



## Rendement en risico van Bordeaux-wijnen

**Auteur(s):**

Boorn, M.J.G. van den  
Herst, A.C.C.  
Koedijk, C.G.  
Smeets, J.L.A.M.

*Van den Boorn en Smeets zijn onlangs afgestudeerd aan de Rijksuniversiteit Limburg (RL). Dit artikel is mede gebaseerd op hun doctoraalscriptie. Deze werd vervaardigd onder begeleiding van Herst en Koedijk, die beiden zijn verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics (LIFE) van de RL. Herst is tevens verbonden aan de Open universiteit. Alex Lammertsma danken wij voor zijn waardevolle suggesties bij een eerdere versie.*

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4060, pagina 490, 29 mei 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

beleggen

*Bij beleggen denkt men meestal aan aandelen, obligaties, opties en andere financiële instrumenten. Dit artikel laat zien dat kwaliteitswijn ook als belegging kan fungeren.*

**In dit artikel richten we de schijnwerper op wijn als belegging. Een belangrijke voorwaarde voor beleggen in wijn is dat deze geschikt is om te bewaren. Zulke wijnen, die door jarenlang rijpen aan kwaliteit winnen, noemt men wel de 'grote wijnen'. De 'kleine wijnen' zijn daarentegen voor directe consumptie bedoeld en lenen zich niet voor langdurig bewaren. Ons onderzoek concentreert zich op beleggingen in de betere Bordeaux-wijnen. Wij zullen onderzoeken hoe de rendementen en risico's van beleggingen in dergelijke wijnen, waarover vrij veel statistisch materiaal beschikbaar is, zich verhouden tot de rendementen en risico's van conventionele beleggingen zoals aandelen, obligaties en goud.**

### Bordeaux en wijnveilingen

De wijngaarden in het zuidwesten van Frankrijk vormen de bakermat van de Bordeaux-wijnen. Naast een gunstig klimaat heeft de Bordeaux-streek een ideale bodemstructuur voor wijnbouw. De streek is letterlijk overdekt met wijngaarden, in totaal zo'n 100.000 hectaren. De jaarlijkse opbrengst aan wijn varieert tussen de vier en zes miljoen hectoliter. Hiervan is ongeveer 25% wit en 75% rood. Het grote economische belang van de wijnproductie in dit gebied blijkt uit het feit dat één op de zes bewoners afhankelijk is van de wijnbouw.

Frankrijk kent een uitgebreide wetgeving terzake van de kwaliteit van wijn. Zo is sinds 1935 de AC/AOC wetgeving van kracht; dit staat voor Appellation (d'Origine) Controlee. AOC-wijnen moeten voldoen aan eisen wat betreft snoeimethoden, aanplant van druivensoorten, maximum opbrengst per hectare, minimum alcoholgehalte en dichtheid van beplanting. Dit systeem stimuleert wijnproducenten om door jarenlange verbeteringen de AC/AOC status te behalen; 80% van alle Bordeaux-wijnen heeft thans deze status.

Tevens worden Bordeaux-wijnen in klassen ingedeeld. Deze indeling is gebaseerd op zogeheten 'crus classés' (letterlijk betekent 'cru' gewas). In 1855 werd door de Vereniging van Wijnhandelaren in Bordeaux een nieuwe indeling gepubliceerd ter gelegenheid van de wereldtentoonstelling in Parijs. Het oordeel van de wijnhandelaren werd bepaald aan de hand van de kwaliteit van de op dat moment beschikbare wijnen en prijzen. Tegenwoordig moeten we het nog steeds met deze indeling doen ondanks de komst van nieuwe goede wijnen en het verval van eertijds gerenommeerde wijnhuizen.

### Prijsvorming

De prijzen van wijn worden bepaald op veilingen. Alvorens deze prijzen te traceren, eerst enkele kanttekeningen bij de wijnveilingen<sup>1</sup>. Een eerste in het oog springend kenmerk is het bestaan van minimumprijzen; onder deze prijzen wordt de wijn niet verkocht. Deze minimumprijzen worden echter niet openbaar gemaakt. Ashenfelter betoogt dat in de praktijk regelmatig wijnen worden afgehamerd die de minimumprijs niet hebben gehaald. Een tweede kenmerk is de grote invloed die sommige personen kunnen hebben op de prijsvorming. Bij wijze van voorbeeld bespreekt Ashenfelter de invloed van Parkers wijngids uit 1985. Hierin zijn de karakteristieken van diverse wijnen onderzocht om op basis hiervan een inschatting te maken omtrent hun toekomstige kwaliteit. Vanwege de autoriteit die Parker in de VS heeft volgt men zijn adviezen doorgaans blindelings op. Hierdoor worden de wijnen die hij niet of te laag beoordeelt dikwijls voor bijzonder lage prijzen verkocht. Een derde karakteristiek waaraan Ashenfelter aandacht besteedt is het, haaks op de 'law of one price' staande, verschijnsel van dalende prijzen. Hierbij doelt hij op het feit dat naarmate de veiling verloopt de prijs van identieke flessen wijn daalt. Aldus kon het gebeuren dat tijdens een veiling bij Christie's in Amsterdam drie flessen Mouton-Rothschild uit 1955 werden geveild voor achtereenvolgens f 440, f 420 en f 380. Ervan uitgaande dat de koper van de eerste fles er meer voor over heeft gehad dan latere kopers, is een dergelijke prijsdaling verklaarbaar.

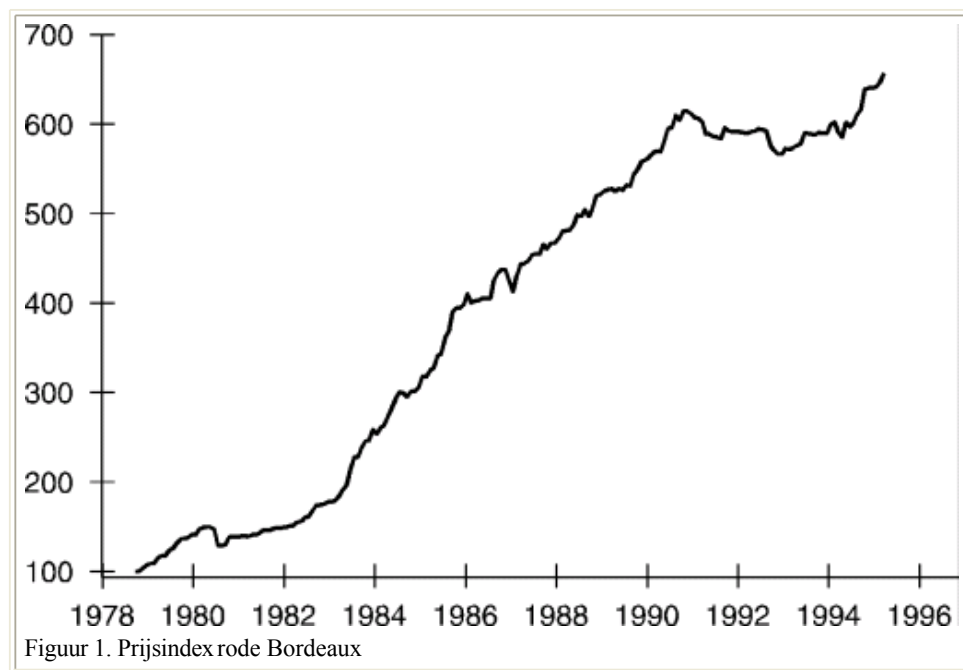
De kwaliteit van de wijn en het veilingstelsel bepalen het prijsvormingsproces van Bordeaux-wijnen en daarmee risico en rendement.

## Prijzontwikkeling van Bordeaux-wijn

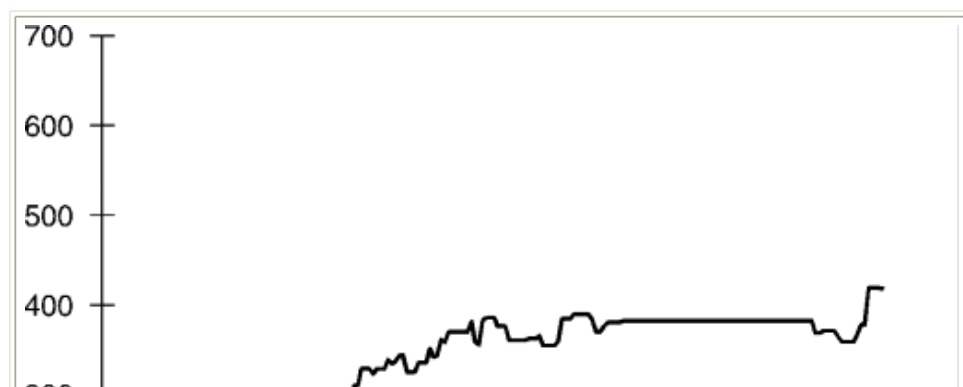
Hier te lande is het fenomeen beleggen in wijn relatief onbekend; in het VK en de VS mag deze vorm van beleggen zich daarentegen in een zekere populariteit verheugen. Dit verschil in bekendheid wordt ook weerspiegeld in het aantal door het veilinghuis Christie's gehouden wijnveilingen. Wereldwijd houdt dit huis circa 43 wijnveilingen per jaar waarvan maar liefst 38 in het VK en slechts twee in Nederland. Het is dan ook niet verwonderlijk dat enkele Britse bladen maandelijks een uitgebreide opgave doen van de meest recente veilingprijzen.

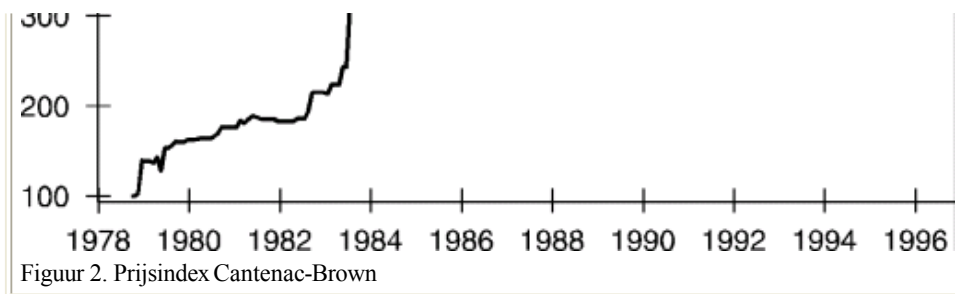
Voor ons onderzoek hebben wij gebruik gemaakt van veilingprijzen over de periode februari 1980 tot en met februari 1995 uit het wijnmaandblad *Decanter*. Het betreft hier de prijzen van de belangrijkste Bordeaux-wijnen (ca. 64). Tevens worden in het genoemde tijdschrift deze prijzen omgerekend tot een (rode) Bordeaux-index. Daarnaast hebben we gekeken naar de prijsontwikkeling van drie befaamde individuele Bordeaux-wijnen namelijk de Cantenac-Brown, de Chasse-Spleen en de Mouton-Rothschild. De index van ieder van deze afzonderlijke Bordeaux-wijnen bestond uit enkele jaargangen. Opgemerkt zij dat de samenstelling van de prijsindex aan veranderingen onderhevig is. In de loop van de jaren komen er nieuw geproduceerde wijnen bij, terwijl oude wijnen verdwijnen. Andere indices veranderen overigens eveneens van samenstelling: een aandelenindex wordt bijvoorbeeld ook beïnvloed door het failliet gaan van ondernemingen die er deel van uitmaakten.

In de figuren is de ontwikkeling van de prijsindex van de rode Bordeaux en de drie met name genoemde wijnen weergegeven. Blijkens [figuur 1](#) vertoont het verloop van de prijsindex van de rode Bordeaux gedurende de periode februari 1980 - februari 1995, afgezien van enige inzinkingen, een tamelijk gelijkmatige stijgende trend. Een inzinking rond 'black monday' (19 oktober 1987) is de wijnbeleggers bespaard gebleven. Uit de figuur valt af te lezen dat de Bordeaux-markt nooit met zulke krachtige prijsdalingen is geconfronteerd. Wel hebben beleggers in rode Bordeaux-wijnen te maken gekregen met een paar milde prijsdalingen. De eerste deed zich voor aan het begin van de jaren tachtig; het tijdvak van de tweede oliecrisis. Van een tweede terugval is ongeveer een decennium later sprake geweest. De oorzaak van deze prijsdaling kan worden gezocht in de dreiging die uitging van een zich aankondigende recessie en de Golfcrisis. Het lijkt er dus op dat de prijzen van rode Bordeaux-wijnen wel gevoelig zijn voor ontwikkelingen in de reële sfeer (zoals een recessie of een crisissituatie) maar in veel mindere mate voor ontwikkelingen op financieel gebied (bijvoorbeeld een beurscrach als reactie op te verdoorgeschoten koersen).

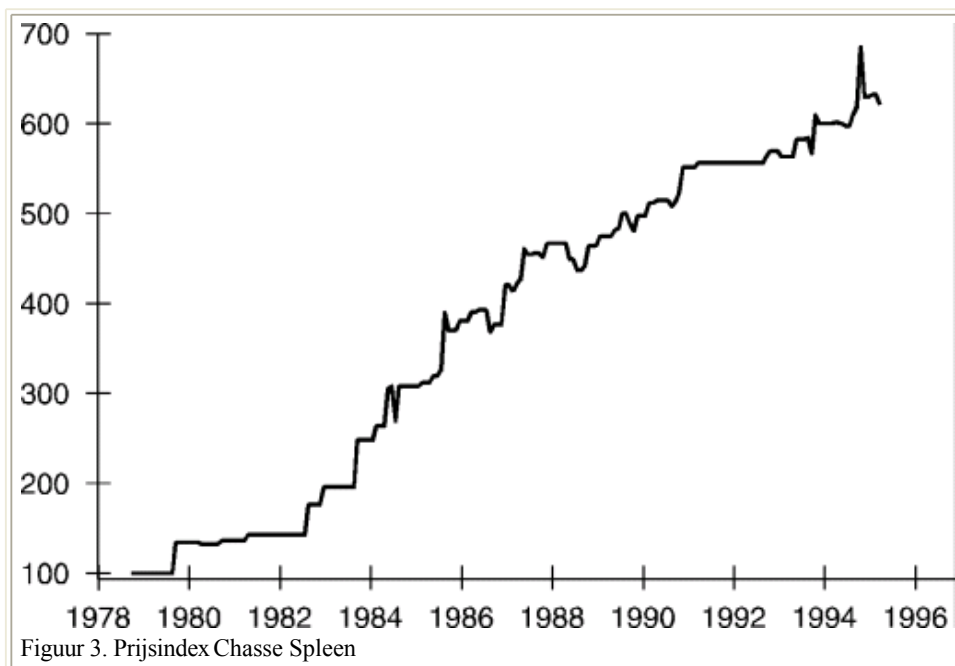


Uit een oogpunt van prijsontwikkeling is de Cantenac-Brown een bijzonder interessante wijn (zie [figuur 2](#)). Na aanvankelijk de rode Bordeaux-index min of meer te hebben gevolgd, stagneerde de prijsstijging vanaf eind 1986. Een mogelijke verklaring is te vinden in de toentertijd bestaande onzekerheid met betrekking tot de toekomst van de wijn. Het geval wilde namelijk dat de familie Du Vivier, tot op dat moment eigenaar van het betrokken château, dit verkocht aan de Compagnie Du Midi, een verzekeringsmaatschappij. In 1989 fuseerde deze maatschappij met AXA Assurance. De directeur van de combinatie, Jean-Michel Cazes, nam het beheer van het château over en wist de Cantenac-Brown nog verder op te waarderen tot een wijn met een veelbelovende bewaarstructuur. Dit resulteerde vanaf 1994 weer in wat aantrekkelijke prijzen.

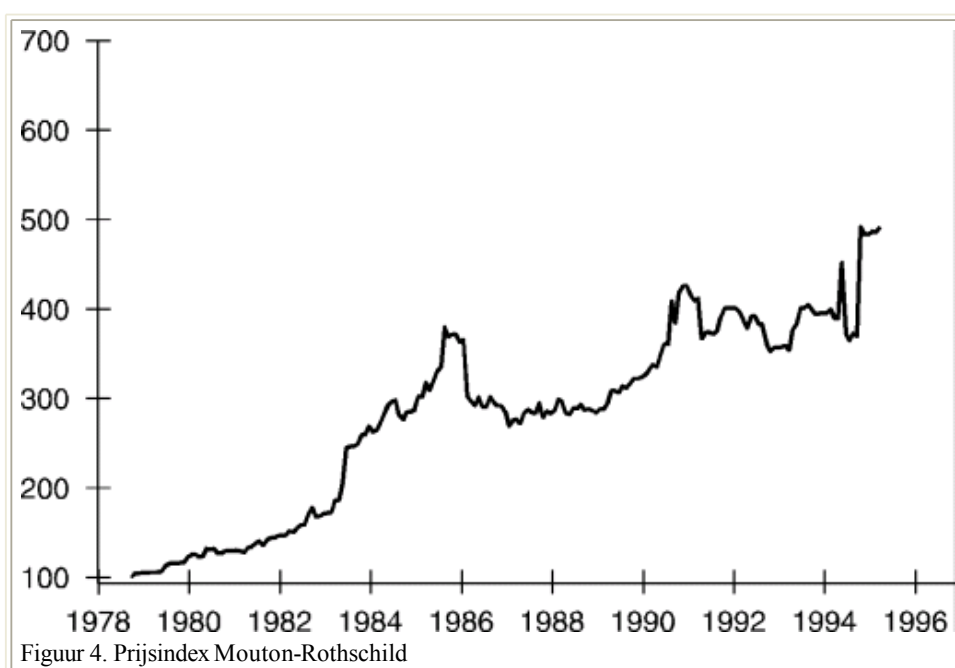




In [figuur 3](#) zien we een vrij gelijkmatige stijgende tendens die ongeveer samenvalt met het verloop van de rode Bordeaux-index weergegeven in [figuur 1](#). Toch zien we bij de Chasse-Spleen wat uitschieters naar boven en naar beneden, die zo kenmerkend lijken te zijn voor de prijsontwikkeling van een individuele wijn. Tegenover de bedoelde uitschieters is echter eveneens sprake van enkele perioden met opvallend stabiele prijzen (bijvoorbeeld in het begin van de jaren tachtig en negentig). Dat dit laatste lang niet voor alle individuele Bordeaux-wijnen geldt, moge duidelijk worden uit de navolgende bespreking van de Mouton-Rothschild.



De Mouton-Rothschild vormt een uitstekend voorbeeld van een individuele wijn waarvan het prijsverloop een aanzienlijk grilliger beeld vertoont dan de index waarvan hij deel uitmaakt. Afgaande op het in [figuur 4](#) geschetste historische prijsverloop zouden speculatief ingestelde beleggers van deze wijn moeten smullen.



### Bordeaux-wijn als beleggingsalternatief

In aansluiting op de zojuist geschetste ontwikkelingen verschijnen thans de bekende grootheden rendement en risico voor het voetlicht.



## Conclusies

In dit artikel hebben wij de merites van het beleggen in wijn geanalyseerd, met name het beleggen in de betere rode Bordeaux-wijnen die zich lenen voor (jarenlang) bewaren. Samenvattend kunnen wij stellen dat deze beleggingsvorm vergeleken met meer traditionele beleggingen zoals in aandelen en obligaties een aardig figuur slaat. Bovendien kan wijn uit een oogpunt van portefeuillevorming een interessante belegging zijn vanwege de lage en in sommige gevallen zelfs negatieve correlatie met andere beleggingsobjecten. Ter afsluiting zij gewezen op een belangwekkend additioneel voordeel van beleggen in wijn: mochten de resultaten onverhoopt tegenvallen dan kan de betrokken fles altijd nog worden opengetrokken en de inhoud ervan worden geconsumeerd

---

1 O. Ashenfelter, How auctions work for wine and art, *Journal of Economic Perspectives*, zomer 1989, blz. 23-36.

2 H.M. Morkowitz, Portfolio selection, *Journal of Finance*, maart 1952, blz. 77-91.