

PUŁAPKI INWESTOWANIA W SZTUKĘ

Prof. UEK dr hab. Elżbieta Kubińska

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Rynków Finansowych

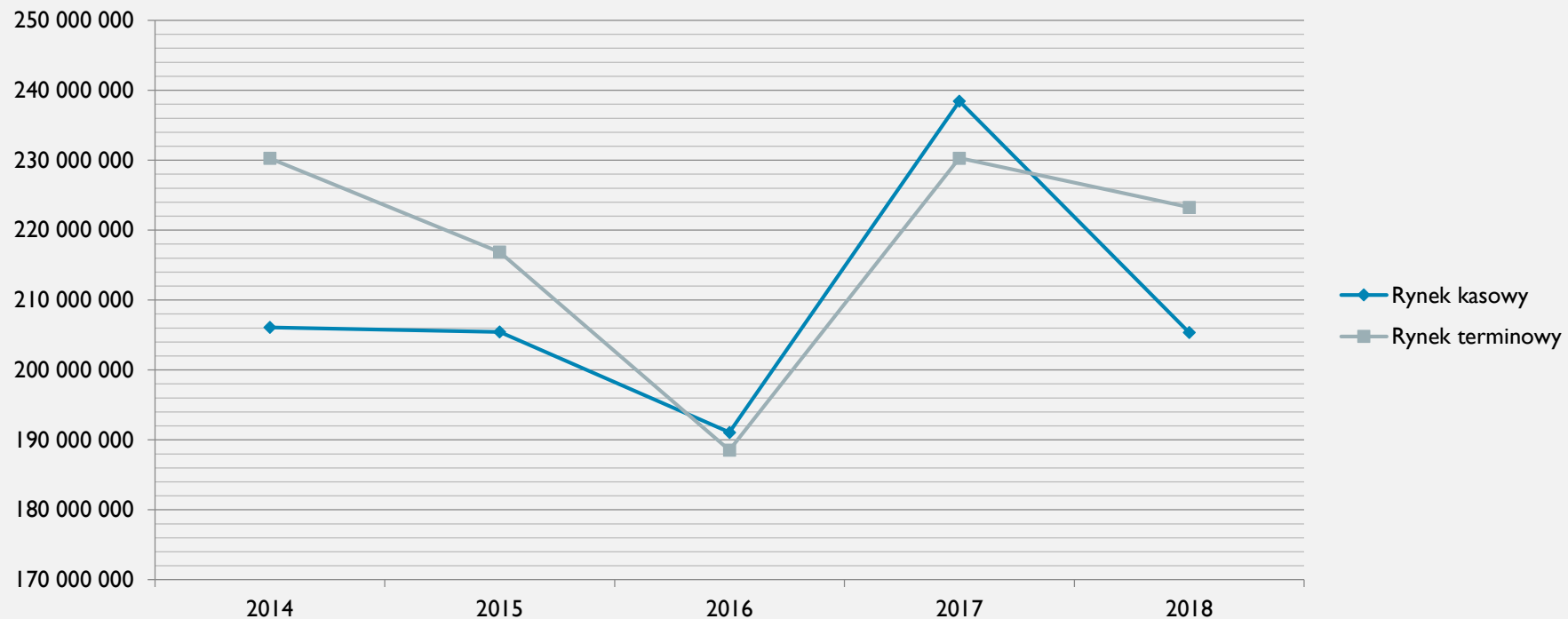
Mgr Joanna Filiczowska

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Zarządzania Ryzykiem i Ubezpieczeń

AGENDA

- Polski rynek sztuki na tle rynku finansowego
- Behawioralne aspekty ryzyk występujących na rynku sztuki
- Ilustracja efektu zakotwiczenia na przykładzie dzieł polskich artystów

OBROTY NA RYNKU GIEŁDOWYM W POLSCE



Rys. I. Wartość obrotu na rynku kasowym i rynku terminowym na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2014-2018 (dane w tys. zł).
Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletyn statystyczny GPW, <https://www.gpw.pl> (dostęp: 04.05.2019).

OBROTY NA RYNKU SZTUKI W POLSCE W 2018 ROKU

- Obroty domów aukcyjnych na polskim rynku sztuki przekroczyły 252 mln złotych – wzrost o 17,7% w porównaniu do 2017 r.;
- zorganizowano 302 aukcje;
- aukcja w której odnotowano największą łączną wartość sprzedaży – 22 mln złotych została zorganizowana przez dom aukcyjny Polswiss Art.;
- największa transakcja - sprzedaż pięciu obrazów Wojciecha Fangora za kwotę 6 960 000 zł;

Źródło: Artinfo.pl, Rynek sztuki w Polsce, Raport 2019, <https://www.artinfo.pl> (Dostęp: 30.09.2019 r.).

OBROTY NA RYNKU SZTUKI W POLSCE W 2018 ROKU

	I półrocze 2017	I półrocze 2018	Zmiana (w %)
Liczba aukcji	145	145	-
Liczba obiektów w ofercie	15 758	16 183	2,7
Liczba wylicytowanych obiektów	6 772	7 498	10,7
Obroty (w mln zł)	86,3	105,3	21,7
Liczba aukcji z obrotami powyżej 1 mln zł	17	23	35,7

Tabela 1. Wyniki aukcyjnego rynku sztuki w I półroczu 2017 i 2018 roku.

Źródło: Baza danych Artinfo.pl

	Dom aukcyjny	Obroty (w mln zł)
1.	Desa Unicum	115,4
2.	Polswiss Art.	53,7
3.	Sopocki Dom Aukcyjny	22,4
4.	Agra-Art.	18,9
5.	Libra	8,1
6.	Rempex	6,8
7.	Inne	26,7

Tabela 2. Obroty największych domów aukcyjnych w Polsce w 2018 roku (dane w mln zł).

Źródło: Baza danych Artinfo.pl

RYNEK FINANSOWY – UREGULOWANIA PRAWNE

Rynek finansowy działa w sposób efektywny, co z kolei może być osiągnięte dzięki precyzyjnym uregulowaniom prawnym, które mają chronić uczestników rynku.

Inwestowanie na rynkach finansowych jest szczegółowo uregulowane przez wiele ustaw i rozporządzeń, m.in.:

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538),
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539),
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1537),
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2006 nr 157 poz. 1119).

RYNEK SZTUKI – UREGULOWANIA PRAWNE

Uczestnicy rynku sztuki, kolekcjonerzy, inwestorzy, aukcjonerzy, właściciele galerii sztuki zwracają uwagę na ogromne ryzyko inwestycji w sztukę spowodowane brakiem regulacji prawnych.

„W przypadku polskiego rynku sztuki nie możemy mówić o żadnych regulacjach prawnych. (...) W Polsce nie ma żadnych aktywnych bodźców prawnych, podatkowych, które zachęcałyby do inwestowania w sztukę. W wielu krajach takie istnieją i dzięki temu kolekcjonowanie sztuki, kupowanie jej jest tam bardziej popularne” - Krzysztof Musiał

„Prawnik, który chce się skutecznie zajmować problemami rynku sztuki, musi zdawać sobie sprawę, że nierzadko rynek ten przypomina walizkę iluzjonisty” - Janusz Miliszekiewicz

Źródło: Numarte, Kolekcjonerstwo i rynek sztuki - Krzysztof Musiał, część I, <http://numarte.com> (Dostęp: 30.04.2019 r.).

Miliszekiewicz, J. (2008). Katechizm każdego antykwariusza. *Art& Business*, 7-8, 107.

RYNEK SZTUKI – UREGULOWANIA PRAWNE

- Na rynku sztuki można zauważyć zagrożenia, takie jak duża liczba falsyfikatów, które są spowodowane przez brak możliwości skutecznej weryfikacji autentyczności dzieła.
- W polskim ustawodawstwie brak jest regulacji prawnych odnośnie rzeczoznawcy sztuki.
- Znacząca część ekspertów rynku sztuki to muzealnicy, którzy aby pełnić swoją funkcje muszą spełniać wymagania określone w ustawie z dnia 21 listopada 1996 r. o muzeach, takie jak odpowiednie wykształcenie, staż pracy odzwierciedlający pełnioną funkcję.

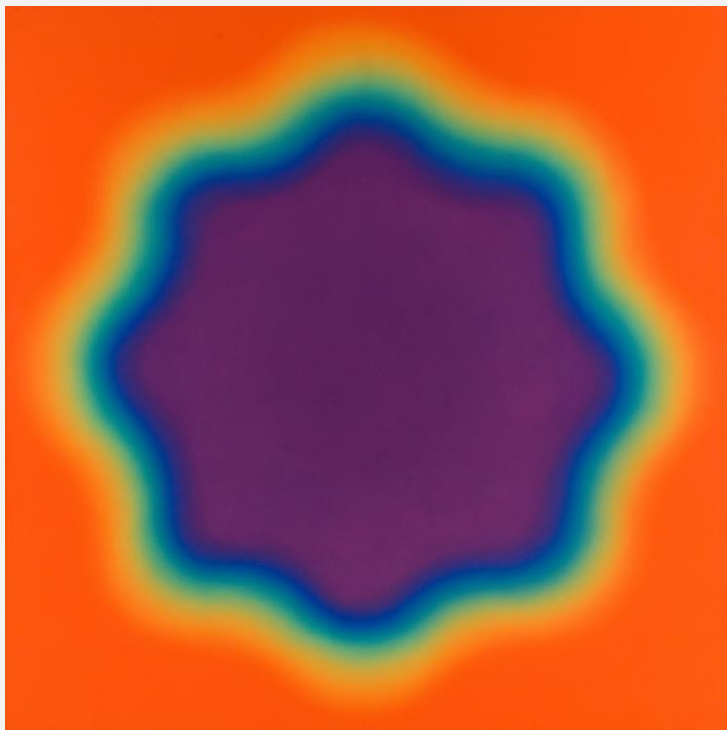
POLSKI RYNEK SZTUKI NA TLE RYNKU FINANSOWEGO

- Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego, regulacje na Giełdzie Papierów Wartościowych mają na celu zapewnienie efektywności informacyjnej na rynku kapitałowym.
- Na rynku sztuki instytucje takie jak Stowarzyszenie Antykwariuszy i Marszandów Polskich zrzeszające domy aukcyjne i galerie, mają na celu wprowadzanie dobrych praktyk, jednak nie pełnią ustawowo funkcji nadzorczej nad rynkiem.
- Źródło: Jajuga, K. (2009). *Rynek wtórny papierów wartościowych*. Komisja Nadzoru Finansowego.

POLSKI RYNEK SZTUKI NA TLE RYNKU FINANSOWEGO

- Rynek sztuki oraz rynek kapitałowy różnią się również ze względu na cechy przedmiotu obrotu.
- Na rynku sztuki handluje się unikatowymi, niepowtarzalnymi przedmiotami, w przypadku których proces wyceny jest niestandardowy ze znaczącym udziałem roli ekspertów.
- Na rynku kapitałowym mamy do czynienia z instrumentami finansowymi określonymi w ustawie (np. akcjami zwykłymi, które w danej serii są nierozróżnialne) i ich wycena jest oparta o znane wśród uczestników rynku modele.
- Źródło: Candela, G., Castellania, M., Pattitonic, P. (2013). Reconsidering psychic return in art investments. *Economics Letters*, 118(2), 351-354.
- Ginsburgh, V., Radermecker, A. S., Tommasic, D. (2019). The effect of experts' opinion on prices of art works: The case of Peter Brueghel the Younger. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 159, 36-50.
- Jajuga, K. (2009). *Rynek wtórny papierów wartościowych*. Komisja Nadzoru Finansowego.

REKORDOWA TRANSAKCJA



- Wojciech Fangor
- „M 39”
- 1969 r.
- olej/płótno
- 203 x 203 cm
- Rekord padł w listopadzie 2018
- Cena sprzedaży 4 720 000 złotych

BEHAWIORALNE ASPEKTY RYZYK WYSTĘPUJĄCYCH NA RYNKU SZTUKI

- Falsyfikaty na rynku sztuki
- Fikcyjne aukcje
- Mechanizm współzawodnictwa
- Efekt Pinaulta

FALSYFIKATY

- Na rynku sztuki można zauważyć zagrożenie, takie jak duża liczba falsyfikatów, które jest spowodowane przez brak możliwości skutecznej weryfikacji autentyczności dzieła.
- **Janusz Miliszkiwicz:** części marszandów nie zależy na eliminowaniu falsyfikatów z rynku. Powód jest prosty. W zniszczonej wojnami i powstaniem Polsce jest mało autentycznych dzieł sztuki. Gdyby wyeliminować falsyfikaty nie byłoby czym handlować. Rynek dzieł sztuki powinien zostać kompleksowo uporządkowany przez ustawodawcę.
- Efekt konfirmacji
- Wason, P. C. (1968). Reasoning about a rule. *Quarterly Journal of Experimental Psychology*. 20 (3), 273–281



PROWOKACJA JANUSZA MILISZKIEWICZA

- Dziennikarz zlecił Bogdanowi Achimescu sporządzenie pastelu, którego autorstwo zostało przypisane Franciszkowi Starowieyskiemu.
- Spreparowane dzieło zostało przekazane do domu aukcyjnego Polswiss Art, gdzie została potwierdzona jego autentyczność przez eksperta.
- Rysunkowi został nadany tytuł „Zjawa”, oszacowano rok powstania na 1959
- Praca została przekazana na aukcję, gdzie podstawiony kupiec zakupił falsyfikat za 9 500 zł.
- Pozwano Miliszkievicza o naruszenie dóbr osobistych eksperta domu aukcyjnego.
- Źródło: Falszywa "Zjawa" Starowieyskiego pogrzebała eksperta, 5.07.2012, <http://www.tvn24.pl> (Dostęp: 01.05.2019 r.).
- Tańska, J. (2006). Obraz niemal jak prawdziwy, <https://www.tygodnikprzeglad.pl> (dostęp: 01.03.2019 r.).

FALSYFIKATY W EKSPOZYCJACH MUZEALNYCH

- Występowanie falsyfikatów na rynku sztuki nie jest zjawiskiem pojedynczym, co z kolei ma swoje konsekwencje również w muzealnych ekspozycjach.
- Przykładem takiego zjawiska jest obraz rzekomego autorstwa Jana Cybisa, zakupiony w 1977 roku przez Muzeum Narodowe w Szczecinie.
- Autentyczność obrazu została zakwestionowana przez wdowę po malarzu, Helenę Zaremba-Cybis, jak również przez jego pierwszą żonę, Hannę Rudzka-Cybis. Mimo to dzieło zostało zakupione przez muzeum na podstawie fałszywej opinii wydanej przez pracownika Muzeum Narodowego w Warszawie, który jak się później okazało współpracował z nieuczciwym sprzedawcą.
- Źródło: Gazur, Ł. (2011). Wątpliwe dzieła mistrzów, <https://dziennikpolski24.pl> (dostęp: 1.03.2019 r.).

FALSYFIKATY W EKSPOZYCJACH MUZEALNYCH



- Innym znanym przykładem falsyfikatów udostępnianych przez muzea jest obraz Leona Wyczółkowskiego pt „Rybak z siecią”, który został zakupiony przez Muzeum Narodowe w Gdańsku za 80 tys. zł.
- Potwierdzenie autentyczności obrazu dokonał profesor Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu.
- Po zakupie została przeprowadzona kolejna ekspertyza, która wskazywała, iż obraz jest falsyfikatem, z kolei oryginalna praca znajduje się w Muzeum Narodowym w Krakowie
- Mechanizm utopionych kosztów
- Reakcja na straty
- Źródło: Gazur, Ł. (2011). Wątpliwe dzieła mistrzów, <https://dziennikpolski24.pl> (dostęp: 1.03.2019 r.).
- Arkes, H., Blumer, C., (1985). The Psychology of Sunk Cost. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*. 35, 124–140; doi:10.1016/0749-5978(85)90049-4.

FIKCYJNE AUKCJE

- Ponownie wystawiane obrazy, które w niedalekim okresie zostały sprzedane po wysokiej cenie.
- Ryzyko manipulacji aukcjami oraz zawyżania cen sprzedawanych obiektów
- Profesor Jerzy Stelmach opisuje to zjawisko w następujący sposób: „Fikcyjne, choć tryumfalnie ogłaszane sprzedaże. Niby wszyscy wiedzą, że obiekt nie zmienił właściciela, ale „rekord” przecież padł”
- Efekt zakotwiczenia
- Źródło: Stelmach, J. (2000). Dziwny rynek. Z punktu widzenia kolekcjonera. *Gazeta Antykwaryczna*, 9.
- Bołdok, S. (1998). *Malarstwo na aukcjach w Polsce. 1990-1997*. Warszawa.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.

AUKCJE

- Sprzedaż dzieł sztuki odbywa się najczęściej przez licytację
- Cena sprzedaży stanowi cenę „spod młodka” – tzw. hammer price oraz opłatę manipulacyjną oraz wszystkie dodatkowe opłaty.
- „Mechanizm współzawodnictwa często powoduje, że na aukcjach obrazy zostają upłynnione po zawyżonych cenach. Niektórzy kolekcjonerzy, albo niektóre muzea, potrafią się bić do upadłego o obiekt. I w ten sposób windują jego cenę. Dlatego każdy inwestor powinien bardzo chłodnym okiem oceniać, czy cena obrazu jest racjonalna.” – Krzysztof Borowski
- Efekt przekleństwa zwycięzcy
- Źródło: Rosik, P. (2017). Jak inwestować w sztukę? Rozmawiamy z prof. Krzysztofem Borowskim z SGH, <https://strefainwestorow.pl> (dostęp: 2.05.2019 r.).

EFEKT PINAULTA



- Wpływ na cenę licytowanych obrazów ma również zakup dzieła artysty przez znanych kolekcjonerów sztuki.
- Stadne działanie
- „Efekt Pinaulta” polega na tym że zakup dzieła danego artysty przez Pinaulta ma pozytywny wpływ na jego dalszą karierę.
- W Polsce do najbardziej znanych kolekcjonerów sztuki należą:
 - Grażyna Kulczyk,
 - Wojciech Fibak,
 - Krzysztof Musiał
 - Marek Roefler.
- Źródło: Shiller, R. J., (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. 149–153.

ILUSTRACJA EFEKTU ZAKOTWICZENIA NA PRZYKŁADZIE DZIEŁ POLSKICH ARTYSTÓW

W celu przedstawienia działania efektu zakotwiczenia 42 studentów podzielono na dwie grupy: A i B oraz poproszono o wycenę pięciu prezentowanych obrazów, z kolei elementem rozróżniającym grupy był pokazany na początku eksperymentu obraz wraz z ceną jego sprzedaży. Do grupy A były przypisane 24 osoby, a w grupie B 18 osób, średnia wieku w obu grupach wynosiła ponad 23 lata.

Grupa A				Grupa B			
Liczba uczestników, w tym:	24	Wiek		Liczba uczestników, w tym:	18	Wiek	
kobiet	17	Średnia	23,625	kobiet	2	Średnia	23,222
mężczyzn	7	Odch. std	0,97	mężczyzn	16	Odch. std	1,003

Tabela 3. Charakterystyki liczbowe badanych osób w podziale na grupy.

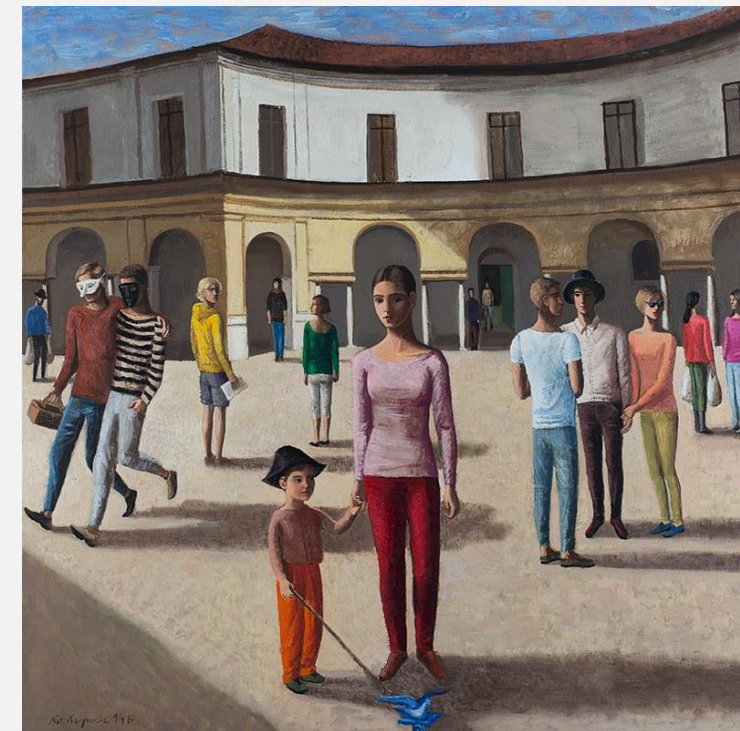
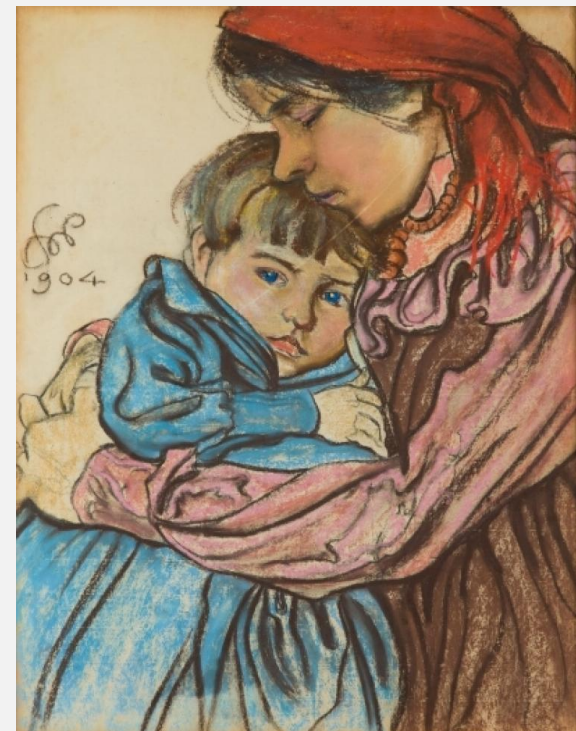
OPIS BADANIA

Na początku badania ankietowanym został przedstawiony jeden obraz oraz cena jego sprzedaży (inny w grupie A oraz inny w grupie B), a następnie studenci byli poproszeni o wycenę pięciu obrazów (takie same dla obu grup).

Grupie A został przedstawiony obraz Stanisława Wyspiańskiego, *Macierzyństwo* z 1904 roku, którego cena sprzedaży wynosiła 4 366 000 złotych

Grupie B zaprezentowano obraz z 2014 roku *Mantua* autorstwa Katarzyny Karpowicz, który został sprzedany za kwotę 30 000 złotych.

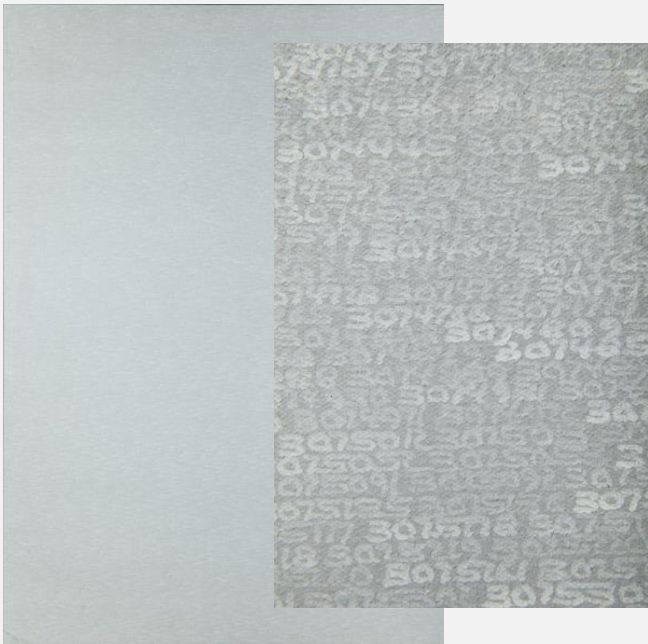
Następnie studentom zostało wyświetlonych pięć obrazów, do których mieli przypisać kwotę, za którą dany obraz według nich miałby być sprzedany.



PREZENTOWANE OBRAZY



Lp	Autor	Tytuł	Rok powstania	Rozmiar obrazu (w cm)	Rzeczywista cena sprzedaży (w złotych)
#1	Fangor Wojciech	M 46	1969	203x234	900 000
#2	Opałka Roman	Detal 3 065 461-3 083 581	1965	196x135	2 000 000
#3	Makowski Tadeusz	Latawce	1928	81x100	1 900 000
#4	Czachórski Władysław	Blask klejnotu	1897	55,5x76	740 000
#5	Nowosielski Jerzy	Dziewczyna w pokoju	1948	88x68	280 000



WYNIKI

- H_0 : „Średnia wycena prezentowanych obrazów w grupie A jest taka sama jak średnia wycena w grupie B”
- H_1 : „Średnie wyceny przedstawionych obrazów są różne między grupą A i grupą B”
- W celu zweryfikowania tak postawionych hipotez badawczych zebrane dane poddano analizie za pomocą testu t- studenta, co zostało przedstawione w poniższej tabeli.

Szacunkowa wartość obrazu	Średnia grupy A	Średnia grupy B	Odch. std grupy A	Odch. Std grupy B	T	df	Wartość p
#1	999 375	132 289	801 580	206 300	4,4670	40	0,000064
#2	1 875 958	331 056	1 406 980	514 116	4,4306	40	0,000071
#3	1 693 958	485 389	1 223 567	1 051 648	3,3599	40	0,001724
#4	1 790 250	749 778	1 889 738	1 242 484	2,0272	40	0,049338
#5	1 147 541	164 833	1 115 743	258 279	3,6535	40	0,000743

Na podstawie przedstawionych danych (na poziomie istotności wynoszącym 0,05) średnia wycena obrazów przedstawionych w grupie A jest istotnie, statystycznie wyższa od średniej wyceny obrazów grupy B.

Dzięki przeprowadzonemu badaniu można zaobserwować jak bardzo różnią się wyniki wyceny w zależności od przedstawionego początkowego dzieła w grupie w której „kotwica” wynosiła powyżej 4 mln złotych wycena obrazów była kilkukrotnie wyższa niż w przypadku grupy zakotwiczonej na kwocie 30 tys. zł.

DZIĘKUJEMY ZA UWAGĘ!