

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ АРТ-РЫНКА

Внимание инвесторов обычно акцентируется на традиционных финансовых инструментах, среди них можно выделить акции, облигации, банковские депозиты, ПИФы и прочие «классические» способы вложения средств. И не обращают внимания на нестандартные варианты инвестиций. Под альтернативными вложениями обычно понимают инвестиции в антиквариат, драгоценные камни, произведения искусства и др. Именно вложения в произведения искусства мы и будем рассматривать в качестве инвестиций в арт-рынок.

Безусловно, инвестиционный потенциал арт-рынка огромен, но в то же время, инвестиции в предметы искусства сопряжены со значительными рисками и трудностями, многие из которых специфичны и присущи только данному классу активов. Рассмотрим основные достоинства и недостатки, характерные для инвестиций в арт-рынок.

Произведение искусства, являясь материальным активом, обладает не только инвестиционной, но и художественной ценностью. Покупая картину или скульптуру, ее владелец автоматически приобретает статус обладателя раритетной вещи, что повышает его оценку в глазах окружающих. Сам же владелец имеет возможность получить эстетическое удовольствие от созерцания шедевра. Но имеется и обратная сторона медали: произведение искусства, как уже было сказано, это реальный актив, вследствие чего возникают специфические риски, связанные с установлением подлинности, возможностью вывоза из страны. Не стоит забывать про риски, связанные с возможностью кражи объекта. Наличие подобных потенциальных рисков влечет за собой дополнительные расходы, к которым добавляются затраты на хранение и транспортировку произведений искусства.

С точки зрения инвестиционной привлекательности, вложения в арт-объекты зачастую обеспечивают доходность даже более высокую по сравнению с инвестициями на фондовом рынке [1], поэтому являются весьма притягательными для инвесторов. Вложения в произведения искусства позволяют диверсифицировать инвестиции, что особенно важно при формировании оптимального портфеля с позиции доходности и риска. Кроме того, арт-рынок является «убежищем для капитала» в период высокой волатильности на финансовых рынках.

При принятии решения об инвестировании в арт-объект, необходимо учитывать его ликвидность. В отличие от финансовых вложений, ликвидность инвестиций в арт-рынок низкая. По оценкам экспертов, риски, связанные с ликвидностью и установлением подлинности, снижаются лишь при покупке очень дорогих произведений. Потенциальные инвесторы в арт-рынок должны также принимать во внимание, что издержки, связанные с покупкой произведений, значительно выше, чем при работе на фондовом рынке (10-15% комиссия и прочие издержки при инвестировании на арт-рынке в отличие от 2% на фондовом рынке). Важно помнить, что инвестиции в произведения искусства – это долгосрочные инвестиции, инвестиционный горизонт по ним обычно составляет от 7 – 10 лет [2].

Проблемы при выборе потенциального объекта для инвестиций в арт-рынок могут быть следствием сложности оценки стоимости предмета, в которой значительную часть занимает субъективная составляющая, и трудности с выявлением закономерностей в тенденциях развития покупательского интереса.

Одним из существенных ограничений при инвестировании в арт-рынок является высокий минимальный порог, начиная с которого имеет смысл приступать к работе на арт-рынке. Речь идет о десятках, если не сотнях тысяч долларов, которыми должен располагать потенциальный инвестор.

Одним из способов привлечь инвесторов, ранее не вкладывавших средства в произведения искусства, является создание фондов художественных ценностей, секьюритизация арт-активов, т.е. выпуск ценных бумаг, обеспечением которых служат предметы искусства. Хотя секьюритизация сравнительно новый финансовый инструмент, отправной точкой в развитии которого стало «переупаковывание» ипотечных кредитов, рынок секьюритизации активов развивается стремительными темпами. В качестве примера фонда художественных ценностей на отечественном фондовом рынке можно привести закрытый паевой инвестиционный фонд «Атланта Арт» УК «АТЛАНТА», выведенный на ММВБ в 2011 году (http://www.atlantauk.ru/files/atlanta/soob/20110331_press-reliz_vyvod_paev_na_mmvb_2.pdf).

Как было отмечено ранее, выявление тенденций рынка произведений искусств достаточно трудоемкая задача, и только наличие значительного массива статистических данных по продажам позволяет установить основные закономерности на арт-рынке. Для анализа основных тенденций предлагается использовать базу данных, содержащую информацию по пяти тысячам самых дорогих работ, проданных на публичных аукционах. Данная база данных доступна на сайте компании *Skate's Art Market Research* (<http://www.skatepress.com/>).

В качестве сегмента для анализа в работе используются данные по продажам русских художников, что позволит, ограничив выборку, остановиться подробнее на деталях. Необходимо отметить, что данные о национальности художника приводятся в соответствии с информационной базой компании *Artnet AG* (<http://www.artnet.com/>). Этот момент достаточно принципиальный для дальнейших выкладок. Например, *Марк Шагал* в ряде источников может фигурировать в качестве как французского, так и русского художника. В подобных случаях в базе *Artnet* художник обозначается с

двойной национальностью, например как «французский/русский», но в ходе нашего анализа, мы относим его к русским художникам.

Пороговое значение для попадания в список пяти тысяч самых дорогих работ на данный момент составляет приблизительно 2,26 млн. долл. (здесь и далее цифры приводятся на 1.07.2012, если не указано иное) с учетом премии покупателя (*Buyer's premium*). Другими словами, только работа с ценой больше 2,26 млн. долл. может войти в этот список. Из пяти тысяч работ только 203 принадлежит кисти русских художников, что в относительном выражении составляет около 4,1%. Суммарная стоимость этих работ, включая премию покупателя, составляет 1,019 млрд. долл. Общая стоимость 5000 тысяч самых дорогих работ - 32,164 млрд. долларов. Следовательно, суммарная стоимость 192 работ русских художников составляет 3,2%. Объяснить факт того, что в стоимостном выражении доля работ русских художников существенно ниже доли в количественном выражении, достаточно легко, взглянув на 100 самых дорогих лотов, среди них фигурирует только одна работа русского художника! Это картина *Казимира Малевича – Супрематическая композиция*, проданная 3 ноября 2008 года на аукционе *Sotheby's* в Нью-Йорке за 60 млн. долл.

203 работы русских художников, вошедшие в список самых дорогих работ, созданы 36 художниками. 10 наиболее успешных (с точки зрения аукционных продаж) из них, исходя из суммарной стоимости их работ, представлены в таблице 1.

Таблица 1

10 самых «дорогих» русских художников

№	Художник	Суммарная стоимость работ, млн. долл.	Количество работ	Средняя цена работы, млн. долл.
1	Марк Захарович Шагал	255	64	4,0
2	Василий Васильевич Кандинский	188	30	6,3
3	Хаим Соломонович Сутин	105	17	6,2
4	Алексей Георгиевич Явленский	102	20	5,1
5	Казимир Северинович Малевич	77	2	38,5
6	Наталья Сергеевна Гончарова	70	12	5,8
7	Иван Константинович Айвазовский	28	8	3,5
8	Борис Михайлович Кустодиев	16	5	3,2
9	Николай Иванович Фешин	14	2	7,1
10	Василий Васильевич Верещагин	13	4	3,3

Наиболее «дорогим» русским художником является *Марк Шагал*. Среди пяти тысяч наиболее дорогих работ, он является автором 64 суммарной стоимостью 255 млн. долл. В абсолютном рейтинге художников (вне зависимости от национальности) он занимает 26 место. Средняя цена работы наиболее высокая у *Казимира Малевича*. Две его работы в сумме были проданы за 77 млн. долл. *Наталья Гончарова* является одной из наиболее успешных женщин-художниц. Среди всех представительниц слабого пола, вне зависимости от национальности, она идет на втором месте после *Джоан Митчелл*.

Динамика продаж работ русских художников, входящих в пять тысяч наиболее дорогих предметов искусства, представлена на рис. 1. Временной интервал ограничен с января 2005 по июнь 2012 года. Среди аукционных домов, на которых были проданы картины, в порядке убывания объемов продаж представлены *Sotheby's*, *Christie's*, *MacDougall's*, *Bonhams*, *Phillips*, *Claude Aguttes*, *Koller Auktionen*.

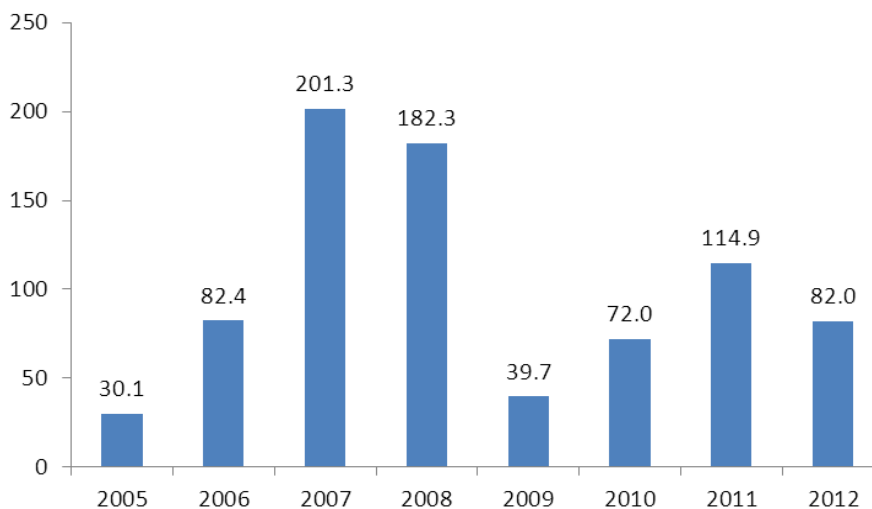


Рисунок 1. Статистика продаж русских художников за 2005 – 2012 гг., млн. долл.

На рисунке 1 отчетливо виден «провал» объема торгов вследствие мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. Объем торгов в 2009 году по сравнению с предкризисным 2007 годом сократился более чем в 5 раз. Несмотря на значительный рост в 2011 году, объемы торгов так и не восстановились до предкризисного уровня. Хотя высокие темпы роста свидетельствуют о нарастающем интересе к русскому искусству со стороны коллекционеров и инвесторов.

Одним из свидетельств данного тренда является появление в 2004 году аукционного дома *MacDougall's*, который полностью специализируется на русском искусстве и в настоящий момент, по продажам дорогостоящих работ русских художников, уверенно занимает третье место.

Одним из критериев успешности торгов может выступать процент лотов проданных дороже верхней оценки. Данные в этом разрезе приводятся на рисунке 2. Они согласуются с «провалом» продаж на графике 1 в 2009 году – процент лотов, проданных выше верхней оценки достиг минимального значения в 2009 году (не учитывая 2012 год, который еще не завершился).

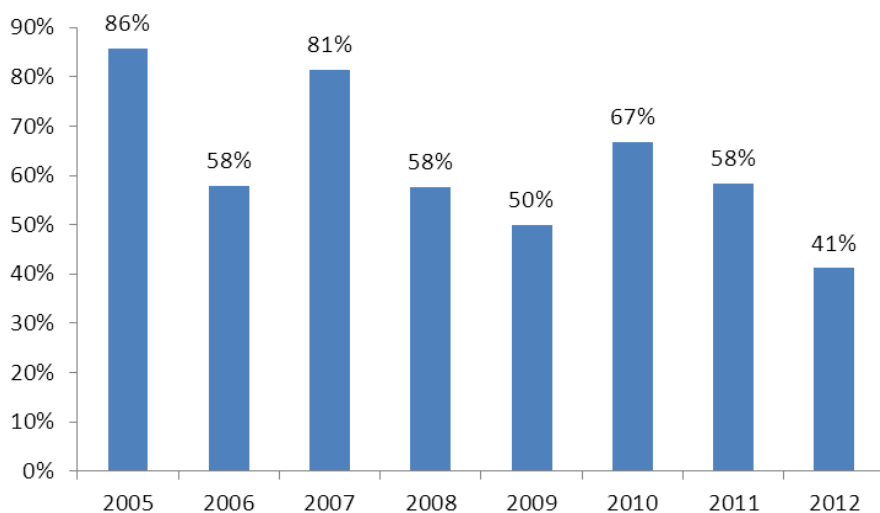


Рисунок 2. Процент лотов, проданных дороже верхней оценки за 2005 – 2012 гг.

Для анализа доходности работы может использоваться понятие повторной продажи – работа, которая была продана более одного раза на открытых аукционных торгах. Например, работа Бориса Кустодиева – Пикник была продана на аукционе *Sotheby's* в Лондоне 12 июня 2007 года за 2,464 млн. долл. с учетом премии покупателя. 14 декабря 1995 года на аукционе *Sotheby's* в Лондоне эта работа была куплена за 55 тыс. долл. Таким образом, менее чем за 12 лет стоимость работы выросла в 44 раза!

Для оценки доходности (*ERR* – *Effective Rate of return*) повторной продажи может быть использован следующий расчет:

$$ERR = (1 + ERR_{day})^{365} - 1$$

где *ERRday* - решение уравнения

$$ERR_{day} \Rightarrow 0 = -IP + RS \cdot \frac{I - 1,5\%}{(1 + ERR_{day})^d}$$

где *IP* – начальная цена произведения,

RS – цена повторной продажи без учета премии покупателя,

D – период владения в днях.

Для работы Бориса Кустодиева «Пикник» значение *ERR* составляет 37,51% – максимальное значение для русских художников.

Среди 203 работ русских художников 27 являются повторными продажами, т.е. примерно 13% от общего числа, что, в целом, соответствует значению по количеству повторных продаж среди всех пяти тысяч самых дорогих работ. 27 повторных продаж арт-объектов 6 художников представлены в таблице 2.

Таблица 2

Повторные продажи

№	Художник	Количество повторных продаж	Средневзвешенное значение ERR
1	Марк Захарович Шагал	11	-2,0%
2	Хаим Соломонович Сутин	5	8,0%
3	Алексей Георгиевич Явленский	4	13,5%
4	Василий Васильевич Кандинский	4	8,1%
5	Наталья Сергеевна Гончарова	2	-7,7%
6	Борис Михайлович Кустодиев	1	37,5%

Средневзвешенное значение *ERR* для 27 повторных продаж русских художников составляет 4,5%, что незначительно, но все-таки ниже в сравнение со средневзвешенным значением по всем повторным продажам, входящим в пять тысяч самых дорогих работ (4,9%). Это можно объяснить за счет того, что наибольшую доходность обеспечивают представители современного искусства, которые практически не представлены среди русских художников, входящих в пять тысяч самых дорогих работ.

Как было отмечено раньше, вложения в произведения искусства позволяют диверсифицировать инвестиционный портфель. Для того чтобы продемонстрировать характеристики инвестиционного портфеля, включающего в себя инвестиции в произведения искусства, построим инвестиционный портфель с использованием современной теории управления портфелем (*Modern Portfolio Theory*), основоположником которой является Гарри Марковиц [3]. В качестве активов, из которых будет состоять портфель, предлагаем использовать следующие три индекса: *Индекс русского искусства* (Russian Art 100 Index, <http://www.artmarketresearch.com/>), *S&P 500* и индекс *PTC*.

Расчеты основаны на данных по указанным индексам за период с января 2000 года по май 2012 года. На рисунках 3 и 4 представлены динамика индексов и значения месячной доходности соответственно.

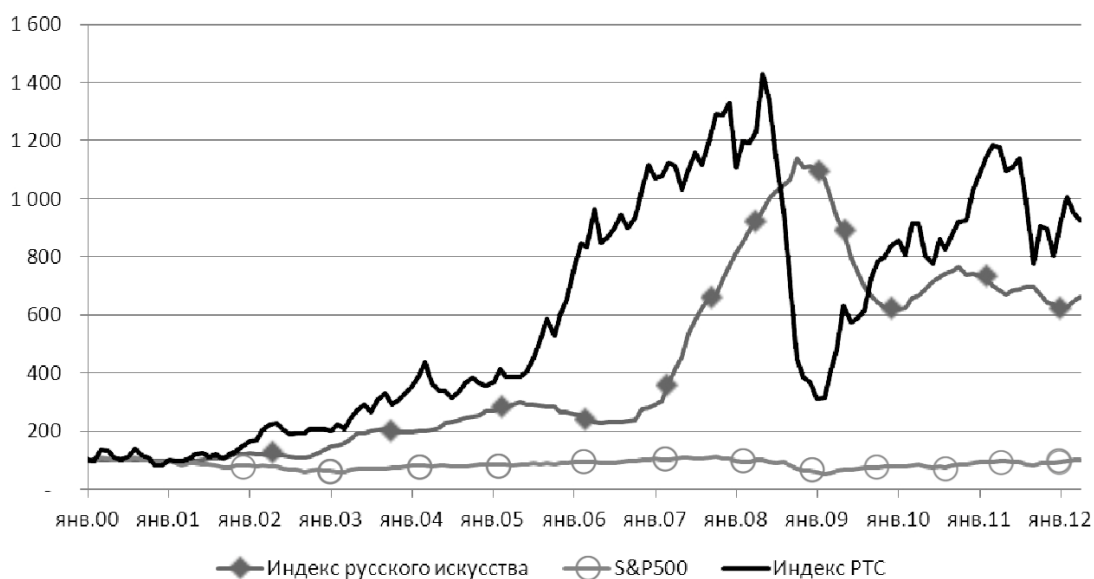


Рисунок 3. Динамика индексов

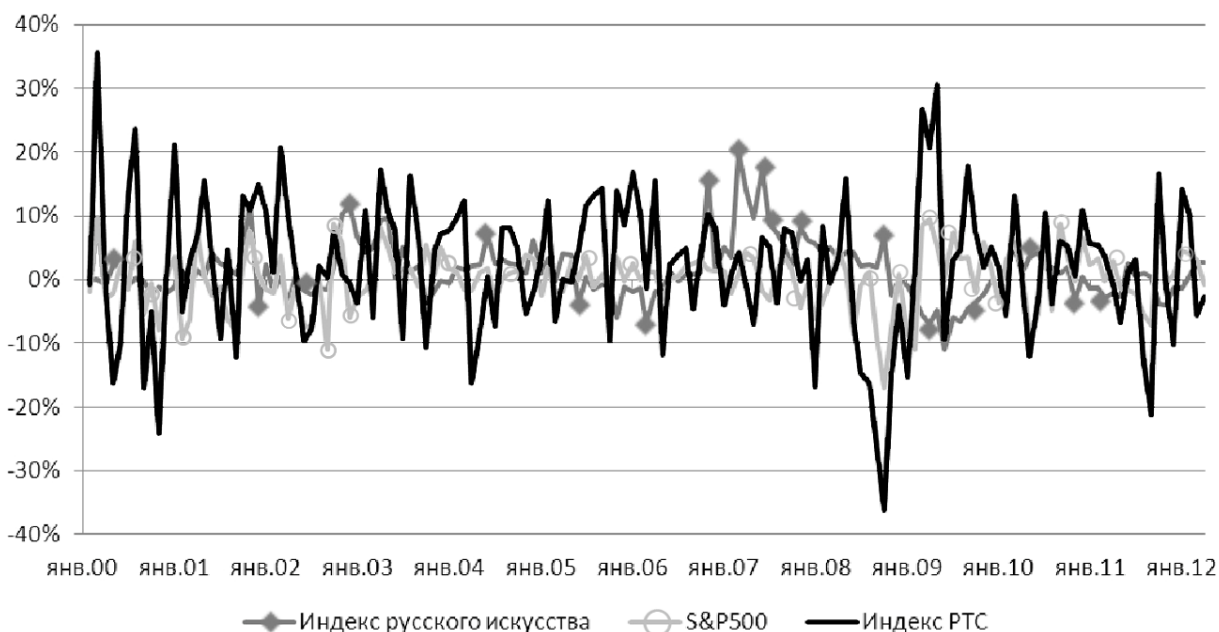


Рисунок 4. Месячная доходность

Из приведенных выше графиков видно, что индекс *PTC* продемонстрировал наилучшую динамику, но в тоже время амплитуда колебаний месячной доходности у него была наибольшая. Построим корреляционную матрицу (табл. 3) и рассчитаем коэффициент Шарпа (табл. 4), в том числе и для

инвестиционного портфеля. Коэффициент Шарпа рассчитывается как отношение средней премии за риск к среднему отклонению портфеля (актива):

$$S = \frac{E[R - R_f]}{\sigma}$$

где R – доходность портфеля (актива),

R_f – безрисковая ставка,

$E[R - R_f]$ – математическое ожидание,

σ – стандартное отклонение доходности портфеля (актива).

В качестве безрисковой ставки в расчетах использована доходность по государственным краткосрочным облигациям США *12 month T-bill* (0.35%). Веса активов, включаемых в портфель, будем выбирать исходя из максимизации коэффициента Шарпа для портфеля.

Таблица 3

Корреляционная матрица

	Индекс русского искусства	S&P500	PTC	Портфель
Индекс русского искусства				
S&P500	-0,03			
PTC	-0,10	0,61		
Портфель	0,84	0,22	0,39	

Таблица 4

Коэффициент Шарпа

	Стандартное отклонение	Месячная доходность	Коэффициент Шарпа	Итоговая доходность
Индекс русского искусства	4,6%	1,3%	0,27	564%
S&P500	4,7%	0,0%	- 0,01	0%
PTC	11,1%	1,5%	0,13	825%
Портфель	4,0%	1,3%	0,33	604%

Коэффициент Шарпа для портфеля максимальный в случае, если веса активов в нем распределяются следующим образом: *Индекс русского искусства (84,5%)*, *S&P 500 (0,0%)* и индекс *PTC (15,5%)*.

Граница эффективности нашего инвестиционного портфеля предоставлена на рисунке 5.

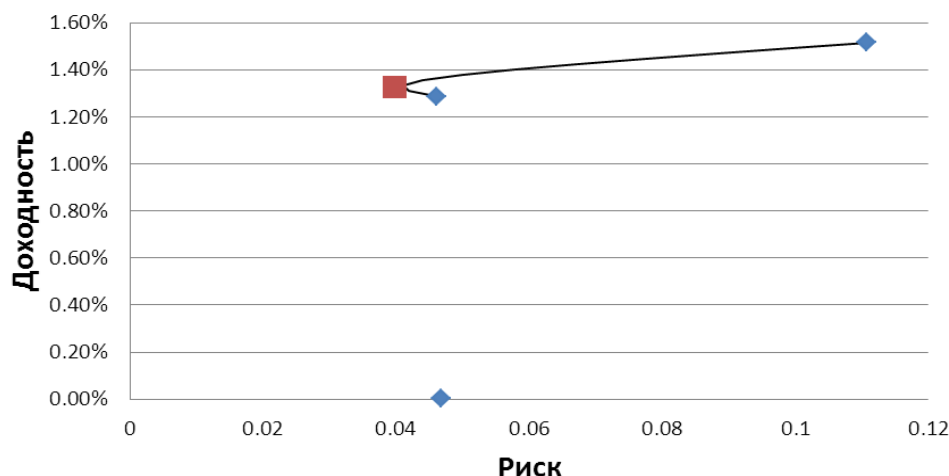


Рисунок 5. Граница эффективности инвестиционного портфеля

Полученные результаты моделирования инвестиционного портфеля, включающего в качестве одного из ключевых активов русское искусство, подчеркивают высокий инвестиционный потенциал вложений в произведения русских художников.