδο, φαίνεται να έρχεται σε αντίθεση με τα περισσότερα προηγούμενα ευρήματα. Επιπλέον, υπολογίζοντας τις αποδόσεις των έργων τέχνης για την περίοδο 1900-1999, οι ερευνητές είναι σε θέση να συγκρίνουν τα αποτελέσματά τους με τα αποτελέσματα του Goetzmann. Ενώ στη μελέτη του, η απόδοση στην τέχνη είναι υψηλότερη από εκείνη των μετοχών και των ομολόγων, σύμφωνα με τους Mei & Moses, τα έργα τέχνης ξεπέρασαν μόνο την απόδοση των ομολόγων. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η τέχνη έχει χαμηλότερη μεταβλητότητα και χαμηλότερη συσχέτιση με άλλα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία από ό,τι είχε προηγουμένως θεωρηθεί, καθιστώντας την τέχνη ελκυστική επένδυση για διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματικών Προϊόντων
Mei and Moses (2002)	Διάφορα γραφεία δημοπρασιών της Ν.Υόρκης	Αμερικανική, Ιμπρεσιονιστική και Μεγάλοι Δάσκαλοι	1875-1999	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	4.9%	1.8% (ομόλογα) & 7.4% (Dow Jones)
			1950-1999		8.2%	1.8% (έντοκων γραμματίων) -9.1% (Dow Jones)

#### 4.5 Διάφορες έρευνες για την επένδυση στην τέχνη

Πέρα από τις προαναφερόμενες μελέτες σχετικά με την απόδοση της επένδυσης σε έργα τέχνης, έχουν πραγματοποιηθεί πολλές άλλες μελέτες σε επίπεδο χωρών, οι οποίες συνοπτικά περιγράφονται παρακάτω.

Οι **Mok, Ko, Woo and Kwok** (1993) ερεύνησαν την αγορά μοντέρνας ζωγραφικής της Κίνας, η οποία δημιουργήθηκε μετά το 1911 και τα έργα της οποίας στους οίκους δημοπρασιών Christie's και Sotheby's την περίοδο 1980-1990. Για ένα μικρό δείγμα 20 επαναλαμβανόμενων πωλήσεων εντός της προαναφερθείσας περιόδου, υπολογίσθηκε μια ετήσια απόδοση της τάξεως του 52.9%. Η απόδοση αυτή φαίνεται να είναι εξαιρετική αν λάβουμε υπόψη μας την απόδοση άλλων επενδυτικών προϊόντων, όπως για παράδειγμα την απόδοση 13.3% του χρηματιστηρίου του Hong Kong stocks, την απόδοση 15.3% της Σιγκαπούρης και 154.4% της Ταϊβάν. Εν τούτοις, αν ληφθεί υπόψη το ρίσκο που εμπεριέχεται στη κινεζική αγορά μοντέρνας τέχνης, η απόδοση είναι χαμηλή. Ο ερευνητής κατέληξε στο συμπέρασμα ότι παρόλο που η απόδοση φαίνεται υψηλή, αν συνυπολογίσουμε τον κίνδυνο, τα κόστη και το γεγονός ότι δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμο προϊόν, τότε η επένδυση σε μοντέρνα έργα κινεζικής ζωγραφικής είναι μια κατώτερη επένδυση.

Οι **Agnello and Pierce** (1996) χρησιμοποίησαν τη μέθοδο της ηδονικής παλινδρόμησης να μελετήσουν την απόδοση έργων τέχνης που δημοπρατήθηκαν την περίοδο 1971-1992 και αφορούσαν 66 πιο ακριβούς και εμπορεύσιμους

αμερικανούς ζωγράφους γεννημένους πριν από τον 2<sup>ο</sup> παγκόσμιο πόλεμο. Η πηγή των δεδομένων ήταν ο ετήσιος δείκτης *Annual Art Sales Index* (Hislop 1971-1992). Για όλο το δείγμα, η ονομαστική απόδοση ήταν 9.3% (3.25% η πραγματική απόδοση), η οποία ήταν χαμηλότερη από την απόδοση του χρηματιστηρίου (13.1%), αλλά κοντά στην απόδοση των U.S. government bonds (9.7%) και Treasury bills (7.4%). Βεβαίως, θα πρέπει να γίνει προσαρμογή του κινδύνου στην απόδοση. Οι ερευνητές χώρισαν το δείγμα σε δύο περιόδους και υπολόγισαν εκ νέου την απόδοση, όπου η ετήσια ονομαστική απόδοση για την περίοδο 1971-1979 ήταν 6.3% και για την περίοδο 1980-1992 ήταν 14.3%. Σύμφωνα, λοιπόν με τα τελευταία αποτελέσματα η επένδυση στην τέχνη μπορεί και να θεωρείται ως μια προσοδοφόρα επένδυση.

Ο **Agnello** (2002) εξέτασε εκ νέου τα ευρήματα της μελέτης του 1996. Επέκτεινε την υπό εξέταση περίοδο έως το 1996 και αύξησε το δείγμα σε 91 καλλιτέχνες. Τα αποτελέσματα άλλαξαν, για όλη την περίοδο, η ετήσια πραγματική απόδοση ήταν αρνητική -1.2% (4.2% ονομαστική απόδοση). Η απόδοση της τέχνης ήταν πολύ χειρότερη από αυτή άλλων επενδύσεων για παράδειγμα η απόδοση του S&P500 ήταν 6.2% (11.6% ονομαστική απόδοση, 3.1% (8.5% ονομαστική) για τα ομόλογα U.S. long-term government bonds και 1.7% (7.1% ονομαστική) για Treasury bills. Χωρίζοντας τα δεδομένα σε υποκατηγορίες, παρατήρησε ότι τα πιο ακριβά έργα έχουν αποδόσεις άνω της μέσης απόδοσης και όσο πιο υψηλή απόδοση έχουν τόσο χαμηλή μεταβλητότητα παρουσιάζουν. Κατέληξε, λοιπόν στο συμπέρασμα ότι η επένδυση στην τέχνη εμπεριέχει κίνδυνο σε σχέση με άλλα επενδυτικά προϊόντα.

Οι **Candela and Scorcu** (1997) δημιούργησαν ένα δείκτη, από ένα δείγμα μοντέρνων και σύγχρονων έργων που πωλήθηκαν στον ιταλικό οίκο δημοπρασιών Casa d'aste Finarte την περίοδο 1983-1994. Υπολόγισαν μια ονομαστική ετήσια απόδοση 1.92%, η οποία είναι μικρότερη από την απόδοση των ιταλικών κυβερνητικών ομολόγων και του χρηματιστηρίου.

Οι **Ferdi Botha, Brett Scott and Jen Snowball (2015)**, επιχείρησαν να εξετάσουν εάν η τέχνη είναι ένας καλός τρόπος για τη διαφοροποίηση ενός επενδυτικού χαρτοφυλακίου, αναλύοντας τις μεταβολές του δείκτη Τιμής Τέχνης Citadel σε σχέση με την κίνηση του δείκτη FTSE / JSE All Share, του Δείκτη Τιμών Ακινήτων Absa και του δείκτη κρατικών ομολόγων της Νοτίου Αφρικής. Χρησιμοποίησαν τον δείκτη Τιμής Τέχνης Citadel. Στη Νότιο Αφρική, η εταιρεία επενδύσεων Citadel δημοσίευσε το 2011 έναν δείκτη τιμών τέχνης, ώστε να παρέχει περισσότερες πληροφορίες στους επενδυτές και να τους δώσει τη δυνατότητα να συγκρίνουν τις επενδύσεις τέχνης και με άλλα είδη επενδύσεων. Ο δείκτης υπάρχει από το 2013 και καλύπτει την περίοδο από το 2000 έως σήμερα. Η τοπική αγορά έργων τέχνης της Νότιας Αφρικής είναι μικρή σε σύγκριση με την παγκόσμια αγορά, αλλά έχει σημειώσει σημαντική ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια, ιδίως με τις εγκαταστάσεις νέων εκθέσεων γκαλερί. Έχει ένα μικρό αριθμό διάσημων καλλιτεχνών που έχουν συνειδητοποιήσει τη διεθνή φήμη και την ουσιαστική εμπορική επιτυχία, αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν επικερδείς ευκαιρίες για επενδύσεις. Ο δείκτης Citadel χρησιμοποιεί την μέθοδο ηδονικής παλινδρόμησης με παρατηρήσεις από τους top 100 καλλιτέχνες κατά όγκο πωλήσεων, δίνοντας περίπου 29.503 παρατηρήσεις συνολικού πλειστηριασμού. Οι top 100 αντιπροσωπεύουν το 61% του συνολικού εμπορίου και το 87% των συνολικών εσόδων. Ο Δείκτης αποτελείται από τριμηνιαία στοιχεία από την περίοδο 2000 Q1 έως 2013 Q3. Η περίοδος επιλέχθηκε λόγω της διαθεσιμότητας του δείκτη. Χρησιμοποιήθηκε δείκτης VAR του δείκτη τιμών της τέχνης, ο δείκτης μετοχών του Χρηματιστηρίου του Γιοχάνεσμπουργκ, ο δείκτης τιμών των κατοικιών και ο δείκτης κρατικών ομολόγων της Νοτίου Αφρικής. Τα

αποτελέσματα δείχνουν ότι ο δείκτης τιμών της τέχνης Citadel κινείται ανοδικά όταν υπάρχουν αυξημένες αποδόσεις στην χρηματιστηριακή αγορά κατά την προηγούμενη περίοδο. Αυτό το εύρημα είναι συνεπές με τους Goetzmann et al. (2009), οι οποίοι ανέφεραν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ των αγορών τέχνης και μετοχών. Παρόλο που ο δείκτης τιμών τέχνης σχετίζεται αρνητικά με τον δείκτη τιμών των κρατικών ομολόγων της Νοτίου Αφρικής, η τέχνη προσφέρει έναν τρόπο διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου ομολόγων, η σχέση δεν είναι σημαντική. Η επένδυση στην τέχνη φαίνεται να είναι η πιο επικίνδυνη από τις τέσσερις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Γενικά, η αγορά τέχνης της Νότιας Αφρικής δεν προσφέρει τη δυνατότητα διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων που κυριαρχούν είτε από ακίνητα, ομόλογα ή μετοχές.

#### 4.6 ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ

Ερευνητής	Πηγή Δεδομένων	Κατηγορία Ζωγραφικής	Χρονική Περίοδος	Μέθοδος	Ονομαστική Απόδοση	Αποδόσεις Άλλων Χρηματ/κων Προϊόντων	Συσχέτιση
Anderson (1974)	Meyer (1 97 1) Reitlinger (1 96 1 , 1970)	Γενική / Δημοφιλής	1780-1970	Ηδονική Παλινδρόμηση	3.30%	vs Brigham and Pappas (1969) απόδοση άλλων securities 12.65% (1956-1962)	
	Meyer (1 97 1) Reitlinger (1 96 1 , 1970)	Γενική / Δημοφιλής	1780-1970	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	3.70%		
Anderson (1974)		Ιμπρεσιονιστές	1951-1969		18.00%		
Times-Sotheby Index	Times-Sotheby	Ιμπρεσιονιστές	1951-1969		17.20%		
Anderson (1974)		Old Masters	1951-1969		10.40%		
Times-Sotheby Index	Times-Sotheby	Old Masters	1951-1969		11.00%		
Stein (1977)	ArtQuest	Γενική / Δημοφιλής	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	7.60%	vs World Stock Index: 8.7% S&P 500: 8.35 Europ. Stock Index: 9.2%	
	ArtQuest	Ελαιογραφίες	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	9.80%		
	ArtQuest	Impressionism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	6.30%		
	ArtQuest	Realism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	13.00%		
	ArtQuest	Expressionism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	4.60%		
	ArtQuest	Luminism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	9.20%		



	ArtQuest	Symbolism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	7.20%		
	ArtQuest	Pointillism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	4.80%		
	ArtQuest	Surrealism	1970-1997	Γεωμετρικός Μέσος όρος	9.30%		
Pesando (1996)	Gordon's Print Price Annuals (1978)	Picasso	1977-1996	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις Μέσος όρος	1.48%	vs U.S. Treasury Bills: 2.29% Stocks: 9.13% U.S. government bonds: 3.45%	Αρνητική Συσχέτιση
R.A.J Campbell (2009)	Art Market Research (AMR)	Γενικός Δείκτης	1980-2006	Μέσος όρος Αποδόσεων	6.56%	vs World Equity: 10.88% US Equity: 12.39% UK Equity: 13.27% US Corporate Bonds: 14.91% Commod Futures: 8.42% US10Y Govt Bonds: 8.36% UK10Y Govt Bonds: 11% NAREIT: 11.98% ART: 6.56%	Χαμηλή Συσχέτιση με τα χρηματ/κα προϊόντα Υψηλή Συσχέτιση με τα ακίνητα
		Old Masters	1980-2006		5.50%		
		Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιονιστές	1980-2006		6.30%		
		Σύγχρονη	1980-2006		9.00%		
		Μοντέρνα Τέχνη	1985-2006		7.50%		
		Fund (30% Old Masters, 15% Ευρωπαϊούς Ιμπρεσιονιστές, 15% Μοντέρνα και 40% Σύγχρονη)	1985-2006		7.05%		
Baumol (1986)	Reitlinger	Γενική / Δημοφιλής	1652-1961	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις (διπλές πωλήσεις)	0.55%	2.50%	
Frey and Pommerehne (1988, 1989a)	Reitlinger	Γενική / Δημοφιλής	1635-1987 1635-1949 1950-1987	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις (διπλές πωλήσεις)	1.5% 1.4% 1.6%	3% 3.3% 2.5%	
Goetzmann (1993)	Reitlinger	Γενική / Δημοφιλής	1716-1986 1850-1986 1900-1970	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	3.2% 6.2% 17.5%	1.5%-4.5% 2.6%-4.2% 4.7%-4.9%	
Buelens and Ginsburgh (1993)		Γενική / Δημοφιλής	1700-1961	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	0.65% (όλες οι πωλήσεις) 0.87% (πωλήσεις έργων μετά από 20 χρόνια)	2.50%	
De la Barre et al. (1994)	Meyer International Auction Records	Ιμπρεσιονισμός "Μεγάλοι Δάσκαλοι" "Άλλοι Ζωγράφοι"	1962-1991	Ηθονική Παλινδρόμηση	-12% -6%	Η απόδοση των μετοχών είναι χαμηλότερη	
Mei and Moses (2002)		Αμερικάνικη, Ιμπρεσιονιστική και Μεγάλοι Δάσκαλοι	1875-1999 1900-1999 1950-1999	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	4.9% 5.2% 8.2%	1.8%-7.4% 1.1%-7.4% 1.3%-9.1%	Χαμηλή Συσχέτιση με τα χρηματ/κα προϊόντα

Mok et al. (1993)	Christie's και Sotheby's Auction Records	Κινεζική Μοντέρνα Ζωγραφική (έργα μετά το 1911)	1980-1990	Επαναλαμβανόμενες Πωλήσεις	52.90%	13.3-154.4%	
Agnello and Pierce (1996)		Αμερικάνοι ζωγράφοι γεννημένοι πριν το 1939	1971-1992 1971-1979 1980-1992	Ήδονική Παλινδρόμηση	9.3% 6.3% 14.3%	7.4-13.1%	
Agnello (2002)		Αμερικάνοι ζωγράφοι	1971-1996	Ήδονική Παλινδρόμηση	4.2% (-1.2% πραγματική)	7.1-11.6% (ονομαστική) 1.7-6.2% (πραγματική)	
Candela and Scorcu (1997)		Μοντέρνα και Σύγχρονη Ζωγραφική	1983-1994	Μέσος όρος Αποδόσεων	1.92% (εξαμηνιαία)	Υψηλότερες	
Ferdi Botha, Brett et al and Jen Snowball (2015)	Citadel Index	Έργα τέχνης της Νότιας Αφρικής	2000-2015	Ήδονική Παλινδρόμηση			Ισχυρή σχέση μεταξύ των αγορών τέχνης και μετοχών

## Συμπεράσματα

Η παρούσα εργασία έκανε μια περιήγηση στον κόσμο της τέχνης. Η τέχνη πάντα μονοπωλούσε το ενδιαφέρον των πλουσίων συλλεκτών και των ειδικών σε θέματα τέχνης. Ο κύριος σκοπός της ήταν να παρέχει αισθητική ευχαρίστηση και κοινωνική θέση. Η Βιομηχανική επανάσταση άλλαξε το ρου της τέχνης. Μια νέα αστική τάξη δημιουργήθηκε, με αποτέλεσμα η πελατειακή βάση της εν λόγω αγοράς να επεκταθεί. Οι πρώτοι οίκοι δημοπρασιών έκαναν την εμφάνισή τους. Το οικονομικό γεγονός που ουσιαστικά οδήγησε στην ανάπτυξη του εμπορίου της τέχνης ήταν ο ασταθής και κλιμακούμενος πληθωρισμός το 1970. Έτσι, το 1970 η τέχνη εισήχθη «ανεπίσημα» στην οικονομία ως επενδυτικό προϊόν αντιστάθμισης ενάντια του πληθωρισμού. Διανύουμε μια περίοδο άνθισης, η αγορά τέχνης είναι πλέον δημοφιλής και κερδοφόρα. Το γεγονός αυτό πυροδότησε το ενδιαφέρον των ερευνητών και οικονομολόγων και αρχίζει πλέον η επίσημη έρευνα, ώστε να διαπιστωθεί αν η τέχνη μπορεί να θεωρηθεί ένα χρηματοοικονομικό προϊόν.

Η παρούσα εργασία μελέτησε διάφορες έρευνες που διεξήχθησαν γύρω από την επένδυση στην τέχνη και την απόδοση της και κατέληξε στα κάτωθι συμπεράσματα.

Τα χαρακτηριστικά του επενδυτικού προϊόντος της τέχνης διαφέρουν πολύ από τα χαρακτηριστικά άλλων επενδυτικών προϊόντων, όπως των μετοχών και των ομολόγων. Αντίθετα από τις μετοχές και τα ομόλογα που προσφέρουν αποδόσεις με τη μορφή μερισμάτων ή τόκων, η τέχνη μπορεί να χαρακτηριστεί σαν ένα καταναλωτικό αγαθό που παρέχει στον ιδιοκτήτη αισθητική ευχαρίστηση

και κοινωνική θέση. Επίσης, οι μετοχές και τα ομόλογα διαπραγματεύονται σχεδόν συνεχώς, ενώ ο χρόνος μεταξύ της πώλησης και της μεταπώλησης ενός συγκεκριμένου έργου μπορεί να διαρκέσει περισσότερο από έναν αιώνα. Τέλος, σε σύγκριση με την κατοχή μιας μετοχής, η ιδιοκτησία τέχνης έχει πρόσθετους κινδύνους όπως κλοπή, ζημιά, πυρκαγιά, πλαστογράφηση ή αμέλεια, οι οποίοι αυξάνουν περαιτέρω τον κίνδυνο διακράτησης ενός έργου τέχνης για καθαρά οικονομικά οφέλη.

Τα αποτελέσματα από τις μελέτες που διεξήχθησαν για τη σύγκριση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων της τέχνης με τις αποδόσεις των παραδοσιακών χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι μικτά.

- ❖ Ορισμένες μελέτες έδειξαν ότι σε ορισμένες περιόδους η τέχνη δεν είναι ανταγωνιστική εναλλακτική επένδυση (Anderson, Stein, Baumol).
- ❖ Άλλες μελέτες έχουν δείξει πιο θετικά αποτελέσματα, με τις αποδόσεις της τέχνης να «χτυπούν» τον πληθωρισμό και αποδόσεις άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων (Goetzmann, Buelens and Ginsburgh, De la Barre et al) .
- ❖ Άλλοι έχουν δείξει ότι η τέχνη έχει χαμηλό επίπεδο συσχέτισης με άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, καθιστώντας την κατάλληλη για τη διαφοροποίηση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου (Pesando, Campbell, Mei & Moses).

Η τέχνη έχει πάρα πολλές υποκατηγορίες, οι οποίες είναι τελείως διαφορετικές μεταξύ τους, οπότε καταρχήν δεν μπορούμε να τις διαχειριστούμε το ίδιο. Κατά πλειοψηφία, φαίνεται να έχει χαμηλότερη απόδοση από άλλες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων με κάποιες εξαιρέσεις. Οι εξαιρέσεις είναι μεταβλητές και υπόκεινται σε αλλαγές, λόγω προτιμήσεων, μόδας και της τάσης γενικότερα στην αγορά της τέχνης. Οι προτιμήσεις αλλάζουν και οι τάσεις μετατοπίζουν τα μεγάλα ονόματα του παρελθόντος με νέα ονόματα του σήμερα. Αυτή η μεταβλητότητα είναι ένα σημάδι κινδύνου αυτής της αγοράς.

Άξιο μνείας είναι το γεγονός ότι όλες οι εμπειρικές μελέτες έχουν εφαρμοστεί μόνο σε δεδομένα δημοπρασιών, εξαιρώντας έτσι άλλες ιδιωτικές αγορές. Επιπλέον, όλη η έρευνα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις προδιαγραφές που έχουν θέσει οι ερευνητές και την επιλογή των δειγμάτων, πράγμα που σημαίνει ότι τα αποτελέσματα ποικίλλουν αρκετά. Δεδομένου ότι υπάρχει μεγάλος βαθμός διαφοροποίησης όσον αφορά τις κατηγορίες και τα είδη της τέχνης, τις αγορές τέχνης που μελετήθηκαν και τις διαφορετικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιήθηκαν για την εκτίμηση, υπάρχει επίσης μεγάλη ποικιλία στις αποδόσεις που έχουν έχει βρεθεί σε προηγούμενες έρευνες.

Η απάντηση στο ερώτημα «Αν κάποιος δυνητικός επενδυτής ενδιαφερόταν να επενδύσει τα οικονομικά του σε ένα έργο τέχνης πρέπει να εγκαταλείψει την ιδέα και να επιλέξει μια πιο προσοδοφόρα μορφή επένδυσης;» θα ήταν «Όχι απαραίτητα». Η αγορά τέχνης φαίνεται να έχει κάποια στεγανά. Ένα από τα λίγα θέματα που φαίνεται να συμφωνούν οι ερευνητές είναι τα πιθανά οφέλη της διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου με την προσθήκη της τέχνης. Η γενικότερη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μεταξύ διαφόρων επενδυτικών προϊόντων και έργων τέχνης, θα μπορούσαν να ωφελήσουν τους δυνητικούς επενδυτές. Επιπλέον, τα δυνητικά κέρδη θα μπορούσαν να ενισχυθούν περαιτέρω με την κατασκευή ενός βέλτιστου χαρτοφυλακίου τέχνης, διαφοροποιημένο σε διάφορες κατηγορίες τέχνης.

Ωστόσο, το ίδιο δεν θα μπορούσα να υποστηρίξω αν η επένδυση αφορούσε σε ένα έργο τέχνης. Ένα έργο τέχνης δεν είναι σαν μια επιχείρηση εισηγμένη στο

χρηματιστήριο, όπου η καλή εταιρική διακυβέρνηση της θα επηρεάσει την απόδοσή της και η μελέτη των διαφόρων οικονομικών δεικτών της είναι δυνατόν να μας παρέχει μια πρόβλεψη της τιμής της μετοχής της. Η τέχνη έχει πολλά ποιοτικά χαρακτηριστικά που επηρεάζουν και διαμορφώνουν τις τιμές, τα οποία είναι δύσκολο να προβλεφθούν. Τα οικονομικά ποσά που διακινούνται σε αυτή την αγορά είναι υπέρογκα και η αγορά δεν παρέχει ακόμα διαφάνεια. Το marketing έχει πλέον πρωταγωνιστικό ρόλο και δεν παρέχει καμία ασφάλεια για τη διαχρονικότητα των αυξητικών αποδόσεων. Φυσικά, η ιστορία δείχνει ότι ορισμένα έργα τέχνης, καλλιτέχνες, κινήματα ή καλλιτεχνικές σχολές είχαν τρομερή αύξηση διαχρονικά. Όσοι ήταν τυχεροί και αγόρασαν στην αρχή έναν πίνακα του Πικάσο ή του Vincent Van Gogh αποκόμισαν εξαιρετικά κέρδη. Όμως, η αγορά αυτή απαιτεί ειδικές γνώσεις και είναι ακόμα αμφίβολο αν και οι ειδικοί στον τομέα είναι σε θέση να εγγυηθούν ένα σίγουρο αποτέλεσμα.

Το πρόβλημα της επίτευξης ακρίβειας και γενικών συμπερασμάτων πηγάζει και από το γεγονός ότι όλα τα δεδομένα προέρχονται από τα αποτελέσματα δημοπρασιών οι οποίες αντιπροσωπεύουν ένα μέρος της παγκόσμιας αγοράς τέχνης. Αγνοούνται οι συναλλαγές στην πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά, καθώς και άλλες μέσω ιδιωτικών συμφωνιών. Η αγορά είναι ακόμα πολύ νέα και η παρουσία των οικονομολόγων και των ερευνητών είναι καθησυχαστική, από την άποψη ότι αναπτύσσουν συνέχεια μοντέλα και δείκτες, αναζητώντας μεγαλύτερη ακρίβεια αποτελεσμάτων

Σαν τελικό συμπέρασμα, υποστηρίζω ότι η τέχνη μπορεί να αποτελέσει μέρος ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου με όλα τα εμπόδια που απαριθμήθηκαν. Είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν, το οποίο θα απασχολήσει στο μέλλον τόσο τους ερευνητές όσο και τους επενδυτές. Σίγουρα, αν επιλέξουμε να επενδύσουμε σε ένα έργο τέχνης ή σε μια σειρά έργων τέχνης, εκτός από τη γνώμη των ειδικών θα πρέπει να βασιστούμε και στη δική μας προτίμηση γιατί το μόνο σίγουρο είναι ότι θα έχει πάντα αισθητική αξία.

## Βιβλιογραφία

---

**Ginsburgh** Victor and David Throsby (2006), Handbook of the economics of art and culture, North Holland publications

**McAndrew** Clare (2010), Fine Art and High Finance, Expert Advice on the Economics of Ownership, New York, Bloomberg Press

## Papers

---

**Anderson** C. ROBERT (1974), PAINTINGS AS AN INVESTMENT, Tufts University, ECONOMIC INQUIRY <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.1974.tb00223.x>

**Agnello**, R.J. (2002), 'Investment returns and risk for art: Evidence from auctions of American paintings', *Eastern Economic Review*, 28(4): 443-463.

**Agnello**, R.J. (2006), 'Do U.S. Paintings Follow the CAPM? Findings Disaggregated by Subject, Artist, and Value of the Work', *Working Paper*, January 2006.

**Agnello**, R.J. and Pierce, R.K. (1996), 'Financial Returns, Price Determinants, and Genre Effects in American Art Investment', *Journal of Cultural Economics*, 20(4): 359-383.

**Ashenfelter** Orley and Kathryn Graddy (2010), Art Auctions, University of Oxford, CEPS Working Paper No. 203

**Baumol** J. William (1986), Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game, American Economic Association is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *The American Economic Review* (2012)

**Beggs** Alan and Kathryn Graddy (2006), Failure to meet the reserve price: The impact on returns to art, Department of Economics discussion paper series Number 272, Oxford (ISSN 1471-0498)

**Botha** Ferdi, Brett Scott & Jen Snowball (2015), Art investment as a portfolio diversification strategy in South Africa, No 537, Working Papers from Economic Research Southern Africa

**Buelens**, N. and Ginsburgh, V. (1993), 'Revisiting Baumol's 'art as floating crap game'', *European Economic Review*, 37(7): 1351-1371

**Campbell** A.J. R. (2009), Art as a Financial Investment, *The Journal of Alternative Investments*, December 2009 (DOI: 10.3905/jai.2008.705533)

**Candela**, G. and Scorcu, A.E. (1997), 'A Price Index for Art Market Auctions: An Application to the Italian Market of Modern and Contemporary Oil Paintings', *Journal of Cultural Economics*, 21(3): 175-196

**Chanel** Olivier, Louis-André Gérard-Varet and Victor Ginsburgh (1993), The relevance of hedonic price indices. The case of paintings, Published *The Journal of Cultural Economics* 20 (1996), 1-24

**Coslor** Erica (2009), "Art Investment Collections: A New Model for Museum Finance?" University of Chicago

**Coslor** Erica, Christophe Spaenjers (2016), Organizational and epistemic change: The growth of the art investment field, *Accounting, Organizations and Society*, Elsevier *Organizations and Society* 55 (2016) 48-62

**De la Barre**, M., Docclo, S. and Ginsburgh, V. (1994), 'Returns of impressionist, modern and contemporary European paintings, 1962-1991', *Annales d'Économie et de Statistique*, 35: 143-181

**Deloitte Research & ArtTactic**, *Art & Finance Report 2017*

**Frey**, B.S. and Pommerehne, W.W. (1988), 'Is Art Such a Good Investment?', *The Public Interest*, 91: 79-86.

**Frey**, B.S. and Pommerehne, W.W. (1989a), 'Art Investment: An Empirical Inquiry', *Southern Economic Journal*, 56(2): 396-409

**Goetzmann** N. William (1993) "Accounting for Taste: Art and Financial Markets over Three Centuries." *American Economic Review*, 83(5): 1370-1376.

**Graddy** Kathryn and Ashenfelter Orley (November 2002), AUCTIONS AND THE PRICE OF ART, DEPARTMENT OF ECONOMICS DISCUSSION PAPER SERIES, Number 131

**Kraeussl**, Roman; Wiehenkamp, Christian (2010) : A call on Art investments, CFS Working Paper, No. 2010/03, Goethe University, Center for Financial Studies (CFS), Frankfurt a. M.

**Kraeussl** Roman, Robin Logher (2010), Emerging art markets, Elsevier, *Emerging Markets Review* 11 (2010) 301-308

**Kraussl** Roman, Thorsten Lehnert, Nicolas Martelin (2014) Is there a bubble in the art market?, Elsevier *Journal of Empirical Finance* 35 (2016) 99-109

**Mei** Jianping and Michael Moses (2002) "Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces." *American Economic Review*, 92(5): 1656-1668.

**Milgrom** R. Paul and Weber J. Robert, A Theory of Auctions and Competitive Bidding, *Econometrica* , Vol. 50, No. 5 (Sep., 1982), pp. 1089-1122  
Published by: The Econometric Society , <https://www.jstor.org/stable/1911865> ,  
Page Count: 34

**Mok**, H.M.K., Ko, V.W.K., Woo, S.S.M. and Kwok, K.Y.S. (1993), 'Modern Chinese paintings: An investment alternative', *Southern Economic Journal*, 59(4): 808-816

**Pesando** E. JAMES (1993) "Art as an Investment: The Market for Modern Prints." *American Economic Review*, 83(5): 1075-1089

**Pesando** E. JAMES (1999), The Returns to Picasso's Prints and to Traditional Financial Assets, 1977 to 1996, *Journal of Cultural Economics* 23: 183–192, 1999, Kluwer Academic Publishers, page 183

**Stein**, J. P. (1977), 'The Monetary Appreciation of Paintings', *Journal of Political Economy*, 85(5): 1021-1036.

## Internet

---

<https://www.sothebys.com/en/>

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

<https://www.blouinartinfo.com/>

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

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

<http://www.findartinfo.com/english.html>

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

<https://www.invaluable.com/fine-art/pc-SG2BIX3JPJ/>

[http://www.askart.com/top/Top\\_Auction\\_Prices](http://www.askart.com/top/Top_Auction_Prices)

<https://www.newsbeast.gr/weekend/arthro/778644/hrima-kai-hroma-stin-agora-tehnis>

<http://www.fortunegreece.com/article/ellinida-exper-stis-dimoprasies-ton-christies-ke-sothebys/>

<http://fragilemag.gr/korifaioi-ellhines-syllectes-ergwn-texnhs/>

<https://www.tanea.gr/2018/01/08/lifearts/o-thanatos-toys-i-timi-toys/>

<https://gr.euronews.com/2013/04/19/the-art-of-beating-the-economic-crisis>

<https://www.liberal.gr/arthro/183991/techni-kai-oikonomia/2017/i-Online-agora-tis-technis.html>

[https://www.protothema.gr/economy/article/10413/greek-art-funds\\_-h-ependysh-stoys-ellhnes-zografoys/](https://www.protothema.gr/economy/article/10413/greek-art-funds_-h-ependysh-stoys-ellhnes-zografoys/)

<http://www.philenews.com/politismos/kosmos/article/525874/sylog-rokfeler-22-rekor-sti-dimoprasia-toy-aiona>