

Het rendement van kunst

Prijsindices voor beeldende kunst lieten de afgelopen tien jaar stijgingen zien die hoger waren dan die van aandelenkoersen. Er zijn financieel-economische redenen om meer in kunst te beleggen.

Kunstwerken zijn om een aantal redenen bijzondere goederen. Ten eerste hebben kunstwerken zowel kenmerken van consumptiegoederen als van beleggingsobjecten. Zo zijn het plezier van het kijken naar kunst en de status die het bezit ervan geeft voorbeelden van consumptieve baten. Voor kunst die in musea hangt betreft het kijkplezier een publiek goed. Kunst als investeringsobject verschilt van aandelen in die zin dat het altijd om unieke, niet perfect substitueerbare goederen gaat (Baumol, 1986; Rubino, 2001). Een ander verschil is dat kunst wordt verhandeld op diverse markten zoals veilingen, galerieën en artfairs. Verder is kunst minder liquide dan aandelen en obligaties, maar meer liquide dan vastgoed. De kosten van het bezit van kunstobjecten bestaan naast de aankoopprijs uit eenmalige transactiekosten zoals opgeld, belastingen en mogelijk kosten verbonden met volgrecht. De omvang van deze kosten kan per markt verschillen. Voorbeelden van continue kosten zijn kosten van verzekering, onderhoud en eventueel opslag. In een markt evenwicht zou het financieel rendement van kunst gelijk moeten zijn aan dat van beleggingen met een vergelijkbaar risico, verminderd met het consumentensurplus van het genieten van kunst. Het financiële rendement van kunst, het verschil tussen aan- en verkoopprijs, verminderd met genoemde kosten, zou daarmee lager moeten zijn dan dat van beleggingen met eenzelfde risico (Frey, 1997).

Dit laatste geldt echter onder de aanname van goed werkende markten, hetgeen bij kunst niet zonder meer verondersteld mag worden. De markt voor kunst is namelijk niet bijzonder transparant, de goederen zijn uiterst heterogeen en de frequentie waarmee een bepaald type kunst wordt verhandeld is veel lager dan bij aandelen (Rubino, 2001). Hierdoor is de markt minder goed in staat de evenwichtsprijs te bepalen dan bij andere goederen. Daarmee kan de situatie ontstaan dat niet alleen de vraag de prijs bepaalt, maar dat de prijs ook een indicator wordt voor toekomstige vraag (Thompson, 2008), wat tot prijsbubbel leidt.

Studies naar ontwikkelingen van kunstprijzen zijn over het algemeen gebaseerd op veilingprijzen, omdat deze het meest openbaar en betrouwbaar zijn. Prijsindices die uitgaan van veilingprijzen zijn

meestal gebaseerd op herhalingsverkopten van werken die minstens twee keer zijn verkocht (Rubino, 2001; Campbell, 2008). Prijsindices gebaseerd op herhalingsverkopten kunnen echter een vertekend beeld geven van de werkelijke prijsontwikkeling. Immers, omdat een werk naar de hoogste bieder gaat kan deze het niet gelijk met winst doorverkoop. Pas na verloop van tijd wordt dit mogelijk als het aantal bidders, het inkomen of de preferenties ten gunste zijn veranderd. Anderzijds vindt marktonttrekking plaats, doordat topkunst die door musea is opgekocht sporadisch op de markt wordt aangeboden (Thompson, 2008). Hierdoor is de kans reëel dat topkunst ondervertegenwoordigd is bij herhalingsverkopten.

Prijsontwikkelingen van kunststromingen

Uitgaande van herhalingsverkopten op Londense veilingen laat Goetzmann (1993) zien dat het rendement van kunst in de tweede helft van de twintigste eeuw is toegenomen ten opzichte van de periode daarvoor. In de twintigste eeuw behaalde het jaarrendement zijn hoogtepunt in de jaren tachtig. Uit Rubino (2001) volgt dat over de periode eind 1988 tot eind 1990 de kunstprijzen in absolute bedragen meer dan verdubbelden.

Sinds de economische teruggang in het begin van de jaren negentig hebben kunstprijzen jarenlang geen grote prijsstijgingen gekend. Het afgelopen decennium hebben zich weer prijsontwikkelingen voorgedaan die doen denken aan de jaren tachtig. Figuur 1 geeft de prijsontwikkelingen weer vanaf het jaar 2000, uitgesplitst naar de kunststromingen Hedendaags, Naoorlogs, Modern, Negentiende-eeuws en Oude meesters. Kunstenaars die na 1945 zijn geboren worden tot de Hedendaagse kunst gerekend. Naoorlogse kunst is gemaakt door kunstenaars geboren tussen 1920 en 1944. Tot Moderne Kunst worden werken gerekend van kunstenaars die tussen 1860 en 1919 zijn geboren. Om mondiale prijsontwikkelingen van kunst te analyseren worden verkoopgegevens gebruikt van meer dan 2.900 veilinghuizen wereldwijd. Het merendeel van de verkopen heeft plaatsgevonden in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk (Artprice, 2009).

Uit figuur 1 blijkt dat de kunstmarkt de afgelopen tien jaar verschillende perioden van prijstoe- en afnamen heeft gekend en dat verschillen hierin tussen kunststromingen aanzienlijk zijn. Hedendaagse en Naoorlogse kunst kenden de grootste prijsstijgingen. In figuur 1 is tevens een duidelijke scheiding te zien tussen de periode voorafgaand aan de economische

ERNST J. BOS

Onderzoeker bij Wageningen University & Research Centre

ARIS GAAFF

Onderzoeker bij Wageningen University & Research Centre

crisis en de periode erna. Prijsstijgingen van januari 2000 tot april 2008 zijn in het bijzonder spectaculair. Daarbij hebben de nieuwere kunststromingen Hedendaags en Naorlogs weer grotere prijsstijgingen doorgemaakt dan de oudere kunststromingen Modern, Negentiende-eeuws en Oude meesters. Hier liggen een aantal factoren aan ten grondslag. Ten eerste neemt het aanbod van kunst waarvan de generatie kunstenaars is uitgestorven, Oude meesters, Negentiende-eeuws en Modern, niet meer toe. Tevens worden er nauwelijks nog Oude meesters aangeboden, omdat deze veelal in bezit zijn van musea die hun eigendommen zelden verkopen. Daar komt bij dat het aantal musea wereldwijd is toegenomen, alsmede het aantal vermogende kunstverzamelaars (Thompson, 2008). Met andere woorden, de vraag naar kunst neemt toe terwijl oudere kunst nauwelijks nog op de markt komt.

Een verschuiving van de vraag richting nieuwere kunst is een logisch gevolg, maar is niet de enige verklaring voor de geconstateerde prijsstijging. Immers, als de vraag naar Hedendaagse Kunst toeneemt zou het aantal kunstenaars en kunstwerken ook moeten toenemen, waardoor prijzen weer zouden moeten gaan dalen. Een mogelijke verklaring is dat kunstwerken en de stijl van een kunstenaar uniek zijn en daarmee geen substituuat zijn voor werk van een andere kunstenaar. Galeriehouders, veilingen, artfairs en particuliere investeerders spelen hierop in door via doelgerichte marketing een kunstenaar en zijn of haar werk als een merk in de markt te zetten, waardoor kopers bereid zijn enorme bedragen te bieden. Een voorbeeld is het kunstwerk *The physical impossibility of death in the mind of someone living*, een opgezette tijgerhaai in een enorme vitrine, van de Britse kunstenaar Damien Hirst. Het is verkocht voor twaalf miljoen dollar in 2004, terwijl de eerste eigenaar, Saatchi, voor vijftigduizend pond aan Hirst de opdracht gaf 'iets met een haai te doen' (Thompson, 2008).

Ten slotte is voor oudere kunst informatie over de verkoopprijs op een veel groter aantal transacties gebaseerd, terwijl bij nieuwe kunst deze informatie beperkt is en het nog moet blijken welke werken eeuwigheidswaarde zullen hebben. Dit verschil in onzekerheid vertaalt zich in een verschil in volatilititeit. Kunststromingen doorlopen daarmee telkens een bepaalde cyclus. Het begin van de cyclus wordt gekenmerkt door sterke prijsvolatilititeiten. Aan het einde van die cyclus hebben prijzen zich gestabiliseerd en is een groot deel van de werken in musea terechtgekomen.

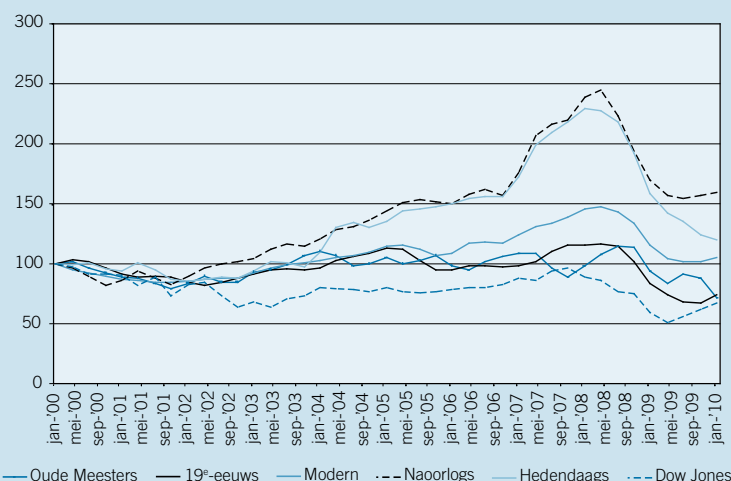
Het financieel rendement van investeren in kunst

Gegeven de enorme prijsstijgingen is het de vraag of kunst een aantrekkelijk alternatief is voor reguliere beleggingen zoals aandelen. Om een dergelijke afweging te kunnen maken, is inzicht vereist in het jaarlijks rendement van kunst en het risico van de investering (Campbell, 2008; Rubino, 2001; Goetzmann, 1993). Daarbij is de standaardafwijking van

het gemiddelde rendement als een indicator voor het risico genomen. Vanwege de additionele kosten bij investeringen in kunst zijn veranderingen in prijsindices niet hetzelfde als rendement. Bij een veiling kan het bedrag dat uiteindelijk voor een werk betaald moet worden tot wel dertig procent boven de hamerprijs uitkomen. Door te corrigeren voor deze kosten kunnen prijsindices van geveilde kunst worden vertaald naar rendement, waardoor een vergelijking met aandelen mogelijk wordt. Daarbij is rendement gedefinieerd als zijnde verkoopopbrengst gedeeld door totale aankoopkosten, inclusief de genoemde kosten van opgeld en dergelijke. Met de aan- en verkoop van aandelen zijn ook transactiekosten verbonden zoals provisie en belasting, maar deze zijn veel lager dan bij kunst. Verondersteld wordt dat dergelijke kosten vijf procent van de prijs zijn en dat dividend een marginaal aandeel in het rendement van aandelen heeft. Figuur 2 toont voor de betreffende kunststromingen en de Dow Jones Industrial Average zowel het gemiddelde reële rendement als de standaardafwijking van het gemiddelde. Er blijkt een sterk verband te zijn tussen risico en rendement. Met andere woorden, ook voor kunst geldt dat een hoog rendement gepaard gaat met een hoog risico. Uit figuur 2 blijkt tevens dat het rendement van alle kunststromingen over de afgelopen tien jaar weliswaar hoger is geweest dan dat van aandelen, maar dat het risico van beleggen in kunst, met uitzondering van Oude meesters, ook hoger is dan dat van aandelen. Wanneer wordt uitgegaan van rendement per eenheid risico, blijkt echter dat alle kunststromingen gunstiger scoren dan de Dow Jones (figuur 3).

Figuur 1

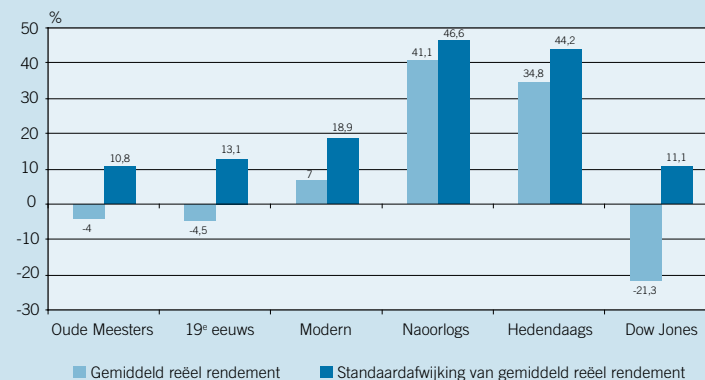
Ontwikkeling reële prijsindices kunst en Dow Jones Industrial Average.



Bron: artprice.com; measuringworth.com

Figuur 2

Gemiddeld reëel rendement kunst en aandelen over de periode 2000–2009 (in procenten).



Bron: artprice.com; measuringworth.com; finance.yahoo.com

Dit sluit aan bij Campbell (2008), die stelt dat het rendement van kunst over de periode 2000–2006 hoger was dan dat van aandelen, terwijl dat over de twintig jaar daarvoor niet het geval was. Ook volgt uit Goetzmann (1993) dat het rendement van kunst over de periode 1716–1986 is toegenomen ten opzichte van dat van aandelen, terwijl het risico van kunst kleiner is geworden ten opzichte van dat van aandelen. Kunst kan daarmee een rol vervullen als aanvulling op reguliere beleggingen, omdat het diversificatie mogelijk maakt.

Kenmerken gewaardeerde kunst

Er zijn dus financieel-economische redenen om meer in kunst te gaan beleggen. Werken van gewaardeerde kunstenaars hebben vaak een aantal kenmerken gemeen. Zo hebben succesvolle kunstenaars meestal een duidelijk herkenbare en unieke stijl. Prijzen voor werken van dergelijke kunstenaars worden veelal gekenmerkt door een langzame start in het begin, waarna prijzen sterk toenemen, gevolgd door een prijsstabilisatie of mogelijke prijsdaling. Verder heeft werk van een bekende kunstenaar minder kans om sterk in waarde te dalen, maar de kans om grote winsten te boeken is bij bekende kunstenaars ook navenant kleiner (Rubino, 2001).

Het type markt waarop kunst wordt verhandeld is ook van invloed op het rendement. Zo is de kans dat op een veiling aangekochte kunst ooit voor een hoger bedrag wordt doorverkocht 2,5 keer groter dan kunst die op galerieën of *artfairs* is gekocht (Thompson, 2008). Er dient dan wel enige tijd te zitten tussen het moment dat kunst is gekocht en het weer wordt aangeboden, vanwege het hoogstebiederprobleem en de hoge transactiekosten. Daar staat tegenover dat grote winsten, en grote verliezen, zich vooral voordoen bij werken die binnen vijftig jaar worden doorverkocht (Baumol, 1986). Met andere woorden, voor sturen op een hoog rendement is het van belang kunst te kopen op veilingen, waarvan de prijzen snel toenemen, het werk zich duidelijk onderscheidt van dat van anderen, en de kunstenaar nog niet aan het einde van zijn werkzame leven zit. Gegeven de economische situatie van de afgelopen tijd is de huidige kunstmarkt echter risicoavers en wordt juist minder werk van nieuwe experimentele kunstenaars verkocht (Ubbens, 2010).

De vraag is hoe Hedendaagse kunst als de haai van Damien Hirst in de toekomst gewaardeerd zal worden. De jaaromzet van Hirst is in 2009 met maar liefst 93 procent gedaald ten opzichte van 2008 (Economist, 2010). Vanzelfsprekend speelt bij deze prijsval de huidige economische situatie een rol (Bos, 2009). Een interessantere vraag is of deze kunstwerken op de lange termijn een vaste plek hebben gekregen in de grote musea, of dat de werken van Damien Hirst en Jeff Koons zijn vergeten en de prijzen voorgoed zijn ingezakt. Aan de ene kant geldt dat dergelijke hedendaagse kunst met de tot het mondiaal cultureel erfgoed behorende werk van de impressionisten gemeen hebben dat het, bij eerste tentoonstelling op de Salons, op verbazing en soms heftige kritiek stuitte. Aan de andere kant is het feit dat voor hedendaagse topkunst zulke hoge prijzen werden betaald geen garantie dat deze kunst eenzelfde eeuwigheidswaarde zal krijgen

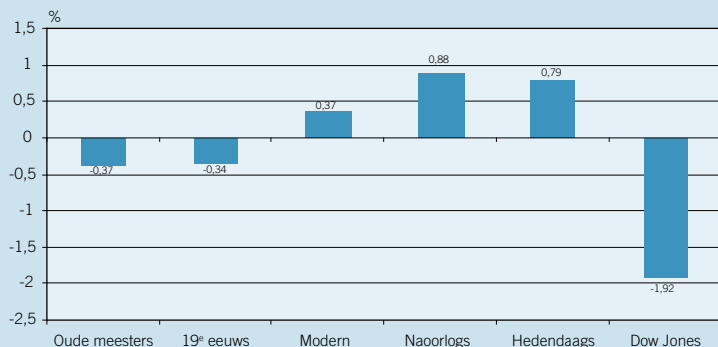
als de werken van de impressionisten. Immers, in de negentiende eeuw konden de impressionisten hun werk vaak aan de straatstenen niet kwijt, terwijl kunst die toen goed verkocht werd, zoals in Nederland Bakker Korff, Egenberger en Wouterus Verschuur, nu zo goed als vergeten is.

Conclusie

De afgelopen tien jaar heeft kunst die op internationale veilingen is verhandeld perioden van sterke prijsstijgingen gekend, en was de prijsvolatiliteit hoog. Dit geldt met name voor de kunststromingen Naoorlogs en Hedendaags. De gunstige economische situatie van voor de crisis heeft de verkoop van deze risicovolle, nieuwe kunst gestimuleerd. De grote prijsstijgingen van het afgelopen decennium zijn echter niet uniek, want de jaren tachtig hebben ook een periode van sterke prijsstijgingen gekend. Een verschil is dat in het afgelopen decennium prijzen van met name nieuwe kunst sterk zijn gestegen, terwijl het in de jaren tachtig om oudere kunst ging. Het feit dat het aanbod van oudere kunst op de markt steeds kleiner is geworden, heeft samen met doelgerichte marketing van Hedendaagse Kunst bijgedragen aan de prijsontwikkeling van nieuwere kunst. Prijzen voor alle kunststromingen zijn, zowel gerekend over de periode voorafgaand aan de crisis, als over het gehele beschouwde decennium, sterker gestegen dan de Dow Jones Index. Uit analyse volgt dat het rendement van kunst zowel in absolute zin als voor de situatie van een vergelijkbaar risico hoger is dan dat van aandelen, afgemeten aan de koersontwikkeling. Dit terwijl, gezien de consumptieve baten van kunst, in een marktevenwicht een lager rendement dan dat van aandelen wordt verwacht. Mogelijk spelen hier echter marktimperfecties een rol en heeft de recessie een ontstane prijsbubbel inmiddels gecorrigeerd. Een andere mogelijkheid is dat consumptieve baten marginaal zouden zijn geworden. De geconstateerde prijsontwikkelingen zijn in ieder geval aanleiding om vanuit financieel-economische redenen te overwegen meer in kunst te beleggen.

Figuur 3

Gemiddeld reëel rendement per eenheid risico kunst en aandelen over de periode 2000–2009 (in procenten).



Bron: artprice.com; measuringworth.com; finance.yahoo.com

LITERATUUR

Artprice (2009) *Art market trends 2008*. Parijs: Artprice.
 Bos, E. (2009) Kunst en economie door de eeuwen heen. *ESB*, 94(4554), 106–107.
 Baumol, W. (1986) Unnatural value: or art investment as floating crap game. *American Economic Review*, 76(2), 10–14.
 Campbell, R. (2008) Art as a financial investment. *The Journal of Alternative Investments*, 10(4), 64–81.
 Frey, B. (1997) Art markets and economics: introduction. *Journal of Cultural Economics*, 21(3), 165–173.
 Goetzmann, W. (1993) Accounting for taste: art and the financial markets over three centuries. *The American Economic Review*, 83(5), 1370–1376.
 Rubino, L. (2001) *Art as an asset*. Artikel op faculty.fuqua.duke.edu.
 The Economist (2010) Hirst heist. *The Economist*, 10 september.
 Thompson, D. (2008) *The \$12 million stuffed shark: the curious economics of contemporary art*. Londen: Aurum Press Ltd.
 Ubbens, J. (2010) *Investeren in kunst economisch gezien totaal nutteloos*. Artikel op 925.nl.

