



 Kunst AM

Art Investment Handbook

РУКОВОДСТВО
ПО **ИНВЕСТИРОВАНИЮ**
на рынке
ПРЕДМЕТОВ **ИСКУССТВА**

 Kunst AM

Art Investment Handbook

A Passion to Perform.

Deutsche Bank



 Kunst AM

Art Investment Handbook

РУКОВОДСТВО

ПО **ИНВЕСТИРОВАНИЮ**

на рынке

ПРЕДМЕТОВ **ИСКУССТВА**



Москва
2006

 **Index Atlas**
Mapping Value Creation Worldwide

УДК 7.075; 330.322
ББК 65.422.5
Р85

Редактор *Н. Барановская*
Выпускающий редактор *В. Ионов*

Р85 Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства / С. Скатерщиков, В. Кориневский, О. Яковенко, К. Пихлер, Т. Цимке, Н. Хансен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 224 с.

ISBN 5-9614-0258-4

Данное руководство — уникальная попытка рационального анализа мировых шедевров изобразительного искусства как объектов для инвестиций. В книге впервые опубликованы рейтинги и статистические материалы, включая список 500 самых дорогих шедевров и 50 самых «ценных» художников мира, а также подробно описаны факторы (и их сравнительная значимость), определяющие многомиллионную рыночную стоимость мировых шедевров.

Книга изобилует любопытными фактами и наблюдениями в отношении организации арт-рынка, принятых на нем инвестиционных стратегий и бизнес-моделей. Настоящее руководство, изданное при поддержке Deutsche Bank, — занимательная и профессионально подготовленная книга для широкого круга читателей, интересующихся инвестициями в предметы искусства и знакомых с основными финансовыми и инвестиционными понятиями.

**УДК 7.0175; 330.322
ББК 65.290-2; 88.4**

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

© Иллюстрация на обложке: Пабло Пикассо, *Garçon à la Pipe* (1905)
Succession Picasso / VBK, Wien 2006
© Kunst Asset Management GmbH, 2006
© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2006

ISBN 5-9614-0258-4

СОДЕРЖАНИЕ

Искусство на рабочем месте	6
Об издании.....	9
Предисловие.....	12
ГЛАВА 1	
Инфраструктура рынка предметов искусства инвестиционного качества	17
ГЛАВА 2	
Рыночная капитализация художников и арт-рынка — система измерения и анализа рынка предметов искусства инвестиционного качества	45
ГЛАВА 3	
Сегментный анализ рынка предметов искусства инвестиционного качества	73
ГЛАВА 4	
Инвестиционные стратегии на рынке предметов искусства	95
ГЛАВА 5	
Модель оценки художественных активов.....	125
ГЛАВА 6	
Прогноз развития арт-рынка на 2020 год.....	153
Заключение.....	165
Приложение А.....	168
Приложение В.....	220

Искусство на рабочем месте

Дойче Банк — один из крупнейших финансовых институтов мира. Активы Дойче Банка составляют более 900 млрд. евро. В 74 странах мира в филиалах, дочерних предприятиях и отделениях банка работают 64 500 человек. Дойче Банк стремится стать ведущим международным поставщиком финансовых решений для самых взыскательных клиентов, формируя исключительные ценности для своих акционеров и сотрудников.

Дойче Банк является не только крупнейшим международным финансовым институтом, но также организацией, активно вовлеченной в культурные проекты многих стран мира. А собрание банка признано одной из лучших коллекций финансовых институтов.

Коллекция Дойче Банка формируется с 1979 года. Сегодня она насчитывает более 50 тыс. работ и является крупнейшим корпоративным собранием, которое благодаря реализованной банком принципиально новой концепции отношения к искусству стало его «альтернативной валютой». Следуя девизу «Искусство на рабочем месте», банк экспонирует произведения коллекции в своих помещениях во многих странах мира, делая их источником вдохновения и размышлений для множества людей. Хотя основу коллекции составляют произведения современного искусства, созданные на бумаге, она также включает живописные работы, скульптуру и видеоинсталляции, которые допол-

няют и завершают это выдающееся собрание произведений, представляющее целое столетие в развитии искусства — от классического модерна до искусства наших дней.

По мере формирования коллекции росла и ее роль в жизни банка, его сотрудников и его посетителей. Все больше людей знакомится с произведениями из коллекции в отделениях банка, в офисах и конференц-залах, в ходе организованных экскурсий, через каталоги и в Интернете, а также на международных выставках. Благодаря знакомству с произведениями коллекции постоянно растет и «всемирная семья», объединяющая поклонников собрания, ее критиков, а также всех тех, кто заботится и дает коллекции новые импульсы к росту через личный отклик и непосредственное участие в ее жизни.

Новаторский характер коллекции был особо отмечен в прошлом году в ходе юбилейной выставки по случаю 25-летия собрания Дойче Банка, проходившей в выставочном зале Deutsche Guggenheim в Берлине. Такие выставки коллекции проходили и в России — в 2002 г. в Эрмитаже (Санкт-Петербург), в 2004–2005 гг. в Музее изобразительных искусств им. А. С. Пушкина (Москва). Возможно, сейчас уже трудно представить себе, каким это было прорывом — ввести современное искусство в банк, демонстрируя его не в традиционной обстановке музея или галереи, а в условиях делового учреждения. Этот шаг позволил многим людям приобщиться к «Искусству на рабочем месте». Искусство — и это оказалось неожиданным и чудесным открытием для многих зрителей — сумело стать убедительным выражением современных тенденций жизни. И это лишь одна из многих причин, по которым искусство, экспонируемое в банке, становится огромной

ценностью для корпоративной стратегии — ценностью, также открывающей для банка новые горизонты.

В Дойче Банке Москва также находятся картины из коллекции. Они не только украшают стены нашего банка, но и работают вместе с нами. Картины из коллекции банка перемещаются из офиса в офис, создают особую атмосферу, помогают сочетать бизнес и искусство на рабочем месте.

Таким образом, произведения искусства, экспонируемые на рабочем месте, не только заставляют их зрителей задумываться над проблемами современной жизни — они оказывают влияние на сам банк, становясь новой формой эмоционального и духовного дивиденда.

Данное издание также раскрывает тему «Искусство и бизнес», открывая для многих новые страницы инвестиционных возможностей. «Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства» — результат серьезного труда авторов, которые стремятся передать читателю свои наблюдения, анализ и интересный материал об инвестиционных стратегиях на арт-рынке.

Ольга Подойницына

Вице-президент,
PR, Корпоративные отношения
и Маркетинг ООО «Дойче Банк»

Это первое издание «Руководства по инвестированию на рынке предметов искусства». Оно выходит одновременно на английском, немецком, китайском (Mandarin Chinese) и русском языках и является совместным проектом австрийской компании Kunst Asset Management GmbH и специализированных издательств в разных странах мира (в России все права на издание руководства принадлежат компании «Альпина Бизнес Букс»).

Объектом рассмотрения данного руководства являются предметы искусства так называемого инвестиционного качества, т.е. картины и скульптуры, аукционная (рыночная) стоимость которых равна или превышает приведенную стоимость картины, занимающей 500-е место в рейтинге самых дорогих работ Kunst Asset Management GmbH (5 322 923 долл. США по состоянию на 1 сентября 2005 г.)¹. Этот подход естественным образом определяет содержание и целевую аудиторию настоящего издания.

С точки зрения содержательного охвата публикуемые в книге методики и примеры оценки предметов искусства сфокусированы на самом дорогом секторе арт-рынка — художественных работах «музейного» качества, традиционно относимых к шедеврам мирового изобразительного искусства и в большинстве своем находящимся в крупнейших

¹ Подробно методика сбора и расчета данных о рынке предметов искусства описана в разделе 2.2 книги.

музеях мира. Интересно, что упомянутый выше барьер в примерно 5,3 млн долл. США за одно произведение исключает из предмета рассмотрения такой жанр, как фотография, и ограничивает присутствие современного искусства двадцатью работами в списке 500 самых дорогих картин мира. Это, конечно, не означает, что данные сегменты рынка предметов искусства не могут быть объектами удачных инвестиций. Однако, по нашему мнению, сфера обращения предметов искусства инвестиционного качества, объем которой оценивается нами не менее чем в 120 млрд долл. США, поддается рациональному моделированию и позволяет результативно применять обоснованные технологии оценки и анализа эффективности управления арт-активами. Прочие же сегменты арт-рынка являются настолько незрелыми и легко манипулируемыми, что применение к ним рационального инвестиционного анализа бессмысленно. В данном случае уместна аналогия с моделированием стратегий инвестирования в акции футбольных клубов и стратегии ставок на результат футбольных матчей. Если первая стратегия может и должна быть продуктом дисциплинированного анализа имеющейся информации и построения рациональных инвестиционных моделей, то вторая стратегия не может быть основана только на рациональных аргументах.

С точки зрения целевой аудитории данное издание в первую очередь ориентировано на людей, принимающих или участвующих в принятии решений о распоряжении крупными художественными коллекциями или интересующихся возможностью заключения значительных сделок с предметами искусства (сделки по покупке, продаже или кредитованию операций с предметами искусства на сумму

от 5 млн долл. каждая). Книга также рассчитана на широкий круг коллекционеров предметов искусства, владеющих основами финансовой науки и использующих рациональные аргументы в процессе принятия решений о приобретении или продаже картин.

В руководстве впервые публикуются уникальные данные по исследованию арт-рынка, собранные компанией Kunst Asset Management GmbH. Среди прочего они включают рейтинг 500 самых дорогих работ мира, оценку рыночной капитализации рынка предметов искусства инвестиционного качества и рыночной стоимости наследия отдельных художников. Книга также содержит детальный анализ инфраструктуры арт-рынка инвестиционного качества, основных его институтов, применяемых на нем понятий и ценовых индексов, а также механизмов и стратегий инвестирования на этом рынке.

Таблицы, графики и прочую статистику, использованные в настоящем издании (включая периодическое обновление всех опубликованных ниже данных), можно найти на сайте www.kunstam.com. Для получения прав на частичное или полное воспроизведение любых статистических и аналитических материалов руководства обращайтесь по адресу data@kunstam.com.

Предисловие

Рынок предметов искусства является одним из старейших инвестиционных рынков в мире — состоятельные люди и специально созданные фонды (в том числе королевские / имперские музеи) начали приобретать картины, скульптуры, гобелены и прочие произведения искусства задолго до появления акций железнодорожных компаний и даже намного раньше возникновения хрестоматийного спекулятивного рынка тюльпанных луковиц. В своей исключительно занимательной монографии «Ремесло рисования в XVII веке» почетный профессор истории искусств Сорбоннского университета Антуан Шнаппер¹ подробно документировал организацию рынка предметов искусства во Франции 400 лет назад, контекст принятия инвестиционных решений в сравнении с динамикой цен на недвижимость и с уровнем реальных доходов разных групп покупателей предметов искусства, а также описал распределение доходов между художниками, дилерами, кураторами коллекций и инвесторами на этом рынке.

Любопытно, что если за последние четыреста лет в инфраструктуре инвестиционных рынков произошли колоссальные изменения (включая рынок недвижимости), то рынок предметов искусства остался удивительным образом в стороне от влияния общественной эволюции.

¹ Le métier de peintre au Grand Siècle, Antoine Schnapper, Editions Gallimard, 2004.

Только теперь основными патронами искусств являются не монархи, а отчисления из государственных бюджетов разных уровней и спонсорские взносы, а также прямые покупки предметов искусства финансовыми институтами и состоятельными семьями. В результате, если сотни лет назад процесс инвестирования в предметы искусства, недвижимость или венчурный проект географической экспедиции был примерно одинаковым и основывался на мнениях экспертов, связях и субъективных представлениях инвестора о возможных механизмах и сроках получения дохода и ожидаемой рентабельности инвестиций, то в современной системе организации инвестиционных рынков, пожалуй, только рынок предметов искусства остался по большей части свободным от научных и рациональных правил инвестирования, ставших нормой для рынков акционерного и заемного капиталов, товарных, валютных рынков, рынка недвижимости и рынков производных инструментов.

С одной стороны, такая ситуация «недоразвитости» рынка предметов искусства с инвестиционной точки зрения обоснованна. В 2004 г. совокупный объем торговли на этом рынке, измеряемый по двум наиболее крупным международным аукционам («биржам»), составил менее 5 млрд долл. США². Для сравнения, 5 млрд долл. — это средний дневной объем торговли акциями всего лишь трех компаний Google, Microsoft и Intel на американской бирже NASDAQ. Составленный и поддерживаемый компанией Kunst Asset Management GmbH рейтинг 500 самых дорогих произведений искусства (по данным публичных

² Расчет произведен на основе годовых отчетов Christies International PLC и Sothebys Holding Inc за 2004 г.

аукционов начиная с 1974 г.) позволяет оценить общую капитализацию мирового публичного рынка предметов искусства в 6,3 млрд долл. США. Эти данные приведены по состоянию на 1 сентября 2005 г. (Подробнее о методике расчетов капитализации рынка предметов искусства читайте во второй главе настоящего издания.) Для сравнения: только публичная эмиссия акций компании PartyGaming PLC на Лондонской фондовой бирже 30 июня 2005 г. установила оценку одной этой компании в 4,64 млрд фунтов стерлингов, или 8,17 млрд долл. США. Ирония заключается в том, что публичный рынок предметов искусства инвестиционного качества по своей стоимости равен цене одной интернет-компании, специализирующейся на онлайн-покере. Еще более интересную пищу для размышлений дает сравнение рыночных капитализаций компаний E-Bay Inc и Sothebys Holding Inc. Рыночная капитализация Sothebys Holding Inc, торгующей на Нью-Йоркской фондовой бирже и контролирующей около 50% аукционного рынка предметов искусства инвестиционного качества, по состоянию на 1 сентября 2005 г. составила чуть более 1 млрд долл. США, или около 15% от общей стоимости 500 самых дорогих предметов искусства. На тот же день капитализация компании E-Bay Inc, крупнейшего в мире онлайн-аукциона, составила более 44 млрд долл. США. Одной из категорий аукциона E-Bay Inc является торговля предметами искусства и антиквариатом. Однако за всю историю существования этой компании на ее аукционах не было продано ни одной картины, соответствующей по уровню оценки списку 500 самых дорогих работ в мире. Иными словами, рынок произведений искусства инвестиционного качества — это маленький мир для ограниченного количества участников с неболь-

шими в сравнении с остальными инвестиционными и коллекционными рынками, объемами и уровнем капитализации участвующих в этом рынке компаний.

С другой стороны, при сравнительно небольшом размере публичного рынка предметов искусства общая стоимость арт-активов, накопленных обществом, колоссальна. По оценкам Kunst Asset Management GmbH, доля предметов искусства инвестиционного качества, находящихся в свободном обращении, не превышает 2%, и, таким образом, истинная стоимость арт-активов (только живопись) составляет более 250 млрд долл. США. Большая часть арт-активов находится в собственности и в управлении государственных музеев по всему миру. Доминирование государственной собственности в сфере коллекционирования, хранения и управления стоимостью арт-активов, пожалуй, стало важнейшей причиной многовекового отсутствия инноваций в области развития инфраструктуры рынка предметов искусства и способствовало сохранению «кастового» характера устройства этого рынка. Развиваясь под тенью государственной собственности и подаваясь под «соусом» сохранения культурного наследия наций, арт-рынок оказался в ущербном состоянии в сравнении с прочими инвестиционными рынками. Операции с предметами искусства проводятся со значительно более высокими транзакционными издержками (комиссионные составляют 10–15% для сделок с предметами искусства против 1–2% для сделок с ценными бумагами), осуществляются в условиях архаичной информационной инфраструктуры (информация о ценах по большинству сделок с предметами искусства является закрытой, участники рынка не имеют равного доступа к ней, отсутствуют даже такие базовые

элементы информационной инфраструктуры, как публично открытые реестры всех известных работ, включая самых знаменитых мастеров). Деятельность участников рынка предметов искусства, прежде всего государственных музеев, не аудирруется и не оценивается рациональным образом, несмотря на то, что она фактически представляет собой управление публичными финансами.

Цель настоящего издания, подготовленного с использованием данных и аналитических исследований компании Kunst Asset Management GmbH, состоит в описании рационального подхода к инвестированию в предметы искусства. Помимо подробного описания институтов рынка предметов искусства, анализа инвестиционной части этого рынка и особенностей инвестирования в предметы искусства в сравнении с прочими альтернативными формами инвестиций, эта книга содержит уникальный рейтинг 500 самых дорогих предметов изобразительного искусства, а также подробное описание модели оценки художественных активов (МОХА)³, разработанной Kunst Asset Management GmbH, и примеры ее применения для оценки художественных коллекций и при планировании инвестиционных стратегий на рынке предметов искусства инвестиционного качества.

³ Art Asset Pricing Model, или ААРМ, является интеллектуальной собственностью и защищенным торговым именем компании Kunst Asset Management GmbH.

Инфраструктура **рынка** **предметов** искусства ИНВЕСТИЦИОННОГО **качества**

Любой инвестиционный рынок — это сложная система, простой функцией которой является балансирование интересов покупателей и продавцов. Эта система традиционно описывается как сочетание законодательной (включая налоговую) среды, торговой и расчетной инфраструктуры, а также информационного поля. Как микрокосм демократического мира, инвестиционные рынки сочетают государственное регулирование в части определения общих правил, налогового режима и уровня раскрытия информации, самоуправление в части организации торговли, расчетов и обмена информацией и частную инициативу в области собственно ведения коммерческой деятельности на инвестиционных рынках.

Чем эффективнее устроен рынок, тем меньше затраты его участников на транзакционные расходы и доля коммерческой выгоды посредников, с одной стороны, и тем большую выгоду рынок приносит инвесторам и эмитентам обращающихся на рынке объектов инвестиций — с другой. Эффективный инвестиционный рынок позволяет его участникам сосредоточить больше внимания на новых идеях более точного прогноза динамики стоимости объектов инвестирования (и соответственно оценки доходности инвестирования в эти объекты) и на новых подходах устранения или минимизации тех рисков инвестиционного процесса, которые могут быть устранены. Так, появление и стремительная адаптация новых



Глава 1

информационных технологий к торговле ценными бумагами в 90-х гг. прошлого века привели к радикальному снижению транзакционных издержек на рынках ценных бумаг и существенно расширили круг участников этого рынка. И хотя процесс перераспределения создаваемой стоимости на инвестиционном рынке ценных бумаг болезненно для многих его игроков переместился от «предоставления доступа» к «предоставлению совета и комплексных услуг», сумма компонентов этой стоимости оказалась больше в конце, чем в начале процесса. В выигрыше остались и продавцы (компании), и покупатели (инвесторы), и даже посредники, получившие выгоды за счет консолидации рынка посреднических услуг и радикального роста общего размера этого инвестиционного рынка (рынка ценных бумаг). За 10–15 лет глубинной перестройки технологической торговой и информационной инфраструктуры рынка ценных бумаг проиграли лишь наиболее слабые посредники, безответственные инвесторы и наименее эффективные компании-эмитенты. Тем самым рынок вышел на новый уровень эффективности корпоративного управления, инвестиционного процесса и новый стандарт профессиональных услуг на рынке ценных бумаг.

Однако внедрение таких инноваций, как автоматизация торговли ценными бумагами и расчетов или глубина и своевременность раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, было бы невозможным без двух движущих сил инвестиционного рынка — растущих потребностей продавцов (компаний-эмитентов), желающих привлекать капитал в больших объемах и на лучших условиях, и покупателей в объектах инвестиций с контролируруемыми (управляемыми) рисками.

Описание инфраструктуры рынка предметов искусства инвестиционного качества следует начать именно с понимания основных мотивов продавцов и покупателей на этом рынке. Основные причины покупки и продажи предметов искусства и основанные на них инвестиционные стратегии подробно проанализированы в четвертой главе книги. Здесь следует отметить лишь то, что фактическая политика государств и принадлежащих / спонсируемых ими музеев и галерей заключается в скупке мировых шедевров. На этом фоне государство, обычно являющееся естественным регулятором инвестиционных рынков и основным участником процесса совершенствования их инфраструктуры, не выражает интереса к формированию прозрачного рынка предметов искусства, поскольку оно не только не собирается продавать на нем принадлежащие его институтам предметы искусства, но и заинтересовано в их скупке по минимально возможным ценам.

Если отсутствие поддержки процесса развития инфраструктуры рынка предметов искусства государством является необычным фактором в эволюции инвестиционных рынков, то противодействие этой эволюции со стороны работающих на этом рынке посредников является традиционной проблемой. Отсутствие публично доступных источников информации о реестрах предметов искусства, низкое качество ценовой информации, дополнительные затраты на аутентификацию шедевров и скрытность покупателей и продавцов — все эти факторы выгодны профессиональным посредникам. Это создает преувеличенную важность их участия в процессе инвестирования в предметы искусства и оправдывает баснословный уровень их вознаграждения в сравнении с размером комиссионных

и прочих транзакционных издержек на других инвестиционных рынках.

В связи с вышесказанным в процессе совершенствования инфраструктуры рынка предметов искусства заинтересованы немногие. Пожалуй, только покупатели предметов искусства (да и то лишь те из них, кто не имеет проблем с происхождением капитала и/или не боится последствий публикации информации, свидетельствующей об их значительных инвестициях в предметы искусства) и современные художники, озабоченные повышением инвестиционной привлекательности своих работ, могут искренне поддерживать усилия по развитию инфраструктуры рынка предметов искусства инвестиционного качества.

При таком соотношении сторонников и противников эволюции рынка предметов искусства очевидно, что едва ли существенные перемены в инфраструктуре рынка могут произойти без изменения баланса интересов покупателей и продавцов мировых шедевров или смещения инвестиционного интереса в новые сегменты арт-рынка. Одними из возможных причин такого изменения могут стать появление на рынке предметов искусства профессиональных институциональных инвесторов и изменение философии государственного управления арт-активами. Эти вероятные исторические изменения баланса интересов на рынке предметов искусства подробно описаны в шестой главе книги.

1.1. Бизнес-модели арт-рынка

На рынке предметов искусства, как и на любом инвестиционном рынке, можно выделить два общих типа участников в зависимости от того, какую бизнес-модель они ис-

пользуют. Большинство из них составляют частные, государственные и профессиональные инвесторы, осуществляющие всевозможные инвестиционные, в том числе коллекционные стратегии на рынке предметов искусства. Подробно эти стратегии описаны в четвертой главе книги.

Другой категорией участников рынка являются компании и частные лица, так или иначе обслуживающие процесс инвестирования в предметы искусства и, по сути, представляющие инфраструктуру арт-рынка. Принятые на рынке бизнес-модели представлены в табл. 1.1 и подробно проанализированы далее в этой главе.

Таблица 1.1

Основные бизнес-модели арт-рынка

Сегмент	Годовая выручка, млрд долл.*	Компании
Аукционная торговля	2,5	Sotheby's, Christie's, E-Bay, Dorotheum, Bukowskis, etc
Финансовые услуги	1**	AlG, Allianz, UBS, Deutsche Bank, AXA и др.
Информационный бизнес	0,05	Sotheby's, Christie's, Artprice, Artnet
Дилерский бизнес (включая частные галереи и музеи)	Около 3	Десятки тысяч компаний, сильно фрагментированный рынок

* Совокупная выручка компаний, ведущих коммерческую деятельность в соответствующем сегменте.

** Приблизительная оценка выручки, получаемой этими институтами непосредственно от оказания финансовых услуг на рынке предметов искусства.

Источник: экспертные оценки Kunst Asset Management GmbH

Как будет показано в четвертой главе, количество публично торгуемых компаний в арт-отрасли, специализированных на обслуживании арт-рынка, невелико. Информация о доходах и расходах игроков, представляющих собой инфраструктуру рынка предметов искусства, является в большинстве случаев закрытой и мало сравнимой между

собой. Многие публичные компании, обслуживающие процесс инвестиций на арт-рынке — от аукционной деятельности E-Bay до финансовых услуг Deutsche Bank, UBS, AXA и Allianz, — при раскрытии своей сегментной финансовой информации не выделяют экономические показатели деятельности в арт-рынке. Главным образом, это происходит по причине сравнительно небольшого финансового результата от данной деятельности в общей картине доходов этих компаний.

В этой главе приведены разнообразные фактические данные и статистика деятельности обслуживающих арт-рынок компаний, позволяющие составить общее представление о размере и тенденциях в экономике рынка предметов искусства. Этот анализ не является детальным или исчерпывающим, но дает возможность составить системное представление о распределении стоимости в разных звеньях «пищевой цепи» мирового рынка предметов искусства (см. табл. 1.1).

1.2. Торговая инфраструктура (аукционный бизнес)

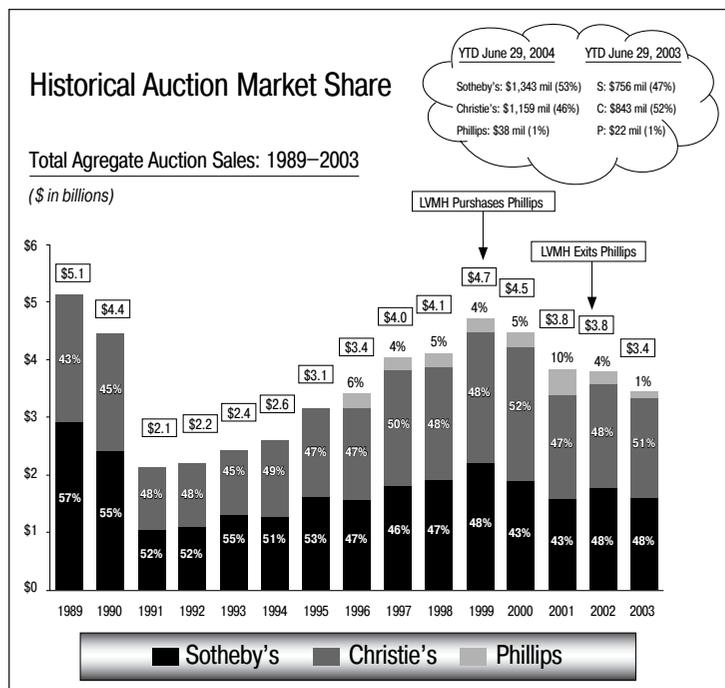
В целом мировой арт-рынок не имеет единого места базирования. Подавляющее большинство сделок с предметами искусства совершается напрямую между владельцами картин и скульптур или при посредничестве профессиональных дилеров и галеристов. Значительная часть деятельности по торговле арт-активами тем не менее может быть локализована по крупным арт-выставкам, проходящим в разных городах мира в течение всего года. Такие гигантские арт-выставки, как Art Basel (Швейцария) и Maastricht Art (Голландия), со-

бирают тысячи профессиональных посредников и десятки тысяч инвесторов и коллекционеров каждая. Однако в отличие от региональных финансовых рынков такие арт-рынки функционируют самое большое от одной до трех недель. На этих арт-рынках нет единой расчетной инфраструктуры и стройной системы организованного допуска предметов искусства и участников рынка «к обращению» кроме платы за аренду павильонов и маркетинг коллекций, а также услуги организаций, принимающих участие в таких арт-шоу. Иными словами, эти выставки не выполняют функцию организованных и постоянных рынков, способных устранить риск контрагента и обеспечить ликвидность и постоянное формирование рыночной цены торгуемых на них арт-активов. И хотя организация выставок на сегодня является признанной и успешной формой коммерческой деятельности на рынке предметов искусства, эта модель не рассматривается отдельно в данной главе. Дело в том, что крупные международные арт-шоу, устраиваемые на основе частно-государственного партнерства, часто имеют «некоммерческий» формат, а также отсутствует достоверная информация об экономике крупных международных арт-шоу. Заметим, что, поскольку крупные арт-шоу, по сути, подменяют собой организованные рынки в системе торговли предметами искусства, продуманное ведение выставочной деятельности на арт-рынке, поддерживаемое субсидированием затрат из муниципальных бюджетов, еще долго может оставаться высоко привлекательным видом коммерческой деятельности.

Функцию организованных рынков пытаются выполнять крупные аукционные дома. В отличие от выставок аукционы имеют постоянное местонахождение, проводят торги на протяжении всего года и выполняют среди прочих функции

расчетного центра, устраняя риск контрагента и, для наиболее крупных аукционов, риск подделки предмета искусства. В мире существует около тридцати признанных и сравнительно давно функционирующих аукционных домов — однако только 6 из них за последние 20 лет продали по меньшей мере один предмет искусства, попадающий по своей стоимости в список Kunst Asset Management GmbH (KunstAM) 500 самых дорогих работ.

График на рис. 1.1 показывает эволюцию долей рынка аукционной торговли предметами искусства на протяжении



Источник: www.sothebys.com

Рис. 1.1. Эволюция долей рынка аукционной торговли предметами искусства

14 лет, с указанием ее годового объема. Исследование заканчивается 2003 г. — в 2004 и 2005 гг. на рынке аукционной торговли арт-активами наблюдался существенный рост, в 2004 г. объем этой торговли превысил 5 млрд долл. США и ожидается на том же уровне в 2005 г. Также по сравнению с 2003 г. рынок аукционной торговли мировыми шедеврами консолидировался до уровня хрестоматийной олигополии: аукцион Phillips покинул рынок и теперь торговлю мировыми шедеврами осуществляют два международных аукционных дома Sotheby's и Christie's.

Аукциону Sotheby's удалось за счет повышения общего интереса к предметам искусства и консолидации рынка в 2004 г. на 59% (до 2,7 млрд долл. США) увеличить объем аукционной торговли. Здесь и далее все данные по совокупным объемам аукционных продаж приводятся с учетом комиссионных, выплачиваемых клиентами аукционов за проведенные через Sotheby's или Christie's сделки. (Подробно распределение объемов торговли мировыми шедеврами по аукционным домам и городам представлено в третьей главе книги.)

Оба аукционных дома созданы в XVIII в. Первый аукцион Sotheby's прошел 11 марта 1744 г. и был проведен основателем компании Сэмюэлем Бэйкером в Лондоне. Изначально компания специализировалась на аукционной торговле редкими книгами. Свое название она получила по имени племянника основателя компании, Джона Сотби, который стал одним из двух наследников аукциона после смерти Сэмюэля Бэйкера в 1778 г. Семья Сотби управляла аукционом на протяжении 80 лет после смерти Бэйкера, но только к 1917 г. торговля живописью и скульптурой стала преобладать в общем аукционном объеме торговли

компании. В это же время аукцион Sotheby's переехал на модную лондонскую Нью-Бонд-стрит¹. Компания стала публичной в 1977 г. — спрос на ее открытую эмиссию акций (IPO) на Нью-Йоркской фондовой бирже в 26 раз превысил предложение, по своему ажиотажу и силе рынка в первые годы после IPO напоминая недавний дебют Google на NASDAQ².

Через 22 года после первого аукциона Sotheby's, 5 декабря 1766 г., Джеймс Кристи организовал первый аукцион Christie's в 10 минутах ходьбы от своего будущего главного конкурента, в здании на Пэлл-Мэлл-стрит. Предметом аукциона также были не картины, а гораздо более прозаичные утюги и постельное белье. До конца XX в. Christie's также была публично торгуемой компанией, однако в 1998 г. ее контрольный пакет приобрел французский миллиардер Франсуа Пино³, потратив на покупку чуть более одного миллиарда долларов США. Новый владелец сознательно вернул компанию к частной форме собственности, прекратив публичную торговлю ее ценными бумагами (и одновременно публичное раскрытие информации о результатах ее деятельности).

Интересно, что в судьбах обеих компаний историческую роль сыграли ее клиенты из России. Так, Christie's стала

¹ Основные лондонские аукционы Sotheby's до сих пор проводятся в здании компании на этой улице.

² Компания Sotheby's включена в фондовый арт-индекс KunstAM. Некоторая информация о ее текущих финансовых показателях приведена в описании индекса в четвертой главе. Подробная информация, аналитика и ежедневно обновляемые котировки компании размещены на сайте www.kunstam.com.

³ Согласно журналу «Форбс» состояние Франсуа Пино оценивается в 6,3 млрд долл. США, среди прочих им контролируются такие компании, как Pinault-Printemps-Redoute, Yves Saint Laurent, Gucci и Samsonite.

крупнейшей мировой аукционной компанией после проведения масштабных аукционов коллекции сэра Роберта Уолпоула в XVIII–XIX вв. Главным покупателем на этих аукционах была российская императрица Екатерина Великая, положившая свои приобретения в основу музейной коллекции Санкт-Петербургского «Эрмитажа». А в 2004 г. российский предприниматель Виктор Вексельберг сыграл весомую роль в финансовом выздоровлении компании Sotheby's, «сняв» с аукциона и совершив частную сделку с семьей Форбс о покупке коллекции произведений Фаберже через Sotheby's. Это позволило компании существенно поправить свое финансовое положение, ослабленное описанными ниже выплатами по судебным искам в Европе и США.

В основе бизнес-модели аукционных домов лежит комиссионный доход, получаемый одновременно от продавцов и покупателей предметов искусства. Согласно финансовой отчетности компании Sotheby's⁴ средний уровень комиссионных, взимаемых этим аукционным домом, составил 16,4% в 2004 г., снизившись с 18,8% в 2003 г. По всем внешним признакам (к примеру, публикуемым размерам премии покупателя) сопоставимый уровень комиссионных использует и аукцион Christie's. Для обоих аукционов комиссионные обеспечивают подавляющий (более 80%) объем выручки. При сделках с мировыми шедеврами их участникам, как правило, удается получать в аукционных домах значительные скидки. Так, если публикуемый уро-

⁴ Акции компании включены в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи. Это обязывает Sotheby's детально раскрывать информацию о результатах своей деятельности через централизованную систему раскрытия данных США (EDGAR). EDGAR является источником всей информации о Sotheby's, если в тексте не указано иное.

вень комиссионных для покупателей составляет около 12%, а в среднем на протяжении последних 20 лет был чуть более 10%, то статистический анализ комиссионных затрат, фактически уплаченных покупателями 500 наиболее дорогих работ из списка KunstAM Top 500, показывает, что доля премии покупателя в цене, уплаченной им при покупке мирового шедевра на аукционе, в среднем составляет 9,4% (рис. 1.2). В то же время размер этой комиссии ощутимо вырос в последние годы.

Эти комиссионные перерастают в гигантские доходы аукционных домов — на продаже 500 самых дорогих работ мира международные аукционы заработали 595 866 099 долл. США. Иными словами, в среднем при покупке одной работы из списка KunstAM Top 500 инвесторы уплачивали почти 1,2 млн долл. США только одних комиссионных! Sotheby's является мировым лидером в сборе комиссии за продажу мировых шедевров (52,9% от общей суммы комиссионных, уплаченных покупателями 500 самых дорогих картин мира), Christie's занимает уверенное второе место (43,5%).

Такой размер комиссионных является беспрецедентным в сравнении с любым другим инвестиционным рынком, где общий объем комиссии редко превышает 5% и за последние несколько лет на наиболее конкурентном рынке заемных капиталов и фондовом рынке упал до 1% и ниже. Поэтому не удивительно, что монополичный характер мировых аукционных домов и высокий уровень взимаемой ими комиссии постоянно оказывается в поле зрения национальных регулирующих государственных органов разных стран.



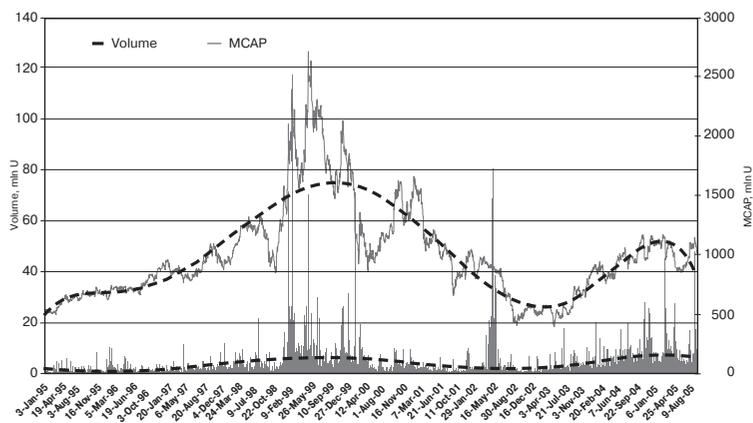
Источник: www.kunstam.com

Рис. 1.2. График роста доли взимаемой аукционными домами комиссии в стоимости самых дорогих шедевров

В начале XXI в. над уютным миром аукционной олигополии грянул гром. В 2000 г. разразился скандал вокруг ценового сговора между двумя якобы конкурирующими аукционами. Целью сговора между владельцами аукционных домов было удержание высокого уровня комиссионного вознаграждения. В коллективном иске клиентов Sotheby's и Christie's аукционные дома были обвинены в поддержании ценового сговора на протяжении большей части 1990-х гг. В результате судебного преследования Sotheby's и Christie's были вынуждены признать свою вину и поровну выплатить 512 млн долл. компенсаций своим клиентам. В обеих компаниях сменился менеджмент, а по результатам дальнейших судебных преследований владелец контрольного пакета акций Sotheby's на тот

момент, миллиардер Альфред Таубман, в 76 лет был отправлен в тюрьму⁵.

Об экономической силе бизнес-модели Sotheby's и Christie's свидетельствует то, с какой скоростью обе компании оправались от шока, когда представлялось, что они не только оказались на грани банкротства, но и полностью потеряли доверие своих клиентов (рис. 1.3). 2005 г. обе компании закончат с рекордными финансовыми показателями за последние пять лет и имеют все шансы уже в конце 2006 г. вернуть себе потерянные в 2000 г. инвестиционные кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств. Как показывает график на рис. 1.2, размер взимаемых аукционными домами комиссий за продажу самых дорогих шедев-



Источник: www.kunstm.com

Рис. 1.3. Sotheby's — динамика рыночной капитализации (MCAP) за 10 лет (3 янв. 1995 г. — 26 сент. 2005 г.)

⁵ Любопытнейшие подробности этого скандала приведены в книге Кристофера Мэйсона *The Art of the Steal: Inside the Sotheby's — Christie's Auction House Scandal*, опубликованной в Нью-Йорке издательством G.P. Putnam's Sons в 2004 г.

ров в последние годы растет ощутимыми темпами, и сегодня только построенные на основании исторической статистики графики напоминают о печальном свойстве цикличности арт-рынка.

Олигополия аукционных домов восстановлена, и особенно на рынке мировых шедевров позиции Sotheby's и Christie's сегодня непоколебимы. О том, сохранится ли такое положение в будущем, читайте в шестой главе.

1.3. Финансовые услуги

Информация о размере и доходности операций по предоставлению финансовых услуг на рынке предметов искусства является разрозненной. Оценить размер этого рынка чрезвычайно сложно, в мире нет ни одной публично торгуемой компании, основным бизнесом которой было бы кредитование и/или страхование операций с арт-активами.

Тем не менее исследования KunstAM показывают, что страхование является доминирующим видом деятельности на рынке финансовых услуг. На доходы от страхования (включая риски хранения и транспортировки) приходится 95% всех доходов от предоставления финансового сервиса на арт-рынке (см. табл. 1.1, где указан общий размер этих доходов). При этом важнейшие риски, связанные с инвестированием в предметы искусства (риски аутентичности и экспроприации, подробно описанные в пятой главе), не страхуются.

Кредитование операций с предметами искусства или под залог таких предметов является незначительным по объемам бизнесом. К примеру, выручка Sotheby's от кредито-

вания клиентов под залог предметов искусства (включая процентные доходы) составила в 2004 г. всего 5,9 млн долл. США, а общий размер ее кредитного портфеля равен 82,5 млн долл. США. На протяжении последних 15 лет Sotheby's в среднем выдавала своим клиентам по 125 млн долл. кредитов в год, в основном краткосрочных (в преддверии предстоящих аукционов). Низкая ликвидность предметов искусства и высокая волатильность цен фактически ограничивают кредитование на арт-рынке краткосрочными займами. При этом залоговая стоимость предметов искусства в кредитных сделках никогда не превышает 50% от уплаченной владельцем предмета искусства цены, а чаще является существенно ниже даже такого уровня.

Если страхование предметов искусства осуществляет сравнительно большое число компаний, способных разработать требования к стратегиям снижения рисков при хранении и транспортировке предметов искусства, то кредитование под залог предметов искусства является специфичным бизнесом. Кредитные комитеты большинства банков в мире не в состоянии оценить и управлять частью рисков арт-отрасли, к которым с точки зрения коммерческого кредитования под залог арт-активов относятся:

- риск ошибки при оценке базовой стоимости арт-актива (рыночной стоимости, с которой рассчитывается залоговая цена, на практике при расчете залоговой стоимости используется ставка дисконта, равная 50% или более от рыночной цены);
- риск изменения макроэкономической ситуации, что может оказать негативное воздействие на покупа-

тельную способность арт-инвесторов и коллекционеров;

- риск подделки или порчи арт-актива;
- риск «портативности залога» — залог в виде предмета искусства гораздо легче украсть, чем, к примеру, залог в виде пакета акций публично торгуемой компании;
- риск предыдущих обязательств и обременений. Отсутствие прозрачной информационной инфраструктуры, особенно в части истории владения и сделок с предметами искусства, во многих случаях не позволяет добиться документального подтверждения отсутствия ранее принятых в отношении закладываемого арт-актива обязательств и обременений;
- риск претензий к законности вывоза (экспорта) предмета искусства и/или его перепродажи.

1.4. Информационный бизнес

Внешними признаками развитости инвестиционного рынка являются качество, размер и степень глобализации информационных компаний, обслуживающих этот рынок. Совокупный годовой объем продаж профессиональной финансовой информации, поставляемой такими международными гигантами, как Bloomberg, Reuters, Thomson Financial Services, составляет не менее 10 млрд долл. США и является наглядным свидетельством зрелости мировых рынков капиталов, валютных и товарных рынков, которые обслуживают эти компании.

На этом фоне ландшафт информационной инфраструктуры рынка предметов искусства — это миниатюрная копия мировых инвестиционных рынков и яркое свидетельство «нишевости» и «местечковости» арт-рынка, который за исключением глобального рынка мировых шедевров существует как коллекция локальных рынков предметов искусства. Совокупная годовая выручка компаний, специализирующихся на продаже информации для инвесторов в предметы искусства в разных странах, составляет около 50 млн долл. США (эта цифра не включает художественные альбомы и медийную продукцию об искусстве общего плана, в том числе тематические журналы). 60% этого рынка поделено между четырьмя компаниями — информационные подразделения аукционных домов Sotheby's и Christie's контролируют примерно 20% рынка каждая⁶, еще примерно по 10% рынка — у компаний Artnet и Artprice, поддерживающих гигантские базы данных аукционных и «внебиржевых» сделок с предметами искусства, заключаемых во всем мире. Интересно, что у аукционных домов Sotheby's и Christie's доходы от информационной деятельности в последние годы существенно превышают доходы от финансовых услуг, предоставляемых клиентам.

Информационный сектор инфраструктуры рынка предметов искусства не только измеряется небольшим совокупным объемом продаж работающих в нем компаний, но и имеет явный «пробел» с точки зрения информационного обеспечения участников рынка. Так, у компаний, обслуживающих

⁶ Основной информационной продукцией этих компаний являются аукционные каталоги и интернет-базы данных. К примеру, в 2004 г. выручка Sotheby's от продажи информационной продукции составила 9,7 млн долл. США.

информационный сегмент рынка предметов искусства, сегодня нельзя купить:

- доступ к базе данных владельцев значимых предметов искусства отдельного автора или периода. Вместо этого инвесторам доступна только информация о работах, находящихся в коллекциях наиболее крупных музеев, а также о продавце и общей истории отдельной покупаемой ими работы или серии работ, причем не всегда достоверная. На рынке капиталов доступ к информации о владельцах публично торгуемых ценных бумаг (структуре вторичного рынка) является стандартным продуктом;
- исчерпывающую информацию о реестре всех известных работ отдельного художника. Взамен инвесторам предоставляются каталоги (*catalogue raisonné*), которые, как правило, содержат неполные сведения, не включают информацию о стоимости сделок с работами данного художника в прошлом и часто противоречат изданиям, подготовленным конкурирующими экспертными группами (особенно в части датирования работ, истории их происхождения и даже аутентичности). В практике рынка капиталов данные о числе и условиях обращения всех публичных ценных бумаг являются бесплатной информацией, находящейся в открытом доступе;
- подробное описание правил атрибуции предметов искусства известных мастеров. Процесс аутентификации и атрибуции арт-активов является ноу-хау отдельных экспертов, он не прозрачен для участников рынка и создает значительный риск злоупотреблений и ошибок при аутентификации и оценке работ

экспертами. На рынке капиталов существуют спонсируемые государством или самими участниками рынка базы данных централизованного раскрытия информации обо всех публично торгуемых ценных бумагах, их эмитентах, среди прочего содержащие описательную и контактную информацию эмитентов ценных бумаг. На рынке же предметов искусства подтверждение аутентичности арт-актива является не автоматизированной стандартной информационной услугой, а сравнительно дорогой процедурой, которая не всегда дает однозначный или достоверный результат (подробнее об услугах аутентификации см. раздел 1.6).

Опыт других инвестиционных рынков показывает, что число участников рынка увеличивается только по мере усовершенствования его информационной инфраструктуры, предоставления равного доступа инвесторов к ценовой информации и обеспечения прозрачности структуры рынка как в отношении продукта, так и в отношении его покупателей. До сих пор во многом скрытый характер операций с предметами искусства является большим препятствием для притока значительных инвестиций в арт-активы и не позволяет оплачивать интеллектуальную собственность талантливых художников так, как это уже происходит в отношении столь же талантливых музыкантов или актеров.

1.5. Дилерская деятельность

Дилерская деятельность, представляющая собой скупку профессиональными посредниками предметов искусства с целью последующей скорейшей перепродажи, по сути,

и олицетворяет рынок торговли арт-активами, за исключением организованного аукционного рынка, масштабных арт-выставок и прямых покупок предметов искусства коллекционерами у художников.

Живучесть дилерской деятельности с точки зрения бизнес-модели и стиля ведения дел, сохранявшихся фактически в неизменном виде на протяжении многих веков, обусловлена наличием сильных конкурентных преимуществ в сравнении с другими формами доступа инвесторов к продаже и покупке арт-активов.

Таблица 1.2

Конкурентные преимущества дилера перед иными формами совершения сделок с предметами искусства

Форма доступа к рынку	Конкурентные преимущества дилерской модели
Аукцион	<ol style="list-style-type: none"> 1. С продавца не взимается комиссия 2. Не берется плата за страхование на время проведения аукциона и за публикацию работы в каталоге 3. Незамедлительное проведение сделки (не нужно ждать начала аукциона) 4. Сохранение конфиденциальности условий сделки, в том числе цены
Выставка	<ol style="list-style-type: none"> 1. Нет необходимости принимать решение о сделке в короткий промежуток времени, пока идет выставка 2. Достаточно времени для изучения работы до момента ее покупки 3. Отсутствуют затраты на транспортировку и страхование работ, продаваемых или приобретаемых на выставке
Покупка в студии художника	<ol style="list-style-type: none"> 1. Позволяет одновременно совершать сделки с работами многих художников 2. Дает возможность не только купить, но и продать работу 3. Репутация дилера предполагает отсеивание «некачественных» предметов искусства и, пусть субъективное, соблюдение баланса «художественного качества» и цены

Источник: www.kunstam.com

В мире насчитывается десятки тысяч дилеров и сотни дилерских компаний с серьезной репутацией на международном рынке. При этом любопытно, что рынок дилерских услуг фактически не «корпоратизирован» — некоторые крупные современные инвестиционные банки и известные в узком кругу дилеры начали свою деятельность примерно в одно и то же время несколько веков назад. Однако за прошедшие столетия инвестиционные банки прошли вместе с рынком капиталов схожий путь эволюции, трансформировавшись в современные профессионально организованные глобальные компании, отвечающие требованиям инвестиционных рынков. В то же время арт-дилеры сохранили свой закрытый, часто семейный статус — специалисты компании Kunst Asset Management GmbH идентифицировали всего две публично торгуемые компании, основным бизнесом которых является арт-дилерство. Эти компании — английская Partridge Fine Arts PLC и зарегистрированная в Люксембурге ARTEMIS Fine Arts S.A. — не попадают в поле зрения профессиональных фондовых аналитиков из-за небольшого размера их рыночной капитализации⁷, но представляют интерес в контексте этого издания как модели экономики дилерского бизнеса.

Partridge Fine Arts PLC, созданная в Лондоне на рубеже XIX и XX вв., владеет галереей, расположенной на трех этажах особняка в престижной части Лондона, через дорогу от стремительно восстанавливающей свое финансовое здоровье Sotheby's. На момент подготовки книги Partridge Fine Arts PLC находилась в тяжелом финансовом положе-

⁷ Подробная информация о листинге этих компаний и их основных финансовых показателях представлена в разделе 4.3.1 четвертой главы.

нии. Закончив практически «в ноль» 2003 г., компания понесла значительные операционные убытки в 2004 г. (1,6 млн фунтов стерлингов при объеме продаж 7,6 млн фунтов, который по сравнению с 2003 г. сократился на 25%). В первом полугодии 2005 г. операционная убыточность компании сохранилась (588 тыс. фунтов убытков за первое полугодие при росте объема продаж на треть по сравнению с аналогичным периодом 2004 г.). Однако она была вынуждена сделать переоценку рыночной стоимости предметов искусства в своих запасниках и дополнительно списать 10 млн фунтов на убытки в результате этой переоценки⁸. Иными словами, по требованию аудиторов компания была вынуждена отразить реальную стоимость предметов искусства, купленных, но не проданных клиентам. В результате этой переоценки стоимость ее «запасов» (предметов искусства в галерее и в запасниках) сократилась почти на 40% — до 16 млн фунтов. Неудивительно, что акции компании в 2005 г. практически не торговались и превратились в такой же низко ликвидный и быстро уценивающийся актив, как и многие предметы искусства в ее галерее.

Финансовая картина жизни дилерской компании Partridge Fine Arts PLC представляет интерес по многим соображениям. Во-первых, пример этой компании наглядно демонстрирует волатильность рынка предметов искусства и непрогнозируемость его оборотов — за год объем продаж компании упал на 25%, в следующее полугодие — вырос на 33%. Во-вторых, он демонстрирует риски дилерского бизнеса: выкупив предметы искусства у клиента, дилер

⁸ Все финансовые данные Partridge Fine Arts PLC взяты из официальных отчетов компании за 2004 год и первое полугодие 2005 г.

рискует оказаться не в состоянии их быстро продать и, при неудачном выборе объектов приобретения, не только заморозить существенные средства оборотного капитала, но и понести значительные убытки от операций с такими арт-активами. Одной из ошибок Partridge Fine Arts PLC, очевидно, было нарушение финансовой дисциплины. На конец 2004 г. компания накопила «запасов» предметов искусства на сумму, в 3,5 раза превышающую ее годовую выручку, — классический пример риска «избыточного склада», присутствующего в деятельности, например, издательских компаний. При отсутствии должного управления таким риском, «отбирающим» у компании большие финансовые ресурсы, арт-дилер оказывается незащищенным перед негативным изменением конъюнктуры и его финансовое положение может стремительно ухудшиться. Приблизительно по такому сценарию примерно 150 лет назад обанкротился единственный дилер Сезанна «папаша» Танги⁹. По такому же сценарию развивается и финансовое положение Partridge Fine Arts PLC. В промежуточном отчете за 2005 г. от 29 июля 2005 г. председатель совета директоров Partridge Fine Arts PLC Джон Партридж объяснил акционерам компании стремительно ухудшающееся финансовое положение компании так: «Мы продолжаем работать в трудных и совершенно непредсказуемых условиях ведения торговли предметами искусства. Из-за сохраняющегося высокого обменного курса фунта стерлинга к доллару США многие наши американские клиенты не желают приобретать у нас предметы искусства при текущем обменном курсе фунта стерлинга». Сама причина

⁹ В результате этого банкротства состоялась первая персональная выставка Сезанна. О том, какой она оставила след в списке KunstAM Top 500, читайте в пятой главе.

тяжелого финансового положения компании показалась бы несерьезной в контексте любого профессионально организованного бизнеса, знакомого на практике с управлением валютными рисками.

Годовой отчет Partridge Fine Arts PLC также содержит еще несколько небезынтересных данных в отношении бизнес-модели арт-дилера. Так, годовой выручки дилера не хватает на покупку даже трех картин из списка KunstAM Top 500. Иными словами, ни одна из значительных работ, попадающих по цене в список KunstAM Top 500, за последние несколько лет не стала предметом сделки в Partridge Fine Arts PLC. Из анализа географических сегментов продаж предметов искусства видно, что хотя в 2004 г. объем продаж арт-активов американским покупателям действительно значительно сократился (почти вдвое, с 5,9 до 2,8 млн фунтов), в то же время резко выросли продажи в европейские страны, кроме Великобритании (на 70%, с 1 до 1,7 млн фунтов). Своевременная глобализация торговли предметами искусства позволила бы таким дилерам, как Partridge Fine Arts PLC, легче переживать результат циклического спада спроса на арт-активы в США, переключаясь на другие территории.

ARTEMIS Fine Arts S.A. — единственный арт-дилер, кроме Partridge Fine Arts PLC, акции которого торгуются на фондовой бирже, — удивительным образом во многом повторяет историю Partridge Fine Arts PLC. (В четвертой главе содержится подробная информация о финансовых результатах этой компании.)

В отличие от Partridge Fine Arts PLC компания ARTEMIS Fine Arts S.A. является одним из немногих арт-дилеров с разветвленной и реально функционирующей географиче-

ской сетью — после покупки в 1990-х гг. немецкого дилера С. G. Voerner, компании со 175-летней историей, ARTEMIS Fine Arts S.A. ведет деятельность в четырех городах мира (Нью-Йорке, Париже, Лондоне и Дюссельдорфе). Однако международной сети компании оказалось недостаточно для того, чтобы защитить ее от тех же проблем управления рисками ликвидности и избыточного оборотного капитала, что и в случае Partridge Fine Arts PLC. Объем «склада» (предметов искусства в галереях и запасах) почти втрое превышает годовую выручку ARTEMIS Fine Arts S.A. и делает компанию чрезвычайно уязвимой к изменениям рыночной конъюнктуры.

Своим финансовым проблемам менеджмент ARTEMIS Fine Arts S.A. также нашел элегантное объяснение. К примеру, указывая в годовом отчете акционерам за 2003 г. причины снижения выручки компании на 19% по сравнению с предыдущим годом, менеджмент ссылается на меняющиеся вкусы публики. Как и в случае с Partridge Fine Arts PLC, «избыточный склад» стал причиной существенного ухудшения финансовых показателей компании (в данном случае — в 2003 г.). Так, на шестой странице годового отчета менеджмент утверждает, что «в ситуации ослабления макроэкономической конъюнктуры в Германии ранее пользовавшиеся устойчивым спросом работы старых мастеров, таких как Рембрандт, Ван Гойен и Саломон ван Рейсдал, больше не продаются». Возможно, в этом есть определенная доля истины, однако, учитывая структуру продаж ARTEMIS Fine Arts S.A. (примерно 50% оборота приходится на продажи предметов искусства крупным международным музеям, таким как Metropolitan, The Getty, The Institute of Art in Chicago, Boston, Washington и the National

Gallery in London¹⁰), компания могла бы более ответственно управлять закупками, прогнозируя интересы музейных покупателей и не позволяя соотношению запасов и выручки компании превышать критические пределы.

Видимо, финансовые проблемы всех арт-дилеров — это справедливая цена, которую платят подобные компании за консерватизм в отношении своей бизнес-модели. Сама же по себе бизнес-модель безусловно состоятельна — анализ финансовой отчетности компаний ARTEMIS Fine Arts S.A. и Partridge Fine Arts PLC показывает, что валовая прибыль в арт-дилерском бизнесе варьирует в пределах 18–25% и, таким образом, сопоставима с прибылью крупных международных аукционов.

1.6. Профессиональные услуги

Если арт-дилерский бизнес является фрагментированным и не имеет международных глобальных лидеров наподобие инвестиционных банков на мировых рынках капиталов, то бизнес профессиональных услуг (аутентификации, реставрации, оценки и т. п.) сохраняется на уровне ремесленной организации труда. Практически все крупнейшие дилеры и аукционные дома имеют в своем штате соответствующих специалистов и продают самостоятельно или в альянсе с экспертами упомянутые профессиональные услуги. Об институте экспертов как главных оценщиков и «аутентификаторов» предметов искусства подробно рассказано в последующих главах.

¹⁰ Источник информации о структуре продаж — интервью председателя совета директоров ARTEMIS Fine Arts S.A. Вальтера Ланссенса, доступное в Интернете по адресу <http://www.twst.com/notes/articles/lss009.html>.

Рыночная капитализация художников и **арт-рынка** — система измерения и анализа рынка **предметов искусства** инвестиционного качества

Профессиональный инвестор, приступая к рациональному анализу любого инвестиционного рынка, в первую очередь пытается получить доступ к объективной информации об исторических и текущих ценах на объекты инвестиций, комментариям причин ценовых трендов и разнообразной статистике, позволяющей судить о соотношении спроса и предложения на выбранном рынке.

По аналогии с фондовым рынком при анализе рынка предметов искусства возникают естественные вопросы. Какое количество работ написано интересующими вас художниками? В чьей собственности находятся эти произведения, в том числе сколько картин «в свободном обращении», т.е. в собственности коллекционеров, а сколько — в музеях? Какова совокупная рыночная капитализация этих работ, их ликвидность, а также историческая динамика цен и каков общий вес «капитализации» художника в общем инвестиционном рынке предметов искусства?

До появления рейтингов Kunst Asset Management GmbH ответы на эти вопросы не были публично доступными и представляли собой привилегированную информацию инсайдеров арт-рынка. Публикуемый в этом издании рейтинг 500 самых дорогих в мире произведений изобразительного искусства также не содержит исчерпывающих ответов, однако позволяет объективно описать и проана-



Глава 2

лизировать сегмент наиболее высоко ценимых работ на основании публично доступной ценовой информации. Этот сегмент, соответствующий 500 самым дорогим в мире работам, далее в книге будет также называться «сегментом произведений искусства инвестиционного качества» и «инвестиционным сегментом арт-рынка».

Таблица 2.1

Общие показатели инвестиционного сегмента арт-рынка по состоянию на 1 сентября 2005 г.

Капитализация рынка в номинальных ценах*	6 308 694 534 долл. США
Капитализация рынка в реальных ценах**	7 200 705 863 долл. США
Число художников «инвестиционного качества»	104
Художник с наибольшей «капитализацией»	Пикассо (1,1 млрд долл. США)
Художник с наибольшим числом работ	Моне (66)
Художник с наибольшей средней ценой работ	Рубенс (41,7 млн долл. США)
Номинальная пороговая цена в списке 500	5 775 000 долл. США
Реальная пороговая цена в списке 500	5 322 923 долл. США
Средний годовой оборот торговли***	297 млн долл. США
Средний годовой рост индекса 100**** работ	4,04%
Средний годовой рост индекса 300***** работ	4,55%

* Аукционные цены, переведенные в доллары США, с учетом премии покупателя и без учета приведенной стоимости.

** Аукционные цены, переведенные в доллары США, без учета премии покупателя, индексированные в рамках расчета приведенной стоимости (порядок расчета описан в разделе 2.2).

*** За 20 лет с 1985 по 2004 г.

**** 100 самых дорогих работ в номинальных аукционных ценах, без учета премии покупателя, переведенных в доллары США, за период с 1 января 2001 г. по 31 августа 2005 г.

***** 300 самых дорогих работ в номинальных аукционных ценах с учетом премии покупателя, переведенных в доллары США, за период с 1 января 2001 г. по 31 августа 2005 г.

На предыдущей странице приведены некоторые наиболее общие показатели инвестиционного сегмента арт-рынка по состоянию на 1 сентября 2005 г. Детальная статистика и ее анализ представлены также в третьей главе и приложениях к настоящему изданию, данные постоянно обновляются на сайте www.kunstam.com.

2.1. KunstAM Top 500 — аппроксимация публичного рынка предметов искусства инвестиционного качества

Список 500 самых дорогих работ составляется и поддерживается Kunst Asset Management GmbH на основании методологии, описанной ниже в этой главе, и представляет собой прозрачный проверяемый метод измерения инвестиционного сегмента рынка предметов искусства.

Как было показано в первой главе, в отличие от многих других инвестиционных рынков инфраструктура рынка предметов искусства архаична, информация об истинных объемах торговли, в том числе самыми дорогими работами, является закрытой. Этой информацией владеют сотни наиболее влиятельных посредников и инвесторов, пользующихся несовершенством информационной инфраструктуры рынка для извлечения дополнительных доходов от операций с предметами искусства, а также для минимизации расходов на владение крупными коллекциями, в том числе за счет занижения страховой стоимости (и страховых премий) и налоговых обязательств.

В бизнесе аукционных продаж на своих домашних рынках лидируют десятки известных аукционных домов, а также

сотни дилеров, покупающих и продающих выдающиеся предметы искусства от имени клиентов и от собственного имени. И тем не менее список 500 крупнейших работ по продажной стоимости, составляемый на основании публично доступной информации о ценах продаж (в число таких источников входят данные аукционных домов, подписные информационные базы данных и годовые отчеты крупных музеев и фондов), на 96,4% состоит из работ, проданных на аукционах Christie's или Sotheby's. Это означает, что в большей степени индекс KunstAM 500 представляет собой обработанную статистическую информацию, основанную на данных двух крупнейших мировых аукционных домов. Эта информация отражает ценовые тенденции, ликвидность и структуру рынка, формирующуюся на торгах Christie's или Sotheby's на протяжении длительного периода времени (статистические ряды KunstAM построены на основе данных аукционных торгов начиная с 1985 г.).

Существуют и альтернативные методы измерения публичного рынка предметов искусства. Наиболее известными из них являются подходы компаний Artprice и Artnet, основанные на поддержании масштабных баз данных о тысячах художников, миллионах картин и сотнях галерей и аукционных домов. Достоверность информации, репрезентативность статистических выборок и практическая полезность статистики для определения стоимости работ художников здесь стремительно снижаются по мере движения от первой сотни наиболее дорогих авторов (по совокупной стоимости написанных ими работ). Это происходит главным образом из-за одновременного снижения глубины искусствоведческих исследований и степени из-

вестности художников и их работ в профессиональной среде. Рациональный подход KunstAM в отличие от Artprice и Artnet основан на измерении ценовых тенденций рынка в разрезе отдельных работ, а не в распространении выводов о ценовых тенденциях на все работы художников и сфокусирован на наиболее дорогом сегменте арт-рынка. Вследствие этого его легче применять к оценке предметов искусства, чем широкие базы данных Artprice и Artnet. Недостатком подхода KunstAM является то, что применение технологий оценки и анализа предметов искусства ограничивается работами стоимостью начиная от 5–6 млн долл. США и ее деятельность ориентирована на наиболее крупных профессиональных инвесторов. Преимуществом компаний Artprice и Artnet является тот факт, что их базы данных позволяют получать индикативные оценки предметов искусства по всему ценовому спектру.

2.2. Методика работы с данными арт-рынка Kunst Asset Management GmbH

Список 500 самых дорогих в мире произведений искусства составляется и обновляется KunstAM на основании разработанной компанией и описываемой ниже в этом разделе методологии сбора и обработки ценовой информации о предметах искусства и расчета ряда производных индикаторов.

2.2.1. Источники ценовой информации

Аналитики KunstAM сфокусированы на сборе информации о публикуемых в открытых и достоверных, по мнению KunstAM, источниках цен на предметы искусства инвести-

ционного качества. При этом объектами базы данных являются не художники, а их отдельные работы. KunstAM считает бессмысленным формирование баз данных по отдельным художникам с целью расчета общего индикатора оценки художественного наследия автора, например средней стоимости работ за квадратный сантиметр полотна. Как показывает собственный рейтинг KunstAM и многие искусствоведческие исследования, рыночная стоимость предметов искусства может и чаще всего сильно варьирует в серии работ одного автора (см. цветную вкладку с сериями схожих работ). При этом нередко при определении цены фактор авторства имеет меньшее значение, чем совокупность других факторов оценки работ, включая риск подлинности, провенанс¹, контекстную стоимость (стоимость с точки зрения исторического контекста написания работы).

Собирая данные о ценах на наиболее дорогие предметы искусства, KunstAM ориентирована только на публичные источники информации. Такими источниками являются каталоги, интернет-сайты аукционных домов (Sotheby's, Christie's, группы International Auctioneers, включая Bukowskis, Swann, Dorotheum), подписные базы данных компаний Artprice и Artnet, годовые отчеты музеев, а также отчеты страховых компаний и банков, среди прочего осуществляющих операции по страхованию и кредитование сделок с предметами искусства.

Опыт работы специалистов Kunst Asset Management GmbH по сбору ценовой информации о рынке наиболее дорогих

¹ Определяемый как история владения предметом искусства — как и кем данный предмет искусства был приобретен у автора и/или его агента, в чьих коллекциях находился и в каких публичных мероприятиях (выставках, постоянных экспозициях, аукционных продажах) был задействован.

предметов искусства позволяет заключить, что единственным надежным постоянным источником сведений о сделках с работами инвестиционного качества являются аукционы Sotheby's и Christie's. Основными причинами для этого вывода являются следующие:

1. По состоянию на 1 сентября 2005 г. Sotheby's и Christie's оказались источником ценовой информации по 482 работам в рейтинге KunstAM, еще по 12 работам цены были взяты из информации о сделках на аукционе Phillips, de Pury & Luxembourg, а еще по шести — из трех небольших европейских аукционов. Таким образом, все аукционы мира (кроме Sotheby's и Christie's) за 20 с лишним лет наблюдений KunstAM продали всего лишь 18 предметов искусства, способных занять место в рейтинге KunstAM Top 500 по стоимости работ.
2. Анализ десятков годовых отчетов крупнейших музеев мира показал, что, помимо общего низкого уровня раскрытия финансовой информации музеями, в годовых отчетах этих музеев, как правило, отсутствует информация о ценах покупки крупных работ.
3. Страховые компании, частные и коммерческие банки, как правило, не раскрывают информации о страховой и залоговой стоимости предметов искусства, сделки с которыми они обслуживают.

2.2.2. Архивация и обработка информации

Обнаружив информацию о работе, стоимость которой позволяет включить ее в список KunstAM Top 500, — информация о стоимости может быть перепроверена и таким

образом является объективной (за исключением общего риска манипуляции аукционными ценами в ситуации олигополии двух аукционных домов, описанного в первой главе) — KunstAM вводит эти сведения в свою базу данных. Полями для ввода работы в базу данных являются информация об авторе, периоде его деятельности, которому соответствует работа, сведения о литературе, описывающей эту работу, изображение и год написания, информация о размерах, технике и провенансе, а также о цене, дате и валюте сделки, уплаченных комиссионных и покупателе, если такая информация доступна.

При архивации данных KunstAM использует оригинальные названия предметов искусства, избегая их перевода на какой-либо единый язык с целью упрощения процесса идентификации картин пользователями баз данных².

Такой принцип архивации данных позволяет аналитикам KunstAM единообразным способом обрабатывать ценовую информацию и рассчитывать целый ряд производных показателей, описанных ниже, по всем работам, информация о которых хранится в базах данных KunstAM.

После первоначального ввода данных специалисты KunstAM приступают к обработке ценовой информации. Этот процесс включает следующие этапы:

1. Стоимость картины разбивается на чистую цену для продавца, чистую цену для покупателя и общую с выделением размера комиссионных, уплаченных покупателем и продавцом. Как было показано в

² В литературе встречаются разные интерпретации названий одних и тех же шедевров вследствие отсутствия признанных стандартов перевода в отношении названий многих произведений искусства.

первой главе, фактический размер транзакционных издержек существенно превышает так называемую «премию покупателя», поскольку, пользуясь олигопольной рыночной силой, аукционные дома Sotheby's и Christie's имеют возможность взимать значительную комиссию с обеих сторон сделки — продавца и покупателя.

2. Введенная в базу данных новая картина с помощью автоматизированного алгоритма поиска соответствий проверяется на предмет уникальности. Это обусловлено тем, что в практике торговли предметами искусства часто встречается факт повторных продаж одних и тех же работ, но под другим названием (скажем, на ином языке) или датированных иным годом. Существуют также примеры, когда в обращении находится несколько копий произведения. В случае появления подозрений о возможном дублировании записей в базе данных или сомнений в уникальности проданной работы специалисты KunstAM проводят дополнительные исследования. При этом за подтверждением уникальности предмета искусства, планируемого для включения в базу данных KunstAM, они обращаются в центры аутентификации и к искусствоведам.
3. Полученные цены конвертируются в принятую за основу валюту расчетов базы данных KunstAM — доллар США. Конвертация производится по официальным обменным курсам валют на дату продажи произведения искусства. Полученные общие цены (цены покупателя, включая премию) уже можно сравнить с историческими данными. На их основе фактически

строится и обновляется рейтинг KunstAM Top 500 в номинальных ценах.

4. Для пересчета индекса 500 самых дорогих работ в реальные цены, т.е. цены, отражающие фактор временной стоимости денег³, цены всех находящихся в базе данных KunstAM картин, без учета премии покупателя, умножаются на индекс покупательной способности доллара США. Источником данных для расчетов является Бюро статистики о рынке труда США (Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, <http://www.bls.gov/cpi/home.htm>), в качестве дефлятора для расчета реальных цен предметов искусства в долларах США используется Consumer Price Index — All Urban Customers (CPI-U).

Описанный процесс архивации и обработки ценовой информации о предметах искусства позволяет создать качественные и сравнимые между собой статистические ряды по отдельным картинам, сделки с которыми осуществлялись на открытом (аукционном) рынке. Далее эти ряды можно переработать в аналитические производные показатели, которые уже могут включать группировку статистики как по отдельным художникам, так и по десяти другим описательным показателям картин, используемым в базах данных KunstAM.

Специалисты KunstAM разработали набор ключевых показателей инвестиционного сегмента рынка предметов

³ Если работа продана за 10 млн долл. в 1989 г., а другая — за те же 10 млн долл. в 1997 г., то понятно, что проданная в 1989 г. работа оценена рынком выше настолько, насколько изменилась покупательная способность доллара за период в 8 лет, — индекс покупательной способности является одной из мер временной стоимости денег за период.

искусства на основе описанной выше методологии сбора ценовой информации. Подробно об этих ключевых показателях — в следующем разделе.

2.2.3. Производные ценовые показатели (ключевые индикаторы рынка)

Цель ключевых индикаторов инвестиционного сегмента рынка предметов искусства заключается в максимально объективном отображении текущих тенденций ценовой динамики и «глубины» (ликвидности) публичного рынка наиболее дорогих предметов искусства. Также эти ключевые индикаторы позволяют оценить состав рынка (структуру рыночной капитализации по отраслям по аналогии с анализом фондового рынка) и распределение стоимости, объемов торговли и темпов роста стоимости по видам предметов искусства.

Приведем основные элементы системы ключевых индикаторов инвестиционного сегмента рынка предметов искусства, разработанной Kunst Asset Management GmbH. При этом заметим, что все показатели выражены как в номинальных, так и в реальных ценах, выбор типа показателя остается за пользователем статистической информации.

1. Общие показатели рынка:

- а) капитализация рынка предметов искусства инвестиционного качества, рассчитываемая как совокупная стоимость всех работ, входящих в KunstAM Top 500;
- б) средняя стоимость по 500 крупнейшим работам, рассчитываемая как средняя величина из списка KunstAM Top 500;

- в) пороговая цена, соответствующая стоимости 500-й работы в рейтинге KunstAM Top 500;
- г) индекс ширины рынка — число художников в рейтинге;
- д) индекс глубины рынка — оборот за последние 12 месяцев в процентах от рыночной капитализации. Оборот рассчитывается как совокупная стоимость всех новых работ, включенных в рейтинг KunstAM Top 500 за последние 12 месяцев;
- е) индекс повторных продаж — этот показатель отражает оборачиваемость наиболее значительных работ на открытом рынке и рассчитывается как количество повторных продаж картин из списка KunstAM Top 500 за последние десять лет, в процентах от 500;
- ж) средняя годовая доходность — рассчитывается как изменение рыночной капитализации за соответствующий период, приведенное к процентам годовых.

Некоторые общие показатели рынка по состоянию на 1 сентября 2005 г. представлены в табл. 2.1.

2. Сегментация рынка (индикаторы второго уровня).

Для анализа рынка предметов искусства инвестиционного качества KunstAM осуществляет сегментацию списка 500 самых дорогих произведений искусства по описанным ниже в этом разделе категориям. На их основании KunstAM рассчитывает индикаторы арт-рынка второго уровня. Пример использования индикаторов второго уровня пред-

ставлен в разделе 2.3, содержащем анализ рейтинга KunstAM Top 500 по состоянию на 1 сентября 2005 г.:

- а) рыночная капитализация отдельных художников — рассчитывается как совокупная стоимость всех вошедших в список KunstAM Top 500 работ данного художника, здесь и далее все показатели параллельно рассчитываются и обновляются в номинальных и реальных ценах;
- б) «индекс урожайности» исторических периодов — рассчитывается как совокупная рыночная стоимость работ из списка KunstAM Top 500, созданных за определенный период:

Таблица 2.2

**Периоды для расчета «индекса урожайности»
(с указанием количества работ по состоянию на 1 сентября 2005 г.)**

Название периода	Промежуток времени	Количество работ	Длина периода в годах (включительно)
От эпохи Возрождения до классицизма	1487–1866	31	380
Зарождение и расцвет импрессионизма	1867–1887	61	21
Неоимпрессионизм, венское Возрождение, набизм, фовизм и модерн	1888–1903	100	16
Кубизм, экспрессионизм, супрематизм и дадаизм	1904–1921	137	18
Сюрреализм и абстракционизм	1922–1946	57	25
Action painting* и поп-арт	1947–1968	72	20
Постмодернизм	1973–2002	7	30

*Action painting в переводе с английского означает «живопись действия». — Прим. ред.

- в) «индекс популярности сюжетов» — рассчитывается как совокупная рыночная стоимость работ из списка KunstAM Top 500, написанных в рамках определенного стандартного сюжета. Разбивка осуществляется по следующим типовым сюжетам:

Таблица 2.3

Периоды для расчета «индекса популярности сюжетов»
(с указанием количества работ по состоянию на 1 сентября 2005 г.)

Сюжет	Количество работ
Пейзаж	135
Абстракция	72
Женский портрет	64
Обнаженная натура	42
Мужской портрет	25
Натюрморт	22
Скульптура	21
Прочие портреты	20
Автопортрет	10
Женский портрет с ребенком	9
Прочее	80

- г) «индекс популярности размеров» — рассчитывается как совокупная рыночная стоимость работ из списка KunstAM Top 500, написанных в рамках определенного стандартного размера;
- д) историческая статистика динамики общей капитализации, средней и пороговой цены по

центурионам, а также фактической доходности портфеля, состоящего из самых дорогих произведений искусства первой, второй, третьей и прочих сотен;

- е) историческая динамика показателей первого и второго уровней за весь период наблюдений (с 1985 г.);
- ж) индекс капитализации отдельных рынков — рассчитывается как совокупная рыночная стоимость работ из списка KunstAM Top 500, проданных на отдельных аукционах (рынки по аукционным компаниям) или в отдельных городах (географические рынки).

2.2.4. Обновление информации

Как было показано выше, доминирующими источниками ценовой информации по работам, попадающим в список самых дорогих произведений искусства KunstAM Top 500, являются аукционы Sotheby's и Christie's. Деятельность обеих компаний носит циклический, сезонный характер — аукционы по наиболее значительным предметам искусства проводятся во втором и четвертом кварталах каждого года. Именно в этот период времени происходят наиболее частые и прогнозируемые изменения в рейтинге самых дорогих работ KunstAM.

Отражая сезонность глобального рынка наиболее дорогих предметов искусства, Kunst Asset Management GmbH публикует прогноз изменений в списке KunstAM Top 500 в начале октября и начале апреля каждого года, а затем выпускает отчеты по итогам наиболее значительных

аукционов в январе и июле. Таким образом, KunstAM публикует четыре периодических обновления рейтинга и аналитических отчета по рынку наиболее дорогих работ (выпускаются в формате подписного бюллетеня KunstAM Art Valuation Letter), а также вносит оперативные обновления по мере появления новой информации в доступную через Интернет базу данных на сайте www.kunstam.com.

2.2.5. Вопросы интеллектуальной собственности и разграничения прав

Интересно, что в современном мире коллекционирования предметов искусства существует спорная ситуация в отношении прав собственности на изображения произведений искусства. Подход KunstAM заключается в том, чтобы из публично доступных источников извлечь электронный файл с изображением картины и архивировать его в базе данных среди одной из описательных характеристик работ. При этом KunstAM не ведет коммерческой деятельности по распространению прав на изображения и для целей своих коммерческих изданий, например настоящей публикации, запрашивает права на публикацию изображений у их держателей, найти которых является не всегда простой задачей.

Что касается ценовой информации, то данные о результатах аукционных продаж Kunst Asset Management GmbH берет из публично доступных источников — сайтов аукционных домов и специализированных баз данных цен на предметы искусства. Эта информация затем перерабатывается в соответствии с собственным ноу-хау Kunst Asset Management GmbH, описанным выше в этом раз-

деле. Продуктом этой переработки являются рейтинги и базы данных, сопряженные с серией производных показателей и индикаторов арт-рынка, являющихся интеллектуальной собственностью Kunst Asset Management GmbH.

Основными источниками ценовой информации для Kunst Asset Management GmbH являются компании Sotheby's и Christie's. В связи с этим мы выражаем особенную благодарность аукционному дому Christie's за помощь в проверке ценовых показателей по десяткам аукционных продаж.

2.3. Рейтинг 500 самых дорогих предметов искусства

Рейтинг 500 самых дорогих предметов искусства по состоянию на 1 сентября 2005 г. представлен в приложении А. Приведем некоторые общие показатели рынка предметов искусства, рассчитанные на основании этого рейтинга в соответствии с описанной в разделе 2.2 методикой (табл. 2.4.).

Общие индикаторы глобального рынка 500 наиболее дорогих предметов искусства позволяют сделать следующие наиболее интересные выводы.

Рынок предметов искусства широк и распределен между большим количеством авторов — в списке 500 работ представлено более 100 художников, ни на одного из художников не приходится более 14% от общего числа работ в списке. Это, безусловно, хорошая новость для владельцев предметов искусства инвестиционного качества — рынок

Таблица 2.4

Общие показатели мирового рынка предметов искусства инвестиционного качества по расчетам Kunst Asset Management GmbH на 1 сентября 2005 г.⁴

Показатели	По состоянию на		Изменения за год	Изменения за год в %
	01.09.2005	01.09.2004		
Рыночная капитализация	6 308 694 534 долл.	5 960 480 079 долл.	348 214 455 долл.	5,84
Средняя стоимость работ	12 617 389 долл.	11 920 960 долл.	696 429 долл.	5,84
Пороговая цена	5 775 000 долл.	5 392 500 долл.	382 500 долл.	7,09
Индекс ширины рынка	104 чел.	97 чел.	7 чел.	7,22
Индекс глубины рынка	5,5%	10,4%	-4,86 п.п.	
Индекс повторных продаж	5,8%	4,6%	1,20 п.п.	

Источник: Kunst Asset Management GmbH

готов оценивать в миллионы долларов работы сотни художников.

Ликвидность рынка предметов искусства очень низка — показатель глубины рынка, отражающий отношение годового объема публичной торговли предметами искусства из списка 500 самых дорогих работ к общей стоимости этих работ, составил за последние 12 месяцев⁵ всего лишь 5,5% (10,4% годом ранее). Еще один наглядный показатель ликвидности рынка предметов искусств-

⁴ Все показатели рассчитаны в номинальном выражении, порядок их расчета описан в разделе 2.2.3.

⁵ Период 12 месяцев, заканчивающийся 31 августа 2005 г.

ва — индекс повторных продаж⁶ — составляет всего 5,8%. Это означает, что на протяжении последних 10 лет на публичном рынке было зарегистрировано всего 29 повторных сделок с предметами искусства из списка 500 наиболее дорогих работ ($29 : 500 \times 100 = 5,8\%$). Эти индикаторы ликвидности рынка предметов искусства позволяют заключить, что фактически применяемые в расчете рейтингов KunstAM Top 500 цены публичных аукционов выступают в качестве терминальной стоимости — важное заключение, активно используемое в разработанной KunstAM модели оценки художественных активов (Art Asset Pricing Model), описанной в пятой главе книги.

Наконец, интересным индикатором рынка предметов искусства инвестиционного качества является так называемая пороговая цена, т.е. минимально допустимая стоимость работы, позволяющая ей войти в список 500 наиболее дорогих работ мира (на основе информации о публичных ценах сделок). Так, за последние 12 месяцев пороговая цена выросла на 7,09% и составила немного менее 5,8 млн долл. США за одну работу. Учитывая, что эта цифра фактически соответствует цене 500-й работы в рейтинге наиболее дорогих работ инвестиционного качества, она является своеобразным индикатором динамики уровня цен в этом сегменте рынка предметов искусства.

При непосредственном анализе списка 500 самых дорогих работ мира с помощью системы индикаторов второго

⁶ Индекс повторных продаж используется для анализа на основе длительного периода наблюдения ликвидности рынка предметов искусства и рассчитывается как отношение общего числа повторных продаж (из списка 500 самых дорогих предметов искусства за последние 10 лет) к 500.

уровня (так называемой сегментации рынка, описанной в разделе 2.2.3) наиболее интересными представляются следующие выводы (помимо распределения стоимости работ между художниками, описанного в разделе 2.4).

2.3.1. Разница между рейтингами в номинальных и реальных ценах

Учет фактора временной стоимости денег в расчете цен предметов искусства позволяет привести оплаченные покупателями в разное время цены картин к единому показателю «сегодняшних» долларов (механизм, известный в финансовой науке как «приведенная стоимость» и применяемый в контексте методики расчета рейтингов предметов искусства в реальных ценах, как это описано в разделе 2.2.2).

Сравнение рейтингов наиболее дорогих картин в реальных и номинальных ценах не сильно изменяет позиции художников — лидеров по стоимости картин, но существенно перераспределяет рейтинги отдельных работ. Так, при пересчете в реальные цены картина Ван Гога «Портрет Доктора Гаше», проданная в 1990 г. за 82,5 млн долл. США, оказывается первой с приведенной на 1 сентября стоимостью 114 млн долл. Первая же в рейтинге номинальных цен картина Пабло Пикассо «Мальчик с трубкой», проданная в 2004 г. за 104,2 млн долл. США, занимает в реальных ценах третье место (96,6 млн долл. США⁷). Использование реальных цен, приведенных на данный момент времени, конечно же, не означает, что по этим ценам картины могут быть проданы

⁷ Реальная стоимость оказывается ниже номинальной в данном случае из-за того, что базисом для расчета реальных цен в методике KunstAM является чистая аукционная стоимость работы, т.е. номинальная цена за вычетом премии покупателя.

сегодня. Значение рейтинга картин в реальных ценах состоит в том, чтобы сравнить стоимость предметов искусства в долларах с единой (приведенной на одну дату) покупательной способностью одной (доллар США) валюты. Использование реальных цен также полезно для оценки перспективной динамики пороговой цены (условного индекса стоимости диверсифицированного широкого портфеля предметов искусства). Так, если в номинальных ценах этот показатель на 1 сентября находился на уровне 5,8 млн долл. США, то в реальных он достигал 5,4 млн долл., таким образом задавая минимально приемлемый для продавцов уровень оценки работ инвестиционного качества для новых аукционов.

По сути же рейтинг в номинальных и реальных ценах дает схожую общую картину рынка — общая капитализация 500 наиболее дорогих работ составляет существенно менее 10 млрд долл. США и распределена между примерно сотней художников. Места в первой десятке отдельных работ в любой системе измерений принадлежат Пикассо, Ван Гогу, Ренуару, Рубенсу и Сезанну, а в первой тройке художников по совокупной стоимости работ — Пикассо, Моне и Ван Гогу.

2.3.2. Распределение предметов искусства по стоимостным группам

Амплитуда цен в рейтинге 500 самых дорогих картин составляет ни много ни мало 98,4 млн долл. При этом распределение номинальных цен в списке очень неоднородно. Так, 80% картин имеют цену ниже 15 млн долл. (более двух третей всех картин из списка имеют номинальную цену ниже средней для KunstAM Top 500), а на 25 наиболее дорогих картин (5% от общего числа) прихо-

Таблица 2.5

Распределение работ из списка KunstAM Top 500 по ценовому диапазону⁸

Ценовой диапазон, долл. США	Количество работ
5 729 500 – 10 000 000	298
в том числе:	
5 729 500 – 6 000 000	22
6 000 000 – 7 000 000	93
7 000 000 – 8 000 000	84
8 000 000 – 9 000 000	64
9 000 000 – 10 000 000	35
10 000 000 – 15 000 000	100
15 000 000 – 20 000 000	36
20 000 000 – 25 000 000	27
25 000 000 – 30 000 000	15
30 000 000 – 35 000 000	5
35 000 000 – 40 000 000	5
> 40 000 000	14

дится почти 20% совокупной стоимости картин из списка KunstAM Top 500 (табл. 2.5).

Интересным наблюдением является то, что в списке повторных продаж работ, однажды попавших в рейтинг самых дорогих произведений KunstAM 500, нет ни одной работы ценой выше 25 млн долл. Иными словами, на основании 20-летних статистических рядов KunstAM можно заключить, что инвестиции в предметы искусства с ценой «входа», равной или превышающей 25 млн долл. США, не имеют прецедентов «выхода». Это еще раз подтверждает высказанный

⁸ Нижняя граница самого маленького по цене диапазона соответствует пороговой цене, т.е. цене 500-й работы в рейтинге KunstAM Top 500.

выше тезис о «терминальном» значении формирующихся на публичных аукционах цен. Эти цены фактически означают «входящую балансовую цену культурного наследия» для покупателей, руководимых иррациональной миссией коллекционирования и/или скупки «национального достояния» и нацеленных хранить вечно приобретаемые ими ценности.

2.3.3. Распределение по рынкам продаж

В самом начале издания уже была описана олигопольная система организации рынка предметов искусства инвестиционного качества — анализ списка 500 наиболее дорогих работ подчеркивает доминирующее положение двух аукционных домов в торговле (и ценоопределении) в сегменте 500 самых дорогих картин и скульптур. На четыре «засветившихся» в рейтинге аукционных дома приходится 3,6% от общего числа и около 4% от общей стоимости картин из списка KunstAM Top 500.

Таблица 2.6

Распределение работ из списка KunstAM Top 500 по аукционным домам

Аукционный дом	Кол-во работ	Совокупная стоимость, долл. США
Sotheby's	254	3 315 162 522
Christie's	228	2 744 581 458
Phillips, de Pury & Luxembourg / Phillips	12	150 682 000
Binoche & Godeau	2	61 895 900
Ader, Tajan	2	20 549 300
Piasa	2	15 823 354

География рынка предметов искусства свидетельствует о еще более высоком уровне концентрации торговли — покупатели со всего мира стекаются в Нью-Йорк и в меньшей

степени в Лондон как доминирующие мировые центры торговли шедеврами. Именно безусловным лидерством Нью-Йорка (70,2% от общего числа и свыше 73% от общей стоимости проданных работ из списка KunstAM Top 500) объясняется сделанный Kunst Asset Management GmbH выбор доллара США как базовой валюты для всех стоимостных расчетов и баз данных.

Таблица 2.7

География торговли работами из списка KunstAM Top 500

Город	Кол-во работ	Совокупная стоимость, долл. США
Нью-Йорк	351	4 615 209 000
Лондон	143	1 595 216 980
Париж	6	98 268 554

В третьей главе, описывающей наиболее яркие тенденции развития рынка предметов искусства, активно используются прочие индикаторы рынка второго уровня, в частности «индекс урожайности» и «индекс популярности сюжетов». Но прежде чем перейти к фундаментальному анализу инвестиционного сегмента рынка предметов искусства, рассмотрим рейтинг отдельных художников, составленный на основе KunstAM Top 500.

2.4. Рейтинг 50 самых «ценных» мастеров

Рейтинг 50 самых «ценных» мастеров по состоянию на 1 сентября 2005 г. представлен в приложении В. Впечатляющим результатом этого рейтинга является доминирующая роль Пабло Пикассо — 65 картин этого художника, попавшие в список KunstAM Top 500, имеют совокупную номи-

нальную стоимость 1,1 млрд долл. США, или почти 18% от совокупной стоимости 500 самых дорогих работ. Ближайший «преследователь», Клод Моне, имея в списке на одну работу больше, находится на втором месте с совокупной стоимостью 66 картин в 709 млн долл. США.

На пять наиболее «ценных» художников — Пикассо, Моне, Ван Гог, Сезанн и Ренуар — приходится почти 50% от совокупной стоимости 500 самых дорогих картин, причем доминирование этих пяти имен в рейтинге остается неизменным вне зависимости от расчетов в номинальных или реальных ценах.

Ярким свидетельством небольшой доли рынка картин инвестиционного качества в свободном обращении, с одной стороны, и значительного разброса цен на картины одного автора — с другой, является тот факт, что только 11 художников имеют 10 или более работ в рейтинге KunstAM Top 500 (и это на основании более чем 20-летней статистики). Такие авторы, как Рубенс и Климт, Сёра и Микеланджело, Леонардо да Винчи и Веласкес, Рембрандт и Кандинский, попали в список KunstAM Top 500 с единицами работ именно потому, что случаи появления их значительных картин на открытом аукционном рынке чрезвычайно редки, а некоторые из выдающихся художников, например Босх, вообще отсутствуют в списке по той же причине.

В этом контексте показательным альтернативным способом ранжирования художников является рейтинг по средней стоимости работ (она рассчитывается по работам художника, включенным в список KunstAM Top 200). И здесь пятерка ведущих (табл. 2.8) не совпадает с упомянутыми выше лидерами (Пикассо, Моне, Ван Гог, Сезанн и Ренуар).

Таблица 2.8

Пять наиболее «ценных» художников по средней стоимости работы в номинальных ценах
(расчет произведен на основе работ, включенных в список KunstAM Top 500)

№	Художник	Средняя цена, долл. США	Кол-во работ в KunstAM Top 500
1	Рубенс	41 729 333	2
2	Сёра	35 202 500	1
3	Вермеер	30 054 360	1
4	Мантенья	28 568 000	1
5	Ван Гог	21 698 413	23

Эта таблица служит прекрасным подтверждением особого свойства рынка работ Ван Гога, сохраняющего самые высокие показатели средней стоимости картин среди рынков работ других художников, картины которых сравнительно часто появляются на открытом рынке и попадают в список KunstAM Top 500. Так, для сравнения средняя цена, рассчитанная по работам Пикассо, составляет 17,3 млн долл. США, а по Моне — 10,7 млн долл., или вдвое меньше средней цены картин Ван Гога.

Любопытно, что в списке 50 наиболее «ценных» художников есть два ныне живущих автора — это Джаспер Джонс и Люсьен Фрейд (75 и 83 года соответственно). Стоимость написанных ими работ, включенных в список Top 500, равна 58,5 и 27,6 млн долл. соответственно. Это вдохновляет более молодых авторов и особенно их патронов, ведь у них теоретически есть возможность стать очень богатыми людьми еще при жизни. Впрочем, среди 104 художников, чьи работы попадают в список KunstAM Top 500, находится всего четыре ныне живущих автора, из них

самым молодым является американец Брюс Науман (ему 64 года). Очевидно, теоретическое⁹ многомиллионное богатство художника при жизни — это исключение. Основываясь на исторической статистике, оно возможно только в преклонном возрасте автора.

⁹ Очевидно, что сам факт многомиллионной стоимости написанных художником работ не означает автоматически многомиллионное состояние этого автора, — работы по таким ценам, как правило, приобретаются на вторичном рынке и очень редко бенефициарами многомиллионных сумм являются сами авторы работ.

Сегментный анализ **рынка** **предметов искусства** ИНВЕСТИЦИОННОГО **качества**

Описанный во второй главе подход к измерению рынка предметов искусства инвестиционного качества позволяет получить общую картину размера, ликвидности и ценовой динамики этого рынка. Рейтинг KunstAM Top 500 (500 самых дорогих работ), взятый в исторической динамике с 1985 г., представляет собой аккуратную аппроксимацию наиболее дорогого сегмента рынка предметов искусства и позволяет сравнивать этот сегмент с другими инвестиционными рынками. Так, общие (ключевые) индикаторы показывают, что рынок предметов искусства справедливо считается низколиквидным и недостаточно емким для крупных институциональных инвесторов. При общем размере капитализации в 6,3 млрд долл. США, годовом публичном обороте торговли на уровне 5–6% от общего размера рынка и практически полном отсутствии повторных продаж (29 повторных продаж работ из списка KunstAM Top 500 за последние 10 лет) очевидно, что рынок наиболее дорогих предметов искусства фактически закрыт для международных институциональных инвесторов. Используя аналогию с фондовым рынком, сегмент предметов искусства инвестиционного качества состоит всего лишь из 6 «голубых фишек». Только одна из них имеет рыночную капитализацию выше 1 млрд долл. США (Пикассо), и всех их объединяет общая проблема — ничтожное число доступных для инвестирования предметов искусства в обращении.



Глава 3

Если добавить к этой общей картине рынка предметов искусства инвестиционного качества высокие транзакционные издержки и общую низкую прозрачность рынка предметов искусства, подробно описанные в первой главе, то отсутствие интереса институциональных инвесторов к арт-рынку как к объекту альтернативных инвестиций обоснованно.

Для тех, кто все же сохраняет интерес к рынку предметов искусства с точки зрения рационального инвестирования денежных средств (например, благодаря способности инвестировать сравнительно небольшие денежные средства в предметы искусства), Kunst Asset Management GmbH в дополнение к описанным во второй главе общим индикаторам арт-рынка разработала систему сегментных индикаторов, основанных на классификации по разным факторам работ из списка 500 самых дорогих шедевров. Эти сегменты позволяют «препарировать» рынок предметов искусства инвестиционного качества по всевозможным параметрам и анализировать вес этих параметров в определении рыночной стоимости работ. Все сегментные индикаторы Kunst Asset Management GmbH рассчитываются в номинальных и реальных ценах на основании исторических данных о публичных продажах предметов искусства начиная с 1 января 1985 г. Сегментация осуществляется по следующим факторам формирования стоимости картины:

- 1) авторы (художники);
- 2) периоды написания работ (выделяется 7 периодов);
- 3) популярность сюжетов (выделяется 11 сюжетных категорий);

- 4) размер (7 категорий);
- 5) географические сегменты (аукционы и города продажи работ);
- 6) ценовые сегменты (первая, вторая и прочие сотни в пределах KunstAM Top 500).

Эти сегменты во многом, но не полностью совпадают с факторами оценки предметов искусства, используемыми в пятой главе, — сегментный анализ наиболее дорогого рынка предметов искусства, представленный ниже, используется главным образом с целью описания структуры рынка шедевров, в то время как пятая глава ориентирована на описание алгоритмов оценки арт-активов.

Базы данных KunstAM позволяют рассчитывать множество индикаторов для каждого сегмента, включая стоимость сегмента, среднюю и минимальную цены работ в сегменте, художников-лидеров для каждого сегмента, а также дополнительные «производные» сегменты вроде распределения работ из списка KunstAM Top 500 по возрасту художников на момент написания работ. Использование сегментного анализа, как это будет показано ниже, позволяет измерить вес отдельных факторов оценки предметов искусства в формировании рыночной стоимости работ.

В этой главе не рассматриваются еще два важных фактора оценки предметов искусства — цена восприятия («эмоциональная» или «иррациональная» составляющая цены актива) и провенанс. В пятой главе содержится детальное описание алгоритма оценки этих составляющих стоимости предметов искусства.

3.1. Общие подходы к оценке предметов искусства

В мировой практике существует несколько подходов к оценке шедевров, т.е. к переводу бесценного культурного наследия цивилизаций в денежные знаки в тех редких случаях, когда это наследие попадает на открытый рынок. Главную скрипку играют эксперты — это члены касты признанных авторитетов, сотрудники крупных аукционных домов, частных и государственных музеев, галерей и фондов, написавшие массу монографий. Сила их суждения проистекает из заслуженной на протяжении десятков лет репутации в области аутентификации (способность отличить подлинник от подделки) шедевров великих мастеров и накопленных знаний в отношении сделок со значительными предметами искусства.

Однако не все покупатели дорогих картин довольны экспертами — как и все люди, эксперты тоже допускают ошибки: оценки картин оказываются завышенными, некоторые подделки — неопознанными, а время от времени вокруг экспертов возникают скандалы то в области конфликта интересов (он (она) покупал(а) работы для курируемой им (ей) музейной коллекции через дилера его (ее) супруги(а)), то в области ценовых сговоров, то вокруг прочих нехороших сторон человеческой природы. Недовольство экспертами вылилось в создание независимых, рациональных и публично открытых подходов оценки шедевров. Пионерами таких подходов, основанных на обработке статистической информации об аукционных продажах, стали французские компании Artprice и Akoup, а также немецкая Artnet. Они создали обширные базы

данных с ценами на сотни тысяч картин, написанных тысячами художников и проданных через сотни аукционов и галерей во всем мире. Для большей прозрачности эти компании первыми применили к оценке картин подход усреднения, используя показатели средней цены и средней стоимости квадратного сантиметра картин для тех или иных художников.

Такой похожий на торговлю коврами или обоями в хозяйственном магазине подход оказался удивительно эффективен для большинства произведений искусства. И действительно, если на основании десяти последних сделок картины художника А стоили в среднем не более 3000 долл. за полотно, или 2 долл. за квадратный сантиметр, то это дает неплохой ориентир для оценки новых работ этого художника, попадающих на рынок. Однако анализ оценки картин наиболее известных художников, стоимость которых измеряется миллионами долларов США, показывает, что оценка за квадратный сантиметр холста оказывается просто бессмысленной, — картины одного автора, написанные в один и тот же период, могут различаться по стоимости в несколько раз из-за таких факторов, как провенанс (сведения о том, кто раньше владел картиной и насколько эта информация достоверна), сюжет и связанная с ним история, наличие копий и отражений в литературе, физическое состояние, и десятка прочих причин. При анализе рейтинга KunstAM Top 500 становится очевидным, что разброс оценок работ великих мастеров в пересчете на квадратный сантиметр полотна составляет десятки раз и такой критерий сам по себе не может служить аргументированной основой для расчетной оценки шедевра.

Системный подход к оценке рыночной стоимости шедевров разработан Kunst Asset Management GmbH и изложен в формате модели оценки художественных активов (МОХА, Art Asset Pricing Model), в деталях описанной в пятой главе книги. Стоимость картины здесь представлена как сумма разных факторов формирования цены (из которых фактор автора является одной из важных, но далеко не единственной детерминантой цены), взвешенных на коэффициенты значимости этих факторов. В свою очередь эти весовые коэффициенты рассчитаны на основе регрессивного статистического анализа исторической ценовой информации по картинам, включенным в список KunstAM Top 500 начиная с 1985 г.

Факторы, определяющие цену шедевра, подробно анализируются в представленном ниже в этой главе сегментном анализе.

3.2. Фактор имени

Фактор имени отражает значимость автора при оценке стоимости работ и в системе индикаторов рынка предметов искусства KunstAM складывается из следующих пяти элементов: «свободное обращение», «средняя цена», «стандартное отклонение», «национальность» и «живущий автор».

3.2.1. Свободное обращение

В системе индикаторов KunstAM элемент «свободное обращение» измеряется количеством работ автора в списке KunstAM Top 500. KunstAM выделяет следующие пять категорий авторов по интенсивности свободного обращения их работ:

Таблица 3.1

Классификация художников по интенсивности свободного обращения их работ

Название категории	Количество работ	Число авторов	Имена
«Голубые фишки»	≥20	6	Моне, Пикассо, Ван Гог, Сезанн, Ренуар, Модильяни
«Второй эшелон»	8–19	8	Матисс, Дега, Гоген, Ротко, Леже, Каналетто, Миро, Уорхол
«Третий эшелон»	4–7	16	Мане, Кунинг, Бранкузи, Джакометти, Джонс, Бэкон, Рембрандт
«Редкие продажи»	2–3	19	Тулуз-Лотрек, Рубенс, Поллок, Кандинский, Магрит, Бекман, Вламинк
«Случайные продажи»	1	54	Вермеер, Мантенья, Сёра, Тициан, Леонардо да Винчи, Констебл

Элемент свободного обращения является важнейшим в определении веса фактора имени. Наличие регулярного предложения картин одного автора на открытом публичном рынке чрезвычайно благоприятно сказывается на оценке работ в наиболее дорогом сегменте арт-рынка. Так, 18 из 20 самых дорогих работ в списке KunstAM Top 500 написаны художниками из категории «голубых фишек». Эта корреляция уровня свободного обращения и уровня оценки картин легко и интуитивно объясняется тем, что постоянное наличие имени автора на рынке увеличивает цену его «торгового имени», а опыт сделок с работами автора, накапливаемый у участников рынка, позволяет снизить дисконт в оценке картин, по определению существующий для всех предметов искусства по причинам, которые в деталях описаны в первой главе.

3.2.2. «Средняя цена» художника

Элемент средней цены рассчитывается путем вычисления средней цены работы данного художника для всех его картин, включенных в список KunstAM Top 500. KunstAM считает целесообразным серьезное аналитическое использование элемента средней цены только для тех художников, которые в элементе «свободное обращение» находятся в категории «третий эшелон» или выше, т.е. имеют не менее четырех работ, включенных в список KunstAM Top 500.

Таблица 3.2

Рейтинг 10 самых «ценных» художников по средней цене работы (рассчитан в номинальных ценах для художников с количеством работ 4 и выше в KunstAM Top 500)

П/п	Имя художника	Уровень свободного обращения*	Средняя цена работы, долл. США
1	Винсент ван Гог	«Голубая фишка»	21 698 413
2	Эдуард Мане	«Третий эшелон»	18 639 963
3	Пабло Пикассо	«Голубая фишка»	17 349 625
4	Густав Климт	«Третий эшелон»	16 980 420
5	Поль Сезанн	«Голубая фишка»	16 182 151
6	Джованни Каналетто	«Второй эшелон»	13 401 721
7	Рембрандт Харменс ван Рейн	«Третий эшелон»	13 329 421
8	Пьер Огюст Ренуар	«Голубая фишка»	12 838 151
9	Виллем де Кунинг	«Третий эшелон»	12 827 143
10	Поль Гоген	«Голубая фишка»	12 462 724

* Определение расчета уровня свободного обращения см. в разделе 3.2.1: «третий эшелон» — от 4 до 7 работ, «второй эшелон» — от 8 до 19, «голубые фишки» — 20 работ и больше.

Как видно из таблицы, половина художников в представленном рейтинге имеют наиболее ликвидный рынок картин (категория «голубая фишка» по показателю «уровень свободного обращения»), и это при том, что художники — «голубые фишки» составляют только пятую часть от общего числа авторов, включенных в «третий эшелон» и более высокую категорию. Кроме того, средняя цена для сегмента «голубые фишки» существенно выше средней цены для сегментов «второй эшелон» и «третий эшелон» и задает четкую положительную корреляцию между большим количеством работ в свободном обращении и средним уровнем оценки работ художника.

3.2.3. Стандартное отклонение

Распространенным инструментом статистического анализа является показатель «стандартное отклонение», или «стандартная девиация». Он служит для определения степени отклонения статистического ряда от средней величины. Этот элемент оценки фактора имени при определении стоимости картин время от времени используется KunstAM для тестовых расчетов, однако показал малую практическую полезность по следующим причинам:

1. Узость статистических рядов и их низкая представительность — лишь для 14 художников могут быть построены статистические ряды по 8 и более предметам искусства, и это при том, что каждый из этих художников написал по несколько сотен работ музейного качества.
2. Картины внутри статистической выборки по одному художнику часто не сопоставимы по иным факторам,

кроме имени художника, в частности, по размерам, сюжетам, периодам и провенансу, что ухудшает аналитическое качество получаемых расчетов.

3. Использование стандартной девиации, рассчитываемой не для абсолютных стоимостей работ, а для цен, приведенных к стандартным размерам (например, за квадратный сантиметр или за типовой стандартный размер), частично снимает проблему, указанную во втором пункте, однако маскирует премии и дисконт за размер, а также игнорирует другие факторы определения цены.

В связи с этим в книге показатель стандартного отклонения не используется при расчете фактора имени в модели оценки художественных активов Kunst Asset Management GmbH.

В то же время для отдельных случаев больших серий сравнимых работ стандартная девиация служит прекрасным индикатором «сравнительной силы» фактора имени автора для предметов искусства разных авторов. Так, сравнение стандартных девиаций по выборкам работ Клода Моне и Ван Гога, включенных в KunstAM Top 500, показывает значительно более низкое стандартное отклонение для работ Ван Гога и, таким образом, больший вес фактора имени в оценке его работ за счет именно этого элемента.

3.2.4. Национальность

В рейтинге KunstAM Top 500 представлены художники всего 19 национальностей, включая категорию «двойное гражданство» для художников с яркой принадлежностью к двум странам и культурам.

Таблица 3.3

Рейтинг 10 самых «ценных» национальностей художников по средней рыночной капитализации авторов отдельных национальностей

(рассчитан в номинальных ценах для художников, чьи работы находятся в KunstAM Top 500)

№ п/п	Национальность / страна основного проживания*	Кол-во художников в Top 500	Кол-во работ в Top 500	Совокупная стоимость работ в Top 500, долл. США	Средняя рыночная капитализация художника в Top 500, долл. США
1	Испанцы	8	82	1 266 763 577	158 345 447
2	Французы	24	209	2 474 321 891	103 096 745
3	Румыны	1	7	85 278 500	85 278 500
4	Австрийцы	2	10	143 479 629	71 739 815
5	Швейцарцы	1	6	66 155 820	66 155 820
6	Голландцы	12	45	731 917 193	60 993 099
7	Фламандцы	2	3	90 618 432	45 309 216
8	Ирландцы	1	6	43 011 549	43 011 549
9	Итальянцы	13	43	498 379 787	38 336 907
10	Американцы	20	57	585 921 750	29 296 088

* Источник атрибуции художников по национальностям: Grove Art Online. Oxford University Press (www.groveart.com).

Французы господствуют в национальных рейтингах как по числу художников, так и по количеству и совокупной стоимости написанных ими картин. Почти каждая вторая картина в списке 500 самых дорогих работ написана французским мастером — это безусловный индикатор доминирования французской культуры на рынке предметов искусства инвестиционного качества.

Для русскоязычных читателей KunstAM Art Investment Handbook будет интересно узнать, что в списке KunstAM

Топ 500 находится три российских художника (Кандинский, Явленский и Малевич), а также два художника, классифицированных как российско-французские (Шагал и Сутин). В общей сложности рейтинг KunstAM Топ 500 включает 10 написанных этими пятью мастерами работ, однако по средней стоимости в любой комбинации эта «российская команда» не дотягивает до десятки самых высоко оцененных рынком «национальных команд». К примеру, средняя «стоимость» автора по трем российским художникам составляет немногим менее 18 млн долл. США (29,3 млн для замыкающих десятку американцев).

И хотя практическая польза этого элемента фактора имени художника в оценке предметов искусства весьма ограничена, некоторые выводы выглядят достаточно очевидными: на мировом рынке предметов искусства инвестиционного качества французский, испанский или голландский художник скорее достигнет рыночной капитализации в десятки миллионов долларов США, чем его российский, японский или британский коллега.

3.2.5. Живущий автор

В списке KunstAM Топ 500 собраны работы 104 художников, из них четверо были живы по состоянию на 1 сентября 2005 г.

Сам факт соседства живущих художников с легендами мировой культуры в рейтинге самых дорогих работ психологически задает ожидание роста стоимости работ того или иного живущего автора, включенного в KunstAM Топ 500. Более того, как будет показано ниже в разделе 3.3, чем ближе период жизни художника к современности, тем

с большей вероятностью может быть установлен провенанс и исключены сомнения в подлинности или законности обращения произведения искусства на открытом рынке. Именно эти две фундаментальные причины подогревают рынок современного искусства и позволяют работам наиболее выдающихся из ныне живущих мастеров достигать уровней оценки мировых шедевров. В целом современные авторы, чьи картины находятся в рейтинге KunstAM Top 500, как правило, имеют преимущество перед умершими мастерами при определении веса фактора имени в расчете оценки стоимости картины.

Таблица 3.4

Живущие художники из рейтинга KunstAM Top 500 по состоянию на 1 сентября 2005 г.

(капитализация рассчитана в номинальных ценах как совокупная стоимость работ этих художников в KunstAM Top 500)

№ в KunstAM Top 100*	Художник	Кол-во работ	Капитализация, долл. США	Год рождения
24	Джаспер Джонс	6	58 455 500	1930
39	Люсьен Фрейд	4	27 582 346	1922
54	Роберт Раушенберг	2	13 642 500	1925
60	Брюс Науман	1	9 906 000	1941

* Порядковый номер автора в рейтинге 100 наиболее «ценных» художников по рыночной капитализации, т.е. по совокупной стоимости их работ, включенных в список KunstAM Top 500.

3.3. Фактор «урожайности» (период написания работ)

Фактор «урожайности» отражает значимость периода написания работы (в хронологии развития изобразительно-

го искусства) в общей оценке стоимости произведения искусства. Подход к периодизации арт-истории в системе индикаторов рынка предметов искусства KunstAM уже был представлен в табл. 2.2 (см. вторую главу). В таблице 3.5 показано распределение стоимости работ из списка KunstAM Top 500 по семи периодам истории искусства.

Таблица 3.5

Периоды для расчета «индекса урожайности»
(с указанием количества работ и их совокупной стоимости в номинальных ценах по состоянию на 1 сентября 2005 г.)

Название периода	Годы	Кол-во работ	Совокупная стоимость работ, долл. США	Средняя для периода цена работы, долл. США
Неоимпрессионизм, венское Возрождение, набизм, фовизм и модерн	1888–1903	100	1 529 383 235	15 293 832
Зарождение и расцвет импрессионизма	1867–1887	57	739 271 209	12 969 670
Сюрреализм и абстракционизм	1922–1946	61	788 576 770	12 927 488
Кубизм, экспрессионизм, супрематизм и дадаизм	1904–1921	137	1 686 506 069	12 310 263
От эпохи Возрождения до классицизма	1487–1866	31	376 861 673	12 156 828
Action painting и поп-арт	1947–1968	72	716 816 242	9 955 781
Постмодернизм	1973–2002	7	51 898 819	7 414 117

Расчет средних цен картин за период показывает, насколько малозначительным при определении цены предметов искусства инвестиционного качества является период их

создания. За период с конца XV в. до середины XX в. средняя цена написанных картин находится в пределах 12–13 млн долл. США (кстати, соответствуя средней цене работ для рейтинга KunstAM Top 500 в 12 617 389 долл. США). Исключением является конец XX в. — период неоимпрессионизма, фовизма и модерна, в литературе часто упоминаемого как «fin de siècle»: картины этого времени торгуются с 25%-ной премией к средней для всей истории цене. Напротив, со скидкой в 20% торгуются работы 50-х и 60-х гг. (главным образом, поп-арт), а со скидкой примерно в 40% — работы периода постмодернизма.

Если интерпретировать эти данные с точки зрения горизонта владения предметами искусства для первоначальных владельцев, то получается, что покупатели поп-арта смогли получить доходность, равную или существенно превышающую доходность от инвестиций в работы конца века. Очевидно, именно эта способность многих инвесторов извлечь значительную доходность на капитал, инвестированный в предметы искусства, созданные в последние 50 лет, является мощным источником поддержки инвестиций в современное искусство. В контексте моделирования оценки предметов искусства приведенное в табл. 3.5 распределение стоимости работ по периодам означает, что написанные в XX в. работы мастеров из списка KunstAM Top 500 при прочих равных условиях могут значительно возрасти в стоимости.

Еще одним интересным заключением анализа распределения средних цен и количества проданных работ по периодам является сравнительно низкий уровень оценки работ старых мастеров и незначительное число работ XV — пер-

вой половины XIX в. в рейтинге KunstAM Top 500. Важнейшей причиной, объясняющей одновременно эти два наблюдения, является отсутствие приемлемого для современных инвесторов провенанса для работ возрастом свыше 150 лет. Очевидно, для более современных работ история владения и обращения картин является проверяемой и подтверждаемой документальным образом, часто находясь в пределах двух–пяти поколений. В то же время для работ, созданных в первой половине XIX в. и ранее, доказательная база провенанса может быть создана должным образом только в ограниченном числе случаев. Иными словами, вопреки интуитивно ожидаемой премии за работы старых мастеров рынок в реальности требует скидку, мотивируемую высоким риском подделок или запретов на публичное обращение созданных в первой половине XIX в. или ранее работ.

В заключение анализа фактора «урожайности» — рейтинг 10 самых «урожайных» годов, составленный из числа работ из списка KunstAM Top 500, созданных в соответствующие годы (табл. 3.6.). Из этой таблицы очевидна уникальная роль 1888 и 1905 гг. в истории изобразительного искусства, безусловно лидирующих по числу произведений в KunstAM Top 500 (1888 г.) и их совокупной и средней стоимости (1905 г.).

3.4. Фактор популярности сюжетов

Фактор популярности сюжетов, рассчитываемый на основании статистики по выборке KunstAM Top 500, указывает на вероятность при прочих равных условиях большей или меньшей оценки предмета искусства определенного содержания. Распределение работ из списка KunstAM

Топ 500 по одиннадцати сюжетным категориям представлено в табл. 2.3 (см. вторую главу). Так, пейзаж и абстракция являются наиболее распространенными сюжетами для работ инвестиционного качества, попадающих по своей рыночной стоимости в список 500 самых дорогих произведений искусства, — на них приходится соответственно 27% и 14% всех работ в KunstAM Top 500. Если к этим сюжетам добавить женский портрет (13% всех картин в списке KunstAM Top 500), то окажется, что более половины (54%) из 500 наиболее дорогих работ относятся к одному из этих трех «наиболее продаваемых» сюжетов. Пейзажи попадают в рейтинг KunstAM Top 500 в шесть с лишним раз чаще, чем натюрморты, а женские портреты — в два с половиной раза чаще, чем мужские портреты.

Таблица 3.6

Рейтинг 10 самых «урожайных» годов
(с указанием количества работ в KunstAM Top 500 и их совокупной стоимости в номинальных ценах по состоянию на 1 сентября 2005 г.)

Год создания	Кол-во работ	Совокупная стоимость, долл. США	Средняя стоимость работ, долл. США
1888	22	329 871 808	14 994 173
1917	16	169 872 395	10 617 025
1905	15	348 068 006	23 204 534
1932	14	245 848 504	17 560 607
1918	13	120 339 710	9 256 901
1908	11	96 544 785	8 776 799
1889	10	180 720 472	18 072 047
1891	10	87 008 009	8 700 801
1906	10	134 698 226	13 469 823
1914	10	121 255 064	12 125 506

В классификации по сюжетам искусственным образом выделен сегмент скульптуры — на нее приходится только 4% от всех работ из списка KunstAM Top 500. Это дает скульптурным произведениям шанс занять место по соседству с картинами в рейтинге самых дорогих работ мира.

При всей условности этих выводов, они имеют практическое значение при оценке сравнимых предметов искусства, созданных авторами из сопоставимых ценовых категорий. При прочих равных условиях фактор популярности сюжетов может оказать существенное воздействие на различия в оценке предметов искусства. Любопытно, что на обнаженную натуру приходится менее 9% картин из рейтинга KunstAM Top 500, доказывая, что это далеко не самый популярный сюжет у инвесторов в предметы искусства. Видимо, не последнюю роль здесь играет физическая непривлекательность многих из обнаженных натур, изображения которых попали в рейтинг KunstAM Top 500. Часто это портреты обитательниц французских борделей — излюбленный портретный образ импрессионистов и их последователей на рубеже XIX и XX вв.

3.5. Фактор размера произведения искусства

Индекс «популярности размеров» рассчитывается как совокупная рыночная стоимость работ из списка KunstAM Top 500, написанных в рамках определенного стандартного размера. Сегментация по размерам, используемая многими аналитиками рынка предметов искусства, обычно образует семь категорий (размерных групп). Применяв

эти категории к списку KunstAM Top 500, получим распределение шедевров по типовым размерным группам, представленным в табл. 3.7.

Таблица 3.7

Индекс популярности размеров произведений искусства (с указанием количества работ в KunstAM Top 500 и их совокупной стоимости в номинальных ценах по состоянию на 1 сентября 2005 г.)

Размерная группа	Площадь работы, кв. м	Кол-во работ	Совокупная стоимость, долл. США	Средняя стоимость работы в размерной группе, долл. США
A	0 – 0,25	37	471 606 575	12 764 124
B	0,25 – 0,50	121	1 438 551 940	11 888 859
C	0,50 – 0,75	107	1 323 485 586	12 369 024
D	0,75 – 1	54	886 231 084	16 411 687
E	1 – 2	86	1 114 123 785	12 954 928
F	2 – 4	59	717 591 177	12 162 562
G	> 4	13	116 597 500	8 969 038

Любопытно, что распределение средней стоимости шедевров по стандартным размерам с большой степенью точности соответствует классической колоколообразной кривой нормального распределения с пиком на среднем размере (от 0,75 до 1 кв. м). Единственным видимым отличием является скачок средней цены для миниатюр — рынок очевидно предлагает премию за шедевры небольшого (до 0,25 кв. м) размера, подчеркивая таким образом сохраняющуюся преференцию инвесторам в отношении «портативной» утилиты предметов искусства («мобильный капитал»). Наличие исторически стойких предпочтений инвесторов к «портативности» приобретаемых ими предметов искусства подчеркивает и явный дисконт, предъяв-

ляемый рынком к наиболее масштабным картинам, работам группы G («Grandes œuvres»). Средняя стоимость картин этой размерной группы на треть меньше миниатюр и составляет почти половину от стоимости наиболее высоко ценимых картин группы D. Впрочем, «портативность» является не единственным фактором дифференциации цены по размерам – сохранность миниатюр и стоимость бережного владения ими в среднем существенно ниже, чем для картин-гигантов, и это также отражается в средней стоимости работ по размерным группам.

Здесь следует заметить, что AKOUN, один из наиболее широко известных на рынке предметов искусства ценовых справочников, использует в качестве основы своего методологического подхода к оценке и ранжированию предметов искусства пересчет цен картин на «стандартный» размер картины 65 × 50 см (т.е. работы площадью в 0,32 кв. м). Таблица 3.7 подчеркивает оправданность такого подхода — действительно, соответствующая этому размеру группа В является наиболее популярной в рейтинге KunstAM Top 500. В то же время средняя стоимость работ в этой группе меньше, чем в остальных размерных категориях (за исключением беспримерного случая группы G), поэтому стандартизация по размеру В фактически исключает из анализа столь ценный на практике эффект премии за размер, особенно ощутимый для картин категории D.

3.6. Географические сегменты

Географические сегменты уже были представлены во второй главе (табл. 2.6. и 2.7) и наглядно показывают доминирование Нью-Йорка в географии продаж работ из рей-

тинга KunstAM Top 500. Учитывая специфику крупных сделок с предметами искусства, включая вопросы аутентификации, страхования, транспортировки, налогообложения и расчетов за шедевры, совершение публичных сделок с работами на сумму более 5–6 млн долл. за пределами Нью-Йорка и Лондона является фактически из ряда вон выходящим событием. Отсутствие необходимой инфраструктуры для такого рода сделок в других точках планеты само по себе может занизить стоимость предмета сделки и в реальности отражает олигополию аукционов Christie's и Sotheby's, с одной стороны, и городов Лондон и Нью-Йорк — с другой, в части организации мирового рынка наиболее дорогих произведений искусства.

3.7. Ценовые сегменты

В таблице 2.5 (см. вторую главу) уже было показано, что на работы номинальной стоимостью ниже 15 млн долл. приходится 80% всех произведений, составляющих рейтинг KunstAM Top 500.

Однако еще более ценную информацию для стратегий инвестирования в предметы искусства представляет динамическая сегментация KunstAM Top 500 по ценовым группам, т.е. сравнительный анализ индексов совокупной капитализации, пороговой и средней цены работ первой, второй и прочих сотен.

Эти динамические ряды сложно отображать в формате книжного издания — соответствующая статистика и ее графическая обработка доступны на сайте www.kunstam.com. Здесь лишь отметим следующее. Сравнивая, к примеру, динамику первой, второй и третьей сотен работ из списка KunstAM

Топ 500 за период с 31 декабря 2000 г. по 1 сентября 2005 г., можно обнаружить, что совокупная капитализация работ третьей сотни в среднем росла на 1,1 процентных пункта быстрее, чем совокупная стоимость работ первой сотни. Совокупная стоимость работ первой сотни росла за тот же период в среднем на 4,04% годовых, а стоимость трехсот самых дорогих работ — на 4,55% годовых. Все эти выкладки четко указывают на наиболее динамичный рост цен в середине списка KunstAM Top 500 и противоречат широко известным заключениям профессоров Мэй и Мозес (Mei/Moses) в отношении премии, получаемой наиболее дорогими предметами искусства по сравнению с шедеврами средней ценовой категории. Статистика последних пяти лет показывает обратную тенденцию (впрочем, по-прежнему в пределах данных по пятистам наиболее дорогим предметам искусства).

Инвестиционные стратегии на рынке предметов искусства

В первых трех главах книги описана инфраструктура рынка предметов искусства, а также подробно проанализированы распределение стоимости наиболее дорогих работ по разным категориям и факторы, эту стоимость определяющие.

Как показывает практика, ознакомившись с такими особенностями рынка предметов искусства, как вероятный риск подделок, исключительно высокие транзакционные расходы, отсутствие прозрачной информации о спросе, предложении и ценах на предметы искусства, а также их низкая ликвидность в сравнении с любыми альтернативными инвестиционными рынками, многие профессиональные инвесторы делают вывод, который разделяют и авторы настоящего руководства. Ответственное инвестирование значительных капиталов на арт-рынке (скажем, от 50 млн долл. и выше), доверенных управляющим активами, невозможно.

Такое рациональное заключение о неприемлемости наиболее дорогого сегмента арт-рынка (шедевры стоимостью от 5 млн долл. и выше) как объекта для рациональных институциональных инвестиций тем не менее не исключает три осмысленные стратегии инвестирования на рынке предметов искусства.

Во-первых, это инвестиции в предметы искусства в менее дорогом сегменте, общей парадигмой для которых является обоснованная уверенность инвестора в том, что у при-



Глава 4

обретаемых картин есть шанс многократного увеличения в цене в долгосрочной перспективе. Поводом для такой уверенности могут послужить наличие выделяемого одновременно с приобретением картин бюджета на их агрессивную популяризацию в целевых аудиториях коллекционеров и критиков, недооценка художника или отдельных работ в сравнении с работами аналогичных художественных качеств, периода, провенанса, сюжета и т.п. Такая стратегия инвестирования в предметы искусства далее также упоминается как стратегия «продюсирования».

Во-вторых, это размещение частных или государственных капиталов во всех сегментах арт-рынка без стратегии рационального выхода из таких инвестиций (капиталовложения осуществляются не с целью максимизировать рентабельность инвестированного капитала, а ради таких не имеющих ничего общего с профессиональным инвестированием целей, как сохранение культурного наследия, радость владения (коллекционирование) и пр.). Этот вариант стратегии инвестирования в предметы искусства далее упоминается как стратегия «коллекционирования».

В-третьих, это инвестирование на традиционном рынке капиталов, ориентированное на покупку акций компаний, значительная часть бизнеса которых связана с арт-индустрией. Этот подход к инвестированию в фактически производные от арт-рынка ценные бумаги далее упоминается как «фондовый арт-индекс».

В этой главе подробно рассматривается лучшая практика инвестирования в предметы искусства в рамках каждой из трех сформулированных выше инвестиционных стратегий.

4.1. «Продюсирование»

Общей целью стратегии «продюсирования» является достижение в краткосрочной перспективе спекулятивного роста цен на те или иные предметы искусства. В долгосрочной перспективе целью этой стратегии является достижение таких уровней терминальной стоимости, которые поставили бы те или иные работы по уровню их рыночной оценки в ряд с мировыми шедеврами.

Для успешной реализации стратегии «продюсирования» прежде всего нужна общая инвестиционная история, создающая в глазах потенциальных покупателей предметов искусства добавочную стоимость для объединенных этой историей картин. Наиболее распространенными вариантами таких историй являются прямолинейные стратегии формирования и публичного продвижения коллекций, создаваемых с помощью капиталов и репутации определенных спонсоров, коллекционеров и кураторов, а также стратегии «раскручивания» новых имен художников, школ или направлений изобразительного искусства.

На основе анализа лучшей практики успешно реализованной стратегии «продюсирования» предметов искусства можно сформулировать следующие четыре правила инвестирования, позволяющие добиваться значительного увеличения рыночной стоимости арт-активов в среднесрочной или долгосрочной перспективе:

1. *Яркая и легко понимаемая идея*, объединяющая «продюсируемые» в рамках инвестиционной стратегии работы. Такие идеи, как правило, базируются на одном или нескольких факторах оценки предметов искусства для продюсируемой серии работ. Это может быть

художник с четким и узнаваемым стилем работ, картины разных мастеров с одним сюжетом (например, автопортреты), размером (например, коллекция миниатюр), провенансом (например, работы из определенной коллекции), периодом создания и т.д.

2. *Большое количество «продюсируемых» работ и их владельцев.* Чем шире круг владельцев «продюсируемых» картин, чем крупнее и «распыленнее» «продюсируемая» коллекция, тем больше возможность для формирования активного рынка свободного обращения таких предметов искусства. Из анализа списка KunstAM Top 500 (см. третью главу) следует, что авторы, художественные течения и сюжеты с наибольшим числом работ и наиболее широкой географией последующего распространения, в целом позволяли сформировать сравнительно более высокую цену предметов искусства из таких серий, чем коллекции, находящиеся в одних руках и состоящие из небольшого количества работ.
3. *Академическая зрелость авторов.* При «продюсировании» предметов искусства сложно угадать, как будут меняться художественные вкусы и конъюнктурные предпочтения рынка в перспективе от 3 до 30 лет (традиционные горизонты инвестирования на арт-рынке). Вместо того чтобы подыскивать «правильные» школы и стили, лучшая практика «продюсирования» предметов искусства не ограничивает инвестиционные стратегии художественными направлениями и течениями, а фокусируется на академической, художественной зрелости авторов. В этом контексте особенно интересным

представляется анализ KunstAM Top 500 по годам написания шедевров, т.е. в каком возрасте художники создавали наиболее оцененные затем рынком работы.

Таблица 4.1

Индекс продуктивности возрастов художников

Возраст, в котором написаны работы из списка KunstAM Top 500	Количество работ в списке KunstAM Top 500
До 20 лет	2
20 – 24	17
25 – 29	45
30 – 34	52
35 – 39	67
40 – 44	50
45 – 49	48
50 – 54	64
55 – 59	33
60 – 64	26
65 – 69	22
70 – 74	19
75 – 79	14
Старше 80 лет	5
Нет данных	36*

* Количество работ, по которым нет точных данных о времени их создания.

Источник: www.kunstam.com

Из табл. 4.1 следует несколько выводов. Во-первых, наиболее продуктивным возрастом для создания шедевров являются периоды 35–39 и 50–54 года. Самым плодотворным оказался 51 год – в этом возрасте написаны 32 шедевра из списка KunstAM Top 500, или 6,4% от всех работ. Также результативным является период 35–36 лет — в этом возрастном

промежутке в общей сложности создано 40 произведений. Таким образом, академическая зрелость нелинейно коррелирует с возрастом, и для успешных инвестиционных стратегий требуется изучить художественный опыт авторов, полученное ими образование и общий социальный и географический контекст их творчества. Во-вторых, единицы работ создаются мастерами в возрасте до 25 лет и удивительным образом мало шедевров рождается у художников, пересекающих возрастную черту в 70 лет. Иными словами, с вероятностной точки зрения наибольший успех будет сопутствовать картинам, написанным художниками в возрасте от 25 до 70 лет.

4. *Контекстная стоимость.* По возможности произведения искусства из «продюсируемой» серии должны иметь дополнительную контекстную стоимость, ассоциируясь с определенными историями, сценами, анекдотами, переломными моментами в периодизации истории изобразительных искусств (начало / конец течений, стилей, художественных техник и технологий). Контекстная стоимость увеличивает общую стоимость соответствующего предмета искусства, позволяя повысить индекс цитируемости работы за счет внимания критиков, прессы и арт-инвесторов не только к самой работе, но и к историческому / культурному контексту ее создания и/или вторичного обращения.

Соблюдение четырех описанных выше правил инвестирования — яркая идея (story), «распыление» большого количества работ среди значительного числа владельцев, жесткие требования к академической зрелости / художественному качеству предметов искусства и добавленная контекстная стоимость — позволяет построить дисциплип-

линированный процесс инвестирования в предметы искусства и закладывает основу для реализации успешной стратегии «продюсирования» таких собраний / портфеля работ.

Собственно «продюсирование» — это комплекс продуманных мероприятий, нацеленных на увеличение стоимости предметов искусства в глазах их потенциальных покупателей. С точки зрения финансовой науки не существует объективных «управленческих» средств увеличения стоимости предмета искусства — свободный денежный поток, «генерируемый» предметом искусства, зависит только от затрат на владение (страховка, хранение, реставрация). В связи с этим рыночная стоимость шедевра зависит исключительно от эффекта восприятия (perception), т.е. массового или субъективного представления о стоимости картины. Поэтому совершенно оправданно ориентировать стратегии повышения стоимости предметов искусства («продюсирования») на изменения в общественном восприятии и профессиональном признании предметов искусства.

Следует отметить, что современные «продюсеры» рынка предметов искусства — руководители крупных аукционных домов, галерей, владельцы и кураторы коллекций, — с одной стороны, формируя моду и современные тенденции арт-рынка, с другой — удивительным образом отстали от «моды» на публичные коммуникации. В инвестиционной стратегии «продюсирования» предметов искусства практически не встречается массовый «продакт плэйсмент», т.е. размещение предметов искусства в контексте телевизионной, книжной и кинематографической продукции. Рекламные агенты практически не интересуются проекта-

ми «раскрутки» тех или иных предметов искусства. Современные технологии, Интернет и модели ко-брендинга с крупными именами в индустрии предметов роскоши до сих пор фактически не применяются в качестве техники продвижения арт-коллекций.

Основная причина такого консерватизма «продюсеров» арт-коллекций, заключающегося в отказе от интеграции современных техник маркетинга и рекламы, состоит в исторически сложившемся позиционировании предметов искусства на рынке потребления. Этот консерватизм является осознанным и рациональным выбором «арт-продюсеров». Картины и скульптуры для большинства участников рынка как бы не являются товаром, многие из них искренне проповедуют культурный аспект предметов искусства как их единственную утилиту. На арт-рынке доминирует и с годами становится все более видимым двойной стандарт отношения к предметам искусства. С одной стороны, арт-рынок — это предметы искусства, квинтэссенция культуры, наследие наций и охраняемая государством и опекаемая меценатами область, свободная от коммерческих влияний, дискуссий на тему рентабельности инвестиций. С другой стороны, этот рынок «населен» множеством прагматичных и сфокусированных на коммерческой выгоде персонажей и компаний, эксплуатирующих в целях собственной финансовой выгоды общественный интерес к предметам искусства и тщательно защищающих свои финансовые выгоды в области частного предпринимательства — арт-индустрии. Для физических лиц и организаций, ведущих коммерческую деятельность на рынке предметов искусства (продажа и покупка картин, а также оказание всевозможных услуг — от организации выставочной деятельности до аутентификации

работ), существующее в обществе восприятие арт-индустрии как некоей культурной сферы в первую очередь и коммерческой отрасли во вторую очередь позволяет получать значительную экономию на затратах на рекламу и маркетинг. Средства массовой информации уделяют огромное внимание изобразительному искусству, постоянно «рекламируя» оперирующих на арт-рынке игроков. При этом СМИ закрывают глаза или в лучшем случае иронизируют по поводу подспудных коммерческих интересов, лежащих в основе многих, если не большинства освещаемых культурных событий.

Отсутствие ярких, привлекающих массовое внимание мультимедийных технологий по «продюсированию» предметов искусства также обусловлено общей культурой ведения дел в арт-индустрии, основанной на личных отношениях и малопрозрачной системе «признания» тех или иных предметов искусства арт-сообществом. Получение этого «признания» работами музейного качества, шедеврами мировой культуры и т.п., по сути, и является наиболее распространенным способом осуществления инвестиционной стратегии «продюсирования» предметов искусства. Техника реализации этого способа построена на достижении множества договоренностей с признанными критиками, кураторами и прочими авторитетами арт-рынка. Она является фактически малопрозрачным процессом убеждения, который часто не только построен на формировании общественного мнения под влиянием субъективных факторов в отношении стоимости предметов искусства, но и активно вовлекает «некоммерческих» людей в весьма коммерческий процесс создания стоимости тех или иных коллекций.

В традиционном процессе «продюсирования» коллекций крупные государственные музеи принимают решения об экспонировании известных музейных вещей совместно с работами из частных коллекций в соответствующих выставках и каталогах; государственные фонды — о выделении средств на новые приобретения; государственные чиновники — о публичных заявлениях, фокусирующих внимание общественности на тех или иных культурных программах; частные корпорации — о финансовой поддержке каких-либо культурных инициатив. Этим слаженным оркестром, вдохновенно формирующем самые современные тенденции общественных художественных вкусов (и, заметим, цен на предметы искусства), могут руководить разные дирижеры. Конечно, часто дирижер объективно соответствует доминирующим культурным событиям современности, однако нередко выбор тем и сроков для масштабных выставок, ретроспектив и мировых турне, включая подбор работ из частных коллекций и акценты в публикуемых материалах, носит явно субъективный характер.

Ни в коем случае не умаляя право «правителей» художественного мира на субъективность, тем не менее следует признать отсутствие публично декларируемых и проверяемых правил принятия таких субъективных решений. Хотя кураторы коллекций и руководители крупных музеев являются, по сути, государственными чиновниками или управляющими доверенными им в виде арт-активов частными капиталами, к их деятельности не применяются кодексы этики, нормы инсайдерской торговли и прочие механизмы, предотвращающие возможность использования служебного положения в личных целях. Наличие указанной выше возможности принимать субъективные решения, оказывающие

воздействие на стоимость предметов искусства, с одной стороны, и отсутствие эффективных систем внутреннего контроля процесса принятия таких решений в крупных государственных и частных публичных институтах, с другой — не только создает возможность для злоупотреблений служебным положением в уважаемых государственных и частных собраниях, аукционных домах и следящих за рынком средств массовой информации, но и является предпосылкой для нечестной конкуренции с современными формами открытого мультимедийного «продюсирования» предметов искусства. В этом контексте совершенно ожидаемыми являются частые публичные скандалы в крупнейших музеях мира, суть которых заключается в нарушении этических норм уважаемыми в художественной среде личностями.

Возвращаясь к стратегии «продюсирования», стоит еще раз подчеркнуть, что рациональный, дисциплинированный подход к инвестированию в предметы искусства предполагает соблюдение определенных правил формирования коллекций (портфеля арт-активов) и постоянный фокус на увеличении стоимости этих коллекций путем воздействия на восприятие предметов искусства широкой публикой и профессиональным арт-сообществом. Входящие в список KunstAM 100 наиболее «ценных» художников всех времен и народов Пикассо, Уорхол и Фрейд, представляя разные периоды творчества, стили и исторические контексты, являют собой общий случай успешно «продюсированных» арт-стратегий. В истории развития рынка творений этих авторов неукоснительно соблюдались все описанные выше правила формирования арт-активов. Сочетание четких идей, широкого распространения работ, художественной зрелости этих мастеров и множество творческих подходов к созданию добавленной стоимости

позволили каждому из этих трех художников добиться по-своему уникальных достижений. Пикассо является самым «ценным» художником по совокупной стоимости написанных им работ из числа KunstAM Top 500; Уорхол быстрее всех стал признанным мастером — в списке 20 самых «ценных» художников из рейтинга KunstAM он является самым близким нашим современником (как по самому небольшому числу лет с года смерти, так и по самому позднему году рождения); Фрейд — всего лишь один из двух ныне живущих мастеров из рейтинга KunstAM Top 50, в настоящее время прижизненная оценка его шедевров, попадающих в рейтинг KunstAM Top 500, составляет почти 28 млн долл. США. Биографии этих мастеров и истории частных инвестиций в предметы их творчества являются примерами образцовых стратегий «продюсирования» искусства.

4.2. Коллекционирование

В данном разделе термин «коллекционирование» используется для определения стратегии размещения частных или государственных капиталов в любые сегменты арт-рынка, осуществляемой без рационального планирования выхода из таких инвестиций (их продажи). Иными словами, в отличие от традиционных стратегий такие капиталовложения осуществляются не с целью максимизировать рентабельность инвестированного капитала, а ради нематериальных задач вроде сохранения культурного наследия, коллекционного азарта, радости владения и по прочим исключительно субъективным мотивам приобретения предметов искусства.

Понимание мотивов и правил коллекционирования предметов искусства необходимо не для того, чтобы рациональным образом моделировать финансовый результат

таких стратегий. По определению финансовая целесообразность принимаемых коллекционерами решений не имеет большого значения, поскольку такие инвесторы не рассматривают возможность выхода (продажи) из осуществленных ими инвестиций. Анализ иных стратегий коллекционирования, прежде всего их мотивов и факторов, сопутствующих принятию решений и оценке предметов искусства в процессе их поиска и покупки, позволяет рационально мыслящим арт-инвесторам найти варианты оптимальных продаж принадлежащих им картин участникам рынка, которые следуют стратегии коллекционирования. Именно коллекционеры, как правило в значительной степени обосновывающие свои решения о приобретении предметов искусства иррациональными причинами, часто оказываются в состоянии заплатить наиболее высокую цену за выставяемые на открытый рынок предметы искусства.

В качестве примеров рационального анализа стратегий коллекционирования ниже приводятся описания типовых групп коллекционеров, выделенных по механизмам принятия решений в отношении приобретения предметов искусства.

4.2.1. Открытые для широкой публики частные и государственные фонды (музеи, трасты, галереи) с собственным бюджетом новых приобретений

В мире существуют сотни крупных музеев, фондов и трастов, созданных для сохранения культурного наследия и выполнения образовательной и просветительской миссии в обществе. Эти институты формируют и постоянно

пополняют масштабные коллекции предметов искусства, часть которых находится в постоянном публичном показе. Экономика этих организаций чаще всего основана на смешанных в разных пропорциях государственной поддержке, взносах меценатов и собственных доходах, включая кассовые сборы с посетителей открытых публичке галерей, доходы от аренды помещений и организации всевозможных мероприятий, доходы от лицензий на продажу интеллектуальной собственности (архивы изображений), сувенирной продукции и прочей коммерческой деятельности (вроде выдачи лицензии на управление рестораном на территории музея или на коммерческое использование торговой марки). В единичных случаях культурные учреждения в состоянии окупать свои операционные затраты (затраты на персонал, эксплуатацию помещений, охрану, реставрацию и страхование предметов искусства, расходы на выставочную деятельность и т. п.) из собственных доходов, но, как правило, в значительной степени финансовое состояние учреждений культуры зависит от государственной и спонсорской поддержки. В мире не существует значительных учреждений культуры, способных полностью финансировать новые приобретения предметов искусства за счет своих операционных доходов (кассовых сборов и т. п.). Возможность музея или открытого для широкой публики частного собрания приобретать новые предметы искусства всегда находится в прямой зависимости от выделенных государством и/или частными спонсорами средств, во власти которых находится принятие решения о выделении соответствующего финансирования или о продаже части существующих предметов искусства для приобретения новых.

В этом контексте удивительно, как мало информации раскрывают государственные и частные музеи о своих инвестиционных программах. Публикуемые музеями и трастами годовые отчеты редко содержат финансовую информацию и еще реже приводят перечень фактически осуществленных музеями и трастами покупок и продаж предметов искусства. Иными словами, даже спонсируемые государством участники арт-рынка предпочитают хранить в тайне информацию о совершаемых ими сделках с предметами искусства.

Тем не менее, анализируя коллекции учреждений культуры (наиболее значительные экспонаты этих собраний, как правило, всегда находятся в открытом доступе, присутствие же шедевров в коллекции музеев широко освещается прессой), а также публичные высказывания их кураторов, можно составить достаточно четкое представление о направлениях, периодах, темах и авторах, на которых сосредоточена в текущее время инвестиционная политика музея.

Идентифицировав таким образом потенциальных покупателей предметов искусства в среде государственных и частных музеев, владельцам арт-активов, заинтересованным в максимальной прибыли на инвестированный в предметы искусства капитал, необходимо разработать стратегию целевого маркетинга принадлежащих им работ. Традиционной формой такого маркетинга становится активная public relations кампания, построенная на пересечении истории предмета искусства и сферы интересов инвестиционной деятельности музея, избранного в качестве объекта для такого целевого маркетинга (прямой пример — попытка продать работу мастера, написанного в городе Н,

городскому музею изобразительных искусств). Целью такой кампании является донесение до общественного сознания культурной значимости предмета искусства и создание ощущения необходимости его приобретения тем или иным музеем или трастом. Также часто применяется стратегия прямого маркетинга, когда владелец предмета искусства вступает в диалог с куратором музейной коллекции и/или членами наблюдательного совета, пытаясь убедить людей, принимающих решения о покупках картин, в целесообразности такого рода приобретений. Законы отрасли таковы, что в этом диалоге редко напрямую говорится о торговле предметами искусства. Ритуалы арт-рынка предполагают, что продавец должен представить убедительные причины, по которым он не имеет возможности преподнести картину в дар музею и вынужден продать ее. Наиболее традиционным контекстом является ситуация «наследника, чуждого местной культуре» или «богатого варяга». В первом случае агент (дилер) владельца картины объясняет необходимость выкупа желанием лица, унаследовавшего картину, продать ее или перевезти в другой город или страну, во втором — наличием агрессивного внешнего покупателя, также готового приобрести и переместить картину из страны.

В любом случае при продаже предметов искусства музеям рациональные владельцы картин вынуждены переходить на поле иррациональных аргументов наподобие необходимости сохранения культурного достояния или исторической значимости работы для местной среды для того, чтобы возбудить интерес потенциальных музейных покупателей. К слову, эта трансформация аргументов и стилистики общения в отношении арт-сделок является одной

из важнейших причин, по которой на рынке предметов искусства существуют профессиональные посредники — дилеры и эксперты.

4.2.2. Частные и государственные фонды, использующие средства филантропов для финансирования отдельных покупок

Во многих случаях частные и государственные фонды (музеи) не имеют денежных средств для приобретения новых работ и при появлении возможности интересных покупок вынуждены в каждом отдельном случае обращаться к своим спонсорам за финансовой поддержкой. При такой организации финансирования учреждения культуры авторитет музейного куратора, как правило, имеет меньшее значение, и целевой маркетинг предметов искусства фактически должен быть ориентирован на спонсоров музея. Естественно, кураторы музейных коллекций должны поддерживать предлагаемую сделку, но гораздо большее значение имеет мнение самих спонсоров — на практике их принципы филантропии могут расширять или ограничивать сферу возможных инвестиций в предметы искусства. Размер этих инвестиций также может значительно отличаться от декларируемых музеем приобретений. Процесс продажи предметов искусства этой группе коллекционеров также происходит на иррациональном языке и далек от рационального обсуждения финансовых условий сделки. В основе планирования сделки лежит понимание интересов и взаимосвязей всех участников процесса принятия решения — от куратора музея до директора по благотворительности корпорации-спонсора и членов попечительского совета соответствующего учреждения культуры.

Крупные посредники рынка предметов искусства, как правило, не тратят время на маркетинг арт-активов группе коллекционеров, не имеющих собственных источников финансирования покупок, и направляют силу убеждения на поддерживающих их спонсоров.

4.2.3. Корпоративные коллекции

Корпоративные коллекции формируются с разными мотивами, целями и в различной корпоративной среде (с точки зрения ограничений, присущих организационно-правовым формам). В зависимости от этих условий пополнение этих коллекций проходит по разным правилам инициации и принятия решений.

Первым важным фактором корпоративного поведения при формировании арт-коллекций является наличие внутренних ограничений в компании. Так, акционерные компании, чьи акции торгуются на рынке, редко имеют возможность масштабных экспериментов при формировании значительных коллекций предметов искусства — менеджменту таких компаний чрезвычайно сложно убедить своих акционеров, что, инвестируя миллионы долларов в предметы искусства, он эффективно управляет акционерным капиталом не в ущерб основной деятельности компании. Впрочем, здесь существуют исключения — например, немецкий Deutsche Bank владеет одной из самых значительных и тщательно подобранных на протяжении десятилетий корпоративных коллекций предметов искусства. Существуют еще десятки примеров крупных корпоративных коллекций, принадлежащих публичным акционерным компаниям. В случае Deutsche Bank руководство компании давно зарекомендовало себя в глазах акционеров как обладающее должной

компетенцией во всех областях альтернативных инвестиций, в том числе в сфере инвестирования в предметы искусства. Поэтому значительная арт-коллекция Deutsche Bank и ежегодные отчисления банка на ее пополнение и содержание не являются предметом критики со стороны акционеров Deutsche Bank.

Несмотря на пример Deutsche Bank и другие исключения, в целом наиболее масштабные и, главное, регулярно пополняемые корпоративные коллекции предметов искусства встречаются в частных компаниях, а в некоторых странах — в государственных корпорациях. Интересным примером творческого отношения к инвестированию в предметы искусства является частная американская информационная / мультимедийная компания Bloomberg, ежегодно выделяющая миллионы долларов на приобретение новых арт-активов и выставляющая их в открытом для публики музее компании.

Понимание правил и знание внутренних ограничений компаний, владеющих корпоративными коллекциями, полезно, но недостаточно для планирования стратегий продаж арт-активов в эти коллекции. Чрезвычайно полезной является информация об инвестиционной декларации компании в отношении коллекции: в какие предметы искусства, каких сюжетов, направлений, периодов, авторов и стран она готова инвестировать выделенные на формирование арт-коллекции средства. Также очень важно понимать порядок инвестирования: есть ли у компании аккредитованные дилеры, совершает ли она покупки на публичных аукционах или, наоборот, предпочитает спонсировать отдельных ныне живущих художников, каковы средние суммы сделок. Как правило, чем доступнее внеш-

нему миру и четче принципы формирования корпоративных арт-коллекций, тем аккуратнее соблюдены правила процесса принятия решений по покупкам предметов искусства в данной компании. Отсутствие же ясных правил формирования коллекций и открытого внешнему миру алгоритма принятия решений по новым покупкам является верным косвенным признаком значительной доли субъективизма (мнения кураторов, консультантов и прочих экспертов) при подготовке сделок о покупке предметов искусства в данную корпоративную коллекцию.

Поняв внутренние ограничения владельца корпоративной коллекции и связанную с ней инвестиционную декларацию, остается только добавить субъективные предпочтения / экспертизу участников, принимающих решение о покупках картин. Эти три направления анализа корпоративных коллекций позволяют четко идентифицировать среди них потенциальных покупателей предметов искусства, отвечающих тем или иным признакам, и создают основу для планирования дальнейшей стратегии продажи работ в эти коллекции.

В отличие от музейных собраний, описанных в разделах 4.2.1 и 4.2.2, корпоративные коллекции не всегда формируются на основании исключительно иррациональных аргументов. Более того, многие публичные компании — владельцы корпоративных коллекций создают их с четким акцентом на возможность существенного увеличения рыночной стоимости работ в долгосрочной перспективе, допускают возможность продажи отдельных работ и используют традиционные инвестиционные стратегии. Другое дело, что при управлении такими коллекциями компании не обязательно придерживаются коммерческих

соображений, они могут и часто задают филантропический социальный акцент стратегиям коллекционирования, например, утверждая покупки «по любой цене» произведений искусства особенной исторической значимости и в рамках классических программ good corporate citizen, предполагающих социальную ответственность крупных компаний в странах, от операций в которых эти компании извлекают значительную коммерческую выгоду.

В мировой практике продажа предметов искусства в корпоративные коллекции все более напоминает процесс конкуренции за корпоративные рекламные и спонсорские бюджеты между рекламными, спортивными агентствами и учреждениями из других областей культуры. И хотя по-прежнему часто встречаются случаи покупок предметов искусства в корпоративные коллекции без публичного обсуждения цены исключительно филантропического свойства, общей тенденцией в построении корпоративных коллекций становится рациональный расчет. Так, рентабельность инвестированного капитала зависит как от ожидаемого роста цены арт-активов, так и от прогнозного увеличения стоимости торгового имени компании — спонсора коллекции (brand equity). Последний фактор обусловлен более благоприятным восприятием обществом этой компании в контексте ее «филантропических» усилий по поддержке искусств.

4.2.4. Частные коллекции

Частные коллекции как стратегия инвестирования в предметы искусства, по сути, являются гигантской промежуточной областью между рациональной стратегией «продюсирования», описанной выше в этой главе, и иррациональным

подходом к собирательству, который основан на любви к искусству и не предполагает излишних раздумий в отношении возврата сделанных инвестиций и их общего экономического эффекта (с учетом стоимости владения картинами, которая с точки зрения моделирования денежных потоков разрушает стоимость картин вне зависимости от их инвестиционного качества).

Индивидуальные подходы частных коллекционеров к инвестированию в предметы искусства определяют направление стратегии коллекционирования. Частные коллекционеры, легко расстающиеся с ранее купленными работами по устраивающей их цене, затрачивая колоссальное количество личного времени на исследование интересующих их сегментов рынка и повышение стоимости приобретаемых ими работ за счет выставочной деятельности, академических исследований, исследований провенанса, собственного PR и т.п., фактически мало чем отличаются от рациональных «арт-продюсеров». Разница может заключаться в риторике, эмоциональной привязанности к процессу и среде сделок на арт-рынке и объемах операций, но не в мотивах и не в логике принятия решений.

Среди частных коллекционеров широко распространен иррациональный подход к инвестированию в предметы искусства, построенный на эмоциональной привязанности инвесторов к отдельным работам, стилям, авторам и прочим коллекционным идеям. Классическим примером таких стратегий являются семейные коллекции, где между коллекционерами и художниками / их дилерами существуют родственные или иные социальные связи и процесс принятия решений о новых покупках основан на оценке ответственности приобретаемой картины идее коллекции или

историческим связям между данной работой и семьей коллекционера. Вопрос цены в этом контексте играет второстепенную роль — многие работы, оцененные как удачные для инвестирования, могут быть отвергнуты таким коллекционером из-за отсутствия связи с «идеей и духом» коллекции, и, наоборот, подходящие, желаемые покупателем работы могут быть куплены за цену, включающую внушительную премию за «радость владения», взимаемую прозорливым продавцом, способным уловить блеск в глазах частного коллекционера.

Главной особенностью частных коллекций в сравнении с тремя другими видами собраний, описанных выше в этом разделе, является именно принадлежность одному лицу. За исключением налоговых обязательств, их владельцы не обязаны раскрывать информацию о совершаемых сделках, декларировать кому-либо какие-либо принципы покупки картин и вести учет экономического эффекта от сделок с арт-активами. И если на рынках акций, прочих ценных бумаг и даже на рынке недвижимости совершаемые частными инвесторами сделки регистрируются в разнообразных реестрах, а деятельность посредников регулируется законодательством и лицензируется в большинстве стран мира, то рынок предметов искусства фактически находится вне поля регулирования и не оставляет никаких следов в отношении регистрируемых сделок и имен контрагентов.

4.3. Фондовый арт-индекс

Во всех описанных выше стратегиях инвестирования в предметы искусства инвесторы, как институциональные, так и частные, сталкиваются с одной и той же фундамен-

тальной проблемой — сами по себе предметы искусства не генерируют денежного потока, а в период между покупкой и продажей они требуют постоянных затрат, даже если коллекционер не инвестирует средства в «продюсирование» работы или увеличение ее стоимости за счет выставочной деятельности, реставрации, академических исследований и т.п. Эти затраты, также упоминаемые в настоящем издании как «стоимость владения» (ownership cost), складываются из затрат на страхование, хранение (в особых климатических условиях) и охрану. При подготовке к продаже предметов искусства их владелец, сопоставляя рыночную цену с фактическими затратами на данное произведение искусства, также должен принять во внимание свои исторические и будущие транзакционные затраты — комиссию, уплачиваемую посредникам (дилерам, аукционным домам, экспертам). В зависимости от срока владения работой и ее цены общие затраты инвестиционного процесса в предметы искусства могут составлять от 10% до трети от стоимости работ.

Такой высокий уровень затрат на процесс инвестирования в предметы искусства отпугивает многих потенциальных инвесторов, которых интересует арт-рынок.

Стоимость владения, а также отсутствие экспертизы для принятия успешных инвестиционных решений создали естественные предпосылки для развития отрасли арт-фондов, представляющих собой форму коллективных инвестиций в предметы искусства. Эта отрасль построена по принципу объединения частных капиталов в фонды, возглавляемые профессиональными управляющими с необходимыми опытом, знаниями и доступом на мировой арт-рынок. Осенью 2005 г. отрасль арт-фондов все еще пыталась

найти свое место под солнцем – размер привлеченных такими фондами денежных средств оставался незначительным. Около 10 объявивших о своем существовании фондов (ArtVest, The Fine Art Fund, The China Fund, Fernwood, Art Dealers Fund и пр.) декларировали намерение привлечь в общей сложности около 1 млрд долл. для инвестирования в предметы искусства. Однако в реальности по состоянию на сентябрь 2005 г. они располагали не более 200 млн долл. США и инвестировали на арт-рынке только 100 млн долл. в год. Если вспомнить существующие объемы публичного рынка мировых шедевров (общая капитализация составляет менее 7 млрд долл. США, а годовой оборот — 250–400 млн долл.), то становится очевидным, что только единицы из созданной на сегодня десятки фондов смогут инвестировать свои капиталы в предметы искусства ответственным образом, предлагая пайщикам выкуп паев фонда (учитывая нынешний уровень ликвидности рынка) не чаще одного раза в несколько лет. Иными словами, решив для своих пайщиков проблемы стоимости владения и отсутствия экспертизы в отрасли, арт-фонды не могут предложить своим инвесторам конкурентоспособный уровень ликвидности (риск ликвидности портфеля предметов искусства существенно выше ликвидности отдельных работ) и не дадут им возможности планировать горизонт инвестиций в такой «производный продукт» — ни один из существующих сегодня фондов по причине низкой ликвидности арт-рынка не может дать четких обязательств своим инвесторам в отношении сроков ликвидации фонда и распределения доходов между пайщиками.

И если современная инфраструктура арт-рынка не даст иных способов инвестирования в предметы искусства,

кроме собственно покупки работ или ограниченно доступных коллективных форм инвестирования, то фондовый рынок позволяет реализовать инвестиционную стратегию, предоставляющую возможность совершать сделки со стандартными финансовыми инструментами, в основе которых лежат риски арт-отрасли (разных бизнес-моделей, применяемых в отрасли и подробно описанных в первой главе). Эта стратегия разработана специалистами KunstAM и представляет собой портфель акций пяти компаний («фондовый арт-индекс KunstAM»), торгующихся на разных фондовых биржах мира и объединенных тем, что все они ведут свою основную деятельность на глобальном рынке предметов искусства.

4.3.1. Критерии для включения компаний в фондовый арт-индекс KunstAM

Для включения в фондовый арт-индекс KunstAM акционерная компания должна удовлетворять следующим двум базовым условиям:

1. Основная деятельность компании непосредственно связана с рынком предметов искусства, и выручка компании не менее чем на 80% складывается из деятельности на этом рынке.
2. Акции компании публично торгуются на одной из мировых фондовых бирж.

По состоянию на 15 сентября 2005 г. в мире насчитывалось всего лишь пять компаний, удовлетворяющих этим двум критериям (см. табл. 4.2).

Методология расчета фондового арт-индекса KunstAM представлена на сайте www.kunstam.com.

Таблица 4.2

Компании, акции которых составляют фондовый арт-индекс KunstAM

Наименование	Рынок	Тикер	Валюта	Основная деятельность
Sotheby's Holding Inc	NYSE	BID	USD	Посредническая деятельность по продаже предметов искусства, организация аукционов, торговля каталогами (аукцион)
Artprice S.A	Euronext Paris	PRC.PA	EURO	Продажа информации о совершенных сделках на рынке предметов искусства (медиа)
Artnet AG	XETRA	AYD.DE	EURO	Продажа информации о совершенных сделках на рынке предметов искусства (медиа)
Artemis Fine Arts	Euronext Bruxelles	ARTE.BR	EURO	Покупка и продажа предметов искусства, оценка их стоимости (арт-дилер)
Partridge Fine Arts plc	LSE	PRFL	GBP	Покупка и продажа предметов искусства (арт-дилер)

Источник: www.kunstam.com

Интересно, что в структуре фондового арт-индекса KunstAM представлены компании, осуществляющие коммерческую эксплуатацию трех различных бизнес-моделей на рынке предметов искусства — аукционная деятельность, дилерская торговля и информационный бизнес.

4.3.2. Сравнение результатов инвестирования в фондовый арт-индекс KunstAM с динамикой индикаторов мировых рынков капиталов

Показанная на рис. 4.1 сравнительная динамика фондового арт-индекса и основных индикаторов мировых рынков

капитала наглядно демонстрирует, что даже в чрезвычайно успешном для мирового арт-рынка 2005 г. доходность индекса отставала от средней доходности индекса Лондонской фондовой биржи и находилась примерно на уровне индекса фондовой биржи Нью-Йорка (составила приблизительно 5% за 8 месяцев 2005 г.).

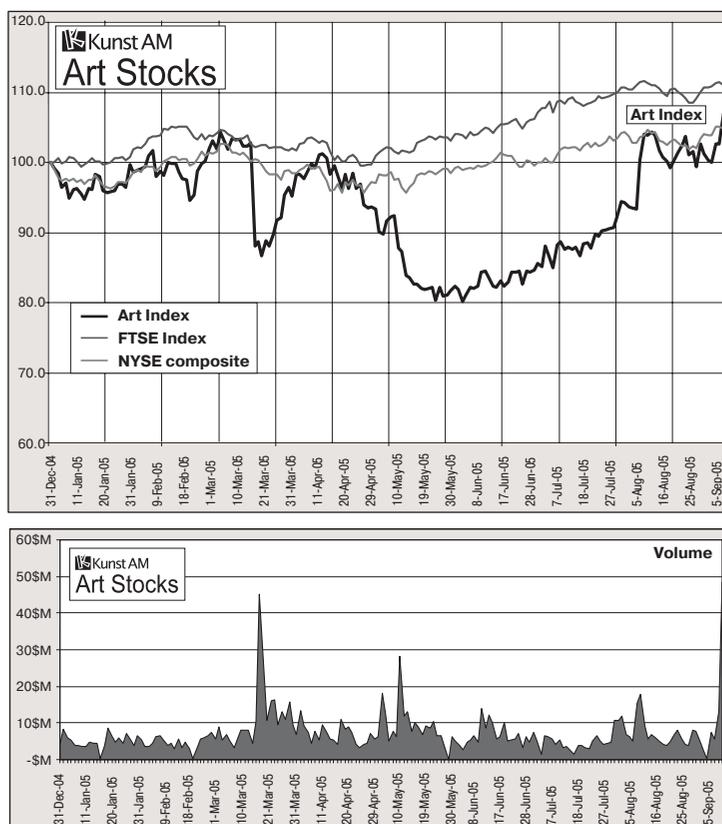


Рис. 4.1. Сравнительная динамика курсов акций компаний, специализирующихся на рынке искусства (KunstAM Art Stocks), и мировых фондовых индексов (31 декабря 2004 г. — 5 сентября 2005 г.)

Любопытно, что совокупная капитализация фондового арт-индекса KunstAM (т.е. компаний, его составляющих) по состоянию на 5 сентября 2005 г. составляла 1193 млн долл. США, или чуть менее 20% от совокупной стоимости 500 самых дорогих работ в мире на ту же дату. В то же время выручка 2004 г. по всем компаниям фондового арт-индекса KunstAM составила 535 млн долл. США, а годовой объем торговли шедеврами из списка KunstAM Top 500 — 680 млн долл. США.

Анализируя структуру фондового арт-индекса KunstAM, представленную в табл. 4.3, особенно необходимо обратить внимание на следующее:

1. Аукционная компания Sotheby's Holding Inc доминирует в фондовом арт-индексе KunstAM, обеспечивая 90% капитализации индекса, и фактически является аппроксимацией мирового рынка арт-акций.
2. Все компании, составляющие индекс, кроме Sotheby's Holding Inc, являются убыточными, и тем не менее фондовый рынок дает этим компаниям неплохую оценку, ни одна из компаний не котируется с коэффициентом ниже 1,3 от годового объема выручки.
3. Портфельный подход к инвестированию в арт-акции через арт-индекс абсолютно оправдан. На основании длинных исторических серий ценовых данных, анализ которых не предусмотрен форматом настоящего издания, доказываемая низкая корреляция изменений курсовой стоимости между составляющими индекс компаниями. Тем самым обеспечивается значитель-

ный уровень диверсификации рисков в пределах фондового арт-индекса KunstAM. Наглядным примером этого служит различная динамика доходности 2005 г. по составляющим индекс компаниям, представленная в третьей графе табл. 4.3.

Таблица 4.3

Основные показатели по компаниям, составляющим фондовый арт-индекс KunstAM

(млн долл. США)

Название компании	Капитализация	Изменение курса акций*	Выручка, 2004 г.	EBIT margin, %**	Return on assets	D/E ratio	EPS	P/E	P/S
Sotheby's Holding Inc	1138	-2%	496,7	25%	7%	4,19	1,40	12,96	2,33
Artprice S.A	66	409%	3,0	-76%	-46%	2,30	-0,29	-7,88	4,72
Artemis Fine Arts	18	142%	14,9***	-9%	-11%	0,05	-2,74	-4,46	1,37
Artnet AG	20	-12%	6,3	-1%	-11%	-2,24	-0,12	-13,64	1,43
Partridge Fine Arts plc	22	-1%	13,9	-21%	-6%	0,21	-0,15	-6,97	1,63

* С 31 декабря 2004 г. по 5 сентября 2005 г.

** Показатель операционной рентабельности, колонки, расположенные правее, содержат показатели «доходность активов», «отношение заемного капитала к акционерному», «чистая прибыль на одну акцию», «отношение цены к прибыли на одну акцию» и «отношение цены к выручке на одну акцию».

*** В связи с отсутствием более поздней финансовой информации здесь приведен размер выручки за год, завершившийся 30 сентября 2003 г.

Модель оценки художественных активов

При всем видимом изобилии предметов искусства и обслуживающих сферу изобразительных искусств коммерческих фирм, аукционов, дилеров, информационных компаний и консультантов выбор для рациональных инвестиционных стратегий на арт-рынке невелик.

5.1. Арт-рынок как особая форма рынка частных акционерных инвестиций

Прежде чем перейти к описанию в этой главе алгоритма оценки художественных активов, разработанного компанией KunstAM для поддержания процесса принятия решений о вложении капиталов на арт-рынке, сформулируем несколько выводов о применимости инвестиционных стратегий в сфере изобразительного искусства, изложенных в предыдущих главах книги.

1. Рынок предметов искусства в прессе и литературе часто причисляется к рынкам «альтернативных инвестиций». Между тем он фактически не способен абсорбировать сотни миллионов долларов новых капиталовложений в год подобно рынкам недвижимости, прямых инвестиций и хедж-фондов. Главным недостатком арт-рынка в сравнении с другими «настоящими» рынками альтернативных инвестиций, помимо существенно меньшей емкости и ликвид-



Глава 5

ности, является общая неспособность арт-рынка обеспечивать инвесторам прозрачный и независимо контролируемый процесс покупки и продажи активов.

2. Арт-рынок правильнее рассматривать как высокорискованную сферу приложения частных капиталов, в которой предельный размер эффективно управляемых капиталовложений вряд ли может превышать 100 млн долл. на весь период инвестирования, а адекватная прибыль на инвестиции возможна только при тщательном соблюдении определенных подходов к отбору предметов искусства и к управлению коллекциями (портфелями арт-активов).
3. Даже если отставить в сторону дискуссию в отношении определения адекватной, ожидаемой доходности на инвестированный в арт-активы капитал (ставку дисконтирования), фундаментальный анализ арт-активов не позволяет определить «справедливую стоимость» предметов искусства. Это обусловлено высокой степенью неопределенности в отношении терминальной стоимости арт-активов и ожидаемого горизонта владения ими (возникновения возможности продать предметы искусства по устраивающей инвестора цене).

В то же время фундаментальный финансовый анализ предметов искусства как инвестиционного актива позволяет выделить «неприятное» свойство арт-активов и его влияние на стоимость предметов искусства. В отличие от традиционных инвестиционных активов (акций и облигаций) и даже таких активов, как недвижимость, приобретение предмета искусства

ва сразу заставляет инвестора принять на себя обязательство по обслуживанию отрицательного денежного потока, так называемой «стоимости владения». Стоимость владения складывается из затрат на страхование, охрану, хранение и реставрацию арт-активов и в зависимости от предметов искусства и возможности инвестора разделить затраты между большим числом предметов коллекции может составлять от 1% до 10% от стоимости работы в год. В отличие от аналогичной ситуации для активов на рынке недвижимости стоимость владения предметом искусства практически не может быть сбалансирована доходом от эксплуатации актива (сдачей в аренду в случае недвижимости). Доходы от выставочной деятельности и лицензирования интеллектуальной собственности (изображения картины или коллекции) не являются постоянными и существенно ниже стоимости владения арт-активами. Отказ от стоимости владения на практике широко используется многими инвесторами в арт-активы и предполагает экономию на охране и страховке предмета искусства. Однако с финансовой точки зрения это является неприемлемой стратегией. Вероятный риск потери предмета искусства, учитываемый в моделировании оптимальной инвестиционной стратегии, делает любую инвестиционную стратегию без стоимости владения заведомо не оптимальной при оптимизации в принятой в финансовом мире системе координат риск / возврат на вложенный капитал.

4. С точки зрения рынка прямых инвестиций (private equity), к которому по духу и сути инвестиционно-

го процесса арт-рынок находится ближе всего, приобретение предмета искусства сродни покупке убыточной компании с планируемыми убытками на весь период владения и неясной перспективой возможности перепродать этот актив ни с точки зрения сроков, ни с точки зрения ожидаемой ставки возврата на капитал.

Анализируя эти выводы и принимая реальность, которая заключается в том, что десятки тысяч людей и организаций ежегодно совершают сделки с предметами искусства не менее чем на 10 млрд долл. в год, и многие это делают в том числе из рациональных инвестиционных соображений, нужно признать: рынок предметов искусства — это, помимо культурной среды, поддерживаемой государственными и частными спонсорскими взносами, также и высокорискованная сфера капиталовложений для предприимчивых инвесторов с большим аппетитом к риску и балансирующей этот риск прибыли на капитал.

Для этой аудитории специалистами KunstAM и создан алгоритм оценки художественных активов, обеспечивающий поддержку рационального процесса принятия решений о вложении капиталов на арт-рынке.

5.2. Фундаментальные положения модели оценки художественных активов

Модель оценки художественных активов (МОХА) применима только в тех случаях, когда инвестор приобретает (или продает) предмет искусства с целью получить прибыль на инвестированный капитал, адекватную рис-

ку инвестирования в предметы искусства. МОХА не оценивает иррациональные утилиты предмета искусства, в реальности часто закладываемые контрагентами арт-рынка в цену художественных произведений. Примерами таких утилит являются «радость владения», «PR-эффект», «патриотический или сентиментальный мотив», «цена доступа или цена статуса», приобретаемого инвестором в результате покупки или продажи картины, и т.п. С точки зрения МОХА расчет цены предмета искусства может быть представлен в виде формулы (*первое правило KunstAM*):

$P = (FV + IP) \times PF$, где

P (*price*) — расчетная цена предмета искусства;

FV (*fair value*) — справедливая цена предмета искусства согласно МОХА;

IP (*irrational premium*) — премия за иррациональность (или цена восприятия);

PF (*provenance factor*) — провенанс-мультипликатор.

Суть МОХА состоит именно в том, чтобы применяющий эту модель продавец (покупатель) предмета искусства мог протестировать и аргументированно обсуждать с контрагентом предлагаемую цену сделки (P).

Модель оценки художественных активов дает возможность назначить справедливую цену предмета искусства (FV) на основании широко используемого в мировой финансовой практике метода аналогов.

Описываемая ниже в этой главе МОХА также предлагает алгоритм оценки премии за иррациональность и провенанс-мультипликатора, однако собственно подбор этих значений

является и всегда будет субъективным и индивидуальным для каждого предмета искусства и участника сделки.

Главным смыслом формулы расчетной цены предмета искусства является то, что она складывается из объективно определяемой на основании МОХА справедливой цены арт-актива, субъективной премии за иррациональное восприятие этой цены обоими участниками сделки, а также провенанс-мультипликатора, который всегда имеет значение от 0 до 1 и, по сути, является ставкой дисконтирования за риск аутентичности и экспроприации, присущий данному арт-активу.

Заметим, что справедливая стоимость предмета искусства по МОХА и его расчетная цена являются идентичными величинами в ситуации, когда отсутствует риск аутентичности и экспроприации (провенанс-мультипликатор равен 1) и участники сделки оценивают предмет искусства на основании исключительно рациональных подходов.

Оба показателя — P (расчетная цена предмета искусства) и FV (справедливая цена предмета искусства) — являются «чистыми» значениями цены, т.е. не включают в себя размер комиссионных. Цены, используемые в базах данных аналоговых оценок для расчетов по МОХА, приводятся без учета комиссии покупателя (buyer's premium), поскольку МОХА может быть применена для сделок, совершаемых вне пределов аукционных домов. Для тестирования аукционных цен с помощью МОХА расчетную цену предмета искусства, получаемую с помощью этой модели, необходимо увеличить на премию покупателя (или комиссию, взимаемую с продавца, в случае сделки по продаже актива)

для получения цены, корректно сравнимой с аукционной оценкой.

Интересно, что первое правило KunstAM является прекрасным теоретическим обоснованием причины постоянного интереса инвесторов к современному искусству. Покупая картины у ныне живущих мастеров, инвесторы фактически фиксируют мультипликатор PF на максимально возможном уровне 1 и, таким образом, исключают риск аутентичности и экспроприации (по причине возможного признания ничтожными ранее совершенных сделок с арт-активом) из процесса инвестирования в предметы искусства.

5.2.1. Расчет справедливой цены предмета искусства

В основе принятого в современной практике подхода к определению расчета справедливой цены предмета искусства лежит мнение эксперта или экспертов — предметы искусства не только не являются «стандартным биржевым товаром», но и, как было показано ранее, рынок предметов искусства является настолько низколиквидным и непрозрачным, что он не в состоянии выполнять свою главную роль: формировать публично известную цену на арт-активы.

Эксперты аукционных домов устанавливают диапазон оценочной стоимости работ в преддверии аукциона, к ним обращаются банки и страховые компании для оценки залоговой и страховой стоимости арт-актива и т. п. Очень часто эксперты выполняют двойную роль — оценивают произведение, а также подтверждают аутентичность рабо-

ты того или иного мастера. Два этих мнения, очевидно, связаны между собой — риск подделки и риск возможных обременений негативно влияют на цену. Однако экспертные оценки по многим причинам являются несовершенным методом определения стоимости арт-активов. Эксперты не только субъективны, но поскольку многие из них работают в галереях и аукционных домах, бизнес-модель которых построена на взимании комиссий с операций с арт-активами, то у таких экспертов часто возникают конфликты интересов, приводящие к искажению оценки предмета искусства в контексте коммерческих интересов их работодателей.

Объективный подход к определению цены предмета искусства предполагает использование заложенной в первом правиле KunstAM концепции разделения понятий расчетной цены предмета искусства и его справедливой цены. *FV* (fair value), или справедливая цена, рассчитывается на основе информации по сделкам с аналоговыми активами без учета провенанс-риска и цены восприятия конкретной работы.

Для оценки большинства арт-активов в современной практике «проверки» оценок экспертов используется метод сравнения по ценам за квадратный метр предметов искусства отдельного автора. Соответствующие базы данных, охватывающие десятки тысяч авторов и информацию о сделках с миллионами предметов искусства, созданы и поддерживаются компаниями Artprice, Artnet и Akoun. Естественно, такой способ определения справедливой цены предмета искусства, построенный на простом усреднении приведенной к единому размеру ценовой информации по предыдущим сделкам, является грубым приближением и

дает большую погрешность в определении справедливой цены. Некоторые компании, в первую очередь Artprice, усовершенствовали такой подход, введя периодизацию наследия художников и выведя средние аналоговые значения для отдельных периодов творчества мастера. Но даже использование этих средних оценок для расчета справедливой цены не позволяет учесть такие важные факторы оценки картины, как сюжет, а также ширина и ликвидность рынка работ данного мастера.

Разработанная KunstAM модель оценки художественных активов позволяет рассчитать справедливую цену на основе многофакторного исследования для наиболее дорогих предметов искусства – с рыночной стоимостью от 5 млн долл. США. MOXA описывает предметы искусства как объекты, определяемые восемью различными параметрами:

1. Цена предмета искусства.
2. Имя и национальность автора.
3. Ликвидность и ширина рынка работ автора.
4. Контекстная стоимость.
5. Размер картины.
6. Период создания картины.
7. Возраст автора в момент создания картины.
8. Сюжет картины.

Специалисты KunstAM описали по этим восьми параметрам каждую работу из рейтинга 500 самых дорогих предметов искусства, а затем с использованием методов статистиче-

ского анализа определили веса факторов, оказывающих наибольшее воздействие на цену предметов искусства.

Отметим, что каждый из перечисленных восьми факторов стоимости предмета искусства, хотя и не всегда имеет точную цифру, по сути, является объективной формой оценки определенного инвестиционного качества картины. Субъективный фактор стоимости в виде цены восприятия (иррациональная составляющая) зависит от индивидуальных покупателей и продавцов и, по сути, не имеет ничего общего с самим предметом искусства — часто определяющие восприятие картины и иррациональное поведение ее покупателей факторы стоимости уже отражены в цене, например сюжет и контекстная стоимость работы.

Провенанс-риск также, по сути, не имеет ничего общего с самим предметом искусства — провенанс-мультипликатор отражает способность рынка отследить аутентичность и отсутствие обременений, связанных с «жизнью» картины на вторичном рынке. При этом связанная с провенансом культурная история владения картины, непосредственно воздействующая на ее стоимость, отображается в четвертом факторе МОХА — контекстной стоимости.

Наконец, МОХА не принимает во внимание такие особенности оценки предмета искусства, как физическое состояние работы и стоимость владения ею. Затраты на реставрацию и всевозможные элементы стоимости владения, описанной в разделе 5.1, являются индивидуальными расходами для каждого конкретного покупателя. Эти расходы могут сильно различаться в зависимости от политики покупателя в отношении физического качества находящихся в его коллекции работ и существующей у такого покупателя систе-

мы организации управления коллекциями предметов искусства (структуры затрат на владение коллекцией).

5.2.2. Факторы справедливой цены предметов искусства в МОХА

Модель оценки художественных активов предполагает следующий алгоритм оценки предмета искусства. Для оценки арт-актива в модели МОХА по аналоговой стоимости необходимо:

- описать предмет искусства по семи факторам (кроме цены предмета искусства), согласно изложенному ниже в этом разделе алгоритму;
- «нанести» полученные значения на семь соответствующих шкал стоимости;
- в зависимости от показателей «имя и национальность автора» и «ликвидность и ширина рынка работ автора» выбрать соответствующую таблицу коэффициентов аналоговой оценки;
- произвести расчет справедливой цены предмета искусства, используя полученные при описании работы значения факторов стоимости и взятые из таблицы коэффициентов МОХА множители для этих значений.

Теперь перейдем к подробному описанию восьми параметров оценки предметов искусства, используемых для всех работ в KunstAM Top 500 в многофакторной модели оценки художественных активов KunstAM.

1. Цена предмета искусства — первый фактор оценки предмета искусства, в МОХА используется за выче-

том премии покупателя (для аукционных цен) и принимается для расчетов в реальных ценах¹. Используется одно значение цены для каждой работы, при наличии повторных продаж применяется последнее значение (цена последней сделки).

2. Имя и национальность автора — второй фактор оценки, предполагает одновременное отождествление предмета искусства с именем и национальностью автора произведения. Такое отождествление позволяет применять МОХА к оценке работ художников, чьих картин нет в списке KunstAM Top 500, — прочие индивидуальные особенности оценки такого нового для KunstAM Top 500 художника будут также описаны третьим, четвертым и шестым факторами оценки. МОХА, основанная на KunstAM Top 500, содержит коэффициенты оценки для 16 разных национальных групп художников, а также 17-й коэффициент для категории «новая национальность»².
3. Ликвидность и ширина рынка работ автора — третий фактор оценки предметов искусства. Классификация KunstAM предполагает шесть разных категорий ликвидности и ширины рынка работ автора (табл. 5.1).
4. Контекстная стоимость – четвертый параметр оценки предмета искусства построен на концепции «контекстной стоимости», подробно описанной в четвер-

¹ Подробное описание порядка расчета реальных цен см. во второй главе.

² См. табл. 3.3 в разделе 3.2

Таблица 5.1

Название категории	Число работ в Top 500
«Голубые фишки»	≥20
«Второй эшелон»	8–19
«Третий эшелон»	4–7
«Редкие продажи»	2–3
«Случайные продажи»	1
«Новое имя»	0

той главе³. Для оценки контекстной стоимости МОХА делает допущение, что «контекст» данного предмета искусства, будь то история его создания, обращения или прочая связанная с работой история, должен быть широко известен публике. Для измерения контекстной стоимости МОХА использует индекс цитируемости названия работы по крупнейшей мировой поисковой системе Google (включая новый продукт Google Print, позволяющий осуществлять полнотекстовый поиск по книжным изданиям некоторых крупнейших библиотек мира). Интересно, что такой подход устанавливает непосредственную связь между стоимостью работы и затраченными всеми поколениями ее владельцев усилиями на ее продюсирование (искусствоведческие исследования, литература, выставочная деятельность, рецензии прессы и т. п.). В зависимости от числа и качества (уникальные упоминания в разных контекстах) упоминаний названия предметов искусства выделяется семь категорий контекстной стоимости:

³ См. раздел 4.1.

- мировой шедевр;
- национальная гордость;
- историческая знаменитость;
- четкий и занимательный контекст;
- известная работа;
- известный период;
- новая история.

5. Размер картины – пятый параметр оценки предметов искусства основан на классификации размеров картин, детально описанной в разделе 3.5 (см. третью главу) книги. По этой классификации выделяется 7 категорий картин:

Таблица 5.2

Размерная группа	Площадь работы, кв. м
A	0–0,25
B	0,25–0,50
C	0,50–0,75
D	0,75–1
E	1–2
F	2–4
G	> 4

6. Период создания картины — шестой параметр оценки предметов искусства относит арт-актив к одному из семи периодов истории изобразительных искусств, выделяемых на основе статистического анализа аукционных цен KunstAM Top 500.

Таблица 5.3

Название периода	Годы
Неоимпрессионизм, венское Возрождение, набиизм, фовизм и модерн	1888–1903
Зарождение и расцвет импрессионизма	1867–1887
Сюрреализм и абстракционизм	1922–1946
Кубизм, экспрессионизм, супрематизм и дадаизм	1904–1921
От эпохи Возрождения до классицизма	1487–1866
Action painting и поп-арт	1947–1968
Постмодернизм	1973–н.вр.

7. Возраст автора в момент создания картины — как было показано в четвертой главе, возраст автора в момент создания предмета искусства имеет весомое статистическое значение при анализе исторических цен на арт-активы⁴. Для описания предметов искусства с помощью этого седьмого параметра используются следующие пять категорий продуктивности возрастов художников:

Таблица 5.4

Название категории	Возраст, в котором написана работа
Расцвет мастера	35–39, 50–54
Академическая зрелость	30–34, 40–49
Период активного творчества	25–29, 55–59
Творческий период	60–79, 20–24
Отдельные эксперименты	до 20, после 80

⁴ См. табл. 4.1.

8. Сюжет картины – восьмой параметр оценки классифицирует предметы искусства по сюжетам, при этом используются следующие сюжетные категории:

- пейзаж;
- абстракция;
- женский портрет;
- обнаженная натура;
- мужской портрет;
- натюрморт;
- скульптура;
- прочие портреты;
- автопортрет;
- женский портрет с ребенком;
- прочее.

Классифицировав предметы искусства по указанным восьми параметрам (или по семи — за исключением цены для оцениваемого арт-актива), пользователю МОХА необходимо выбрать таблицу коэффициентов аналоговой оценки МОХА для расчета справедливой цены.

МОХА предусмотрены три таблицы, составленные в зависимости от следующих соотношений параметров «имя и национальность автора» и «ликвидность и ширина рынка работ автора» — такое разделение основано на статистическом анализе, выявившем разное качество корреляций параметров в зависимости от сужения и расширения выборок по отдельным параметрам:

Таблица коэффициентов 1

Французы и художники, относимые к категории «голубые фишки» или «второй эшелон».

Таблица коэффициентов 2

Испанцы, голландцы, итальянцы, американцы и художники, относимые к категории «голубые фишки», «второй эшелон» или «третий эшелон».

Таблица коэффициентов 3

Прочие.

Собственно таблицы коэффициентов МОХА публикуются на сайте www.kunstam.com (доступны только зарегистрированным пользователям).

Расчет справедливой стоимости предмета искусства с помощью МОХА осуществляется путем определения семи компонентов стоимости на основании перечисленных выше факторов и коэффициентов МОХА и последующего сложения этих факторов.

5.2.3. Пример оценки справедливой стоимости предмета искусства с помощью МОХА

На примере работы Сезанна *Rideau, Cruchon et Compôtier*, занимающей 6-е место в списке 500 самых дорогих работ KunstAM, приведем образец оценки справедливой стоимости предмета искусства.

Написанный в период 1893–1894 гг. знаменитый натюрморт Сезанна стал одним из последних значительных произведений автора, созданных до его первой персональной выставки осенью 1895 г.⁵ и примерно за полтора

⁵ Источник — Silvia Borghesi, *Cézanne*, 1999, Leonardo Arte s.r.l., Milano, Elemond Editori Associati.

года до знакомства массового зрителя с кинематографом⁶. Спустя 104 года этот натюрморт был продан на аукционе за 55 млн долл. США (60 502 500 долл. с учетом комиссии, уплаченной покупателем) и до сегодняшнего дня остается самым дорогим натюрмортом, когда либо проданным в мире.

Приведем пример описания работы Сезанна *Rideau, Cruchon et Comptoir* в системе MOXA (см. цветную вклейку).

Таблица 5.5

Параметр оценки	Значение	Коэффициент KunstAM
Реальная цена предмета искусства (по состоянию на 1 сентября 2005 г.)	64 993 983 млн долл.	
Имя и национальность автора	Сезанн, француз, средняя цена — 16 182 151 долл.	1
Ликвидность и ширина рынка работ автора	«Голубая фишка»	1
Контекстная стоимость	Мировой шедевр	1
Размер картины	В, средняя цена — 11 888 859 долл.	0,2
Период создания картины	Неоимпрессионизм, средняя цена — 15 293 832 долл.	0,25
Возраст автора в момент создания картины	Расцвет мастера	0,25
Сюжет	Натюрморт	0,2

⁶ Два этих события традиционно используются в периодизации работ Сезанна как отправные точки для изменений общественного признания работ автора, с одной стороны, и собственных представлений художника об изобразительном искусстве — с другой.

Используя таблицу коэффициентов № 1, рассчитаем справедливую стоимость данной работы Сезанна следующим образом:

FV (fair value, или справедливая стоимость) равна:

- = 16 182 151 компонента имени и национальности автора, средняя «цена» автора по KunstAM Top 500 с коэффициентом 1
- + 16 182 151 компонента ликвидности и ширины рынка работ автора, классифицируемого как «голубая фишка», и равная максимально возможному коэффициенту 1 от средней «цены» автора
- + 16 182 151 компонента контекстной стоимости, классифицируемой как мировой шедевр по числу упоминаний, яркости «яблочной» темы и статусу «короля натюрмортов», определяемая с коэффициентом 1 от средней «цены» автора
- + 3 236 430 фактор размера — второй минимально возможный коэффициент к средней «цене» автора за один из самых низко оцениваемых размеров картин (0,2 × 16 182 151)
- + 4 045 538 фактор периода создания картины, с максимально возможным коэффициентом 0,25 от средней стоимости работ автора (наиболее «ценный» и широко представленный период в KunstAM Top 500)
- + 4 045 538 фактор возраста автора в момент создания картины, соответствующий расцвету мастера и вводимый с максимально возможным коэффициентом 0,25 от средней стоимости работ автора

+ 3 236 430 фактор сюжета — второй минимально возможный коэффициент к средней «цене» автора за один из самых низко оцениваемых и редко встречающихся сюжетов картин ($0,2 \times 16\ 182\ 151$)

= 63 110 389 долл. США.

Интересно, что рассчитанная справедливая цена оказалась примерно на 2,9% ниже фактической аукционной цены этой работы (без комиссии и с учетом индексации для перевода в реальные цены). Эти 2,9% являются погрешностью МОХА и фактически могут быть списаны на цену восприятия или премию за иррациональность покупателя этой работы. Также заметим, что приобретший эту работу Сезанна в 1999 г. покупатель заплатил сверх аукционной цены (55 млн долл. США на то время) 10% комиссии — с теоретической точки зрения эту комиссию можно считать своеобразной оценкой провенанс-мультипликатора. Комиссия, уплаченная солидному аукционному дому, фактически гарантировала покупателю значение 1 для провенанс-мультипликатора, т.е. отсутствие скидки в стоимости работы из-за рисков аутентичности и исторических обременений.

5.2.4. Алгоритм определения премии за иррациональность

Расчет премии за иррациональность (цену восприятия, *IP*) — это рациональный алгоритм оценки эмоциональных особенностей ценообразования на рынке предметов искусства, не связанных с собственно инвестиционными качествами арт-актива.

Компонента *IP*, увеличивающая справедливую стоимость предмета искусства, представляет собой ответ на вопрос,

какую дополнительную сумму покупатель готов заплатить сверх справедливой цены за данный предмет искусства. В четвертой главе мы недаром уделили так много внимания стратегиям коллекционирования — понимание психологии коллекционеров, мотивов их возможного иррационального поведения является важной основой для расчета премии за иррациональность.

На практике можно выделить четыре стандартных мотива иррационального (в контексте инвестиционной стратегии на рынке предметов искусства) поведения:

1. «Радость владения» — абсолютно эмоциональный мотив, складывающийся из эстетических свойств предметов искусства и общего мироощущения покупателя на данный момент. Моделирование этой компоненты иррациональной премии бессмысленно, ее размер определяется субъективно в процессе торговли.
2. «PR-эффект» — это прагматичный мотив, фактически субсидирующий иную повестку дня покупателя или продавца предмета искусства за счет сокращения прибыли на капитал, инвестированный в арт-рынок. К примеру, публичная передача крупным бизнесменом шедевра в дар государственному музею — это оцененная в стоимость подаренной картины дополнительная репутация социальной ответственности дарителя. Умение уловить возможный PR-эффект и его цену для вашего контрагента по сделке и способность его эксплуатировать в собственных интересах являются важнейшим элементом торговой стратегии на рынке предметов искусства, определяющим важную составную часть премии за иррациональность.

3. «Патриотический или сентиментальный мотив» — это наиболее частая причина скупок шедевров с большой премией коллекционерами, движимыми необходимостью потратить часть своих капиталов ради высших целей. Для таких покупателей PR-эффект может не иметь никакого значения, а радость владения в их понимании часто ограничена ощущением близкого конца их жизни. Моделирование этой компоненты иррациональной премии лишено смысла, ее размер определяется субъективно в процессе торговли.
4. «Цена доступа или цена статуса» — классическая компонента иррациональной премии для новых покупателей на рынке предметов искусства, не имеющих семейных традиций коллекционирования и, как правило, обретших значительные состояния сравнительно недавно, в первом поколении. По сути, это «узкий» случай описанного выше PR-эффекта, результатом которого, по расчету покупателя, должно стать получение определенного признания в обществе или у отдельных лиц, например продавца — контрагента по сделке. Как и в случае с PR-эффектом, успешная стратегия инвестирования на арт-рынке предполагает способность выделить в среде покупателей тех, кто готов доплачивать за доступ и статус, а также оценить размер иррациональной премии, которую такой покупатель готов заплатить.

В заключение этого раздела еще раз повторимся — иррациональная премия, или цена восприятия, не имеет прямой связи с инвестиционными качествами предмета искусства и должна субъективно определяться для конкретной сдел-

ки и индивидуального контрагента. Понимание нюансов стратегий коллекционирования и степени и мотивов иррациональности в процессе принятия решений о сделках с предметами искусства является важным элементом успешных рациональных стратегий вложения капиталов на арт-рынке.

5.2.5. Алгоритм определения провенанс-мультипликатора

По сути, провенанс-мультипликатор отвечает на вопрос, насколько вероятно, что данный предмет искусства окажется поддельным или что ранее совершенные с ним сделки будут признаны ничтожными и покупателю придется расстаться с приобретенной работой на коммерчески невыгодных условиях.

Вес его в формуле первого правила KunstAM значителен. Так, наличие 50%-ной вероятности подделки, в реальности существующей для многих из попадающих на арт-рынок дорогих работ, вдвое сокращает расчетную стоимость шедевра. Именно эта зависимость наглядно объясняет, почему рынок подделок наводнен не только продавцами, но и покупателями: если есть 10%-ный шанс за 100 тыс. долл. купить картину, которая может стоить 3 млн долл., будучи аутентичной, то для многих покупателей доходность инвестиций в этот предмет оказывается слишком большим искушением, чтобы закрыть глаза на высокий вероятностный риск потери основной стоимости такого вложения.

На этом же простом соотношении провенанс-мультипликатора и стоимости арт-активов строится незыблемая

позиция аукционной олигополии — на рынке мировых шедевров Sotheby's и Christie's являются уникальными посредниками, способными дать финансовую гарантию рисков аутентичности и экспроприации и позволить, таким образом, поднять провенанс-мультипликатор до единицы в расчете стоимости предметов искусства.

Основываясь на этих простых заключениях, приведем некоторые эмпирические рекомендации подбора провенанс-мультипликатора:

- 1) для сделок с шедеврами стоимостью от 5 млн долл. США, совершаемых вне Sotheby's и Christie's (на которые, как было показано во второй главе, приходится около 96,4% от всех публичных сделок с работами из списка KunstAM Top 500), провенанс-мультипликатор никак не может составлять более 0,91, учитывая, что эти аукционные дома взимают в среднем 10%-ную (от стоимости работы) премию покупателя, фактически соответствующую стоимости страховки от рисков аутентичности и экспроприации;
- 2) если справедливая цена, рассчитанная с помощью МОХА, оказывается в несколько раз выше цены предложения шедевра стоимостью более 5 млн долл. США, это является верным признаком низкого провенанс-мультипликатора. По общему правилу, если цена предложения шедевра оказывается в два раза и более ниже справедливой цены, рассчитываемой по МОХА, на практике применяется провенанс-мультипликатор менее 0,5;
- 3) наличие разногласий между экспертами в отношении аутентичности картины должно быть достаточным

основанием для принятия провенанс-мультипликатора на уровне не выше 0,75, вне зависимости от того, насколько репутация сомневающегося эксперта уступает репутации эксперта, уверенного в аутентичности работы.

5.3. Как применять МОХА на практике

Как и любая модель оценки, МОХА — это не механизм расчета точной и безусловной цены, а аргументированные рациональные размышления в отношении стоимости шедевра, дорогого актива, не имеющего объективных и общепризнанных методик рыночной оценки. На практике МОХА наиболее применима для предметов искусства стоимостью свыше 5 млн долл. в следующих ситуациях:

1. Тестирование аукционных оценок — насколько справедлива цена в диапазоне, предложенном аукционистом (вне зависимости от того, планируете вы продать или купить работу на аукционе).
2. Адекватность страхового покрытия — тестирование страховой стоимости предметов искусства на предмет достаточности или избыточности страхового покрытия.
3. Отсутствие злоупотреблений при управлении коллекциями — анализ сделок по продаже и покупке шедевров на предмет соответствия цен сделок справедливой стоимости купленных / проданных активов.
4. Определение базы для расчета залоговой стоимости предмета искусства. На практике банки и иные

финансовые организации принимают значительные предметы искусства в залог с дисконтом 50–60% от рыночной цены. МОХА позволяет аргументированно обсуждать с банком-кредитором базис для расчета залоговой стоимости предмета искусства.

В каждом выпуске KunstAM Art Valuation Letter (периодическое издание, выходящее под эгидой Kunst Asset Management GmbH) публикуются отчеты по оценке мировых шедевров с использованием МОХА. Наиболее интересные из них печатаются за несколько недель до крупных аукционов с анализом соответствия аукционных оценок справедливой цене шедевров, рассчитанной с помощью МОХА. Все таблицы коэффициентов, применяемых для оценки предметов искусства, можно найти в Интернете по адресу www.kunstam.com/aarm.

Следует заметить, что оценка предметов искусства с помощью МОХА предполагает наличие у инициатора сделки, желающего получить цену, близкую к справедливой, достаточного количества времени на ее совершение. Для ситуаций, когда предметы искусства должны быть проданы в пожарном порядке, оценка с помощью МОХА неприемлема. Это обусловлено описанными ранее в книге сложностями с перепроверкой провенанса и общим низким уровнем инфраструктуры арт-рынка. Ликвидационная (залоговая) стоимость шедевров составляет в лучшем случае 50% от их справедливой цены и может опускаться до 20–30% в отдельных случаях.

Справедливая цена по МОХА, как было показано ранее, не включает стоимость владения. При значительных горизонтах владения (от 5 лет) стоимость содержания пред-

мета искусства становится значительной и сопоставимой с первоначальной стоимостью работы для ее покупателя. Проведенный KunstAM выборочный анализ работ из списка KunstAM Top 500 показывает, что стоимость владения не «капитализируется» в цене работы при ее последующей перепродаже и практически является прямой некомпенсируемой затратой владельца предмета искусства, снижающей общую доходность инвестиций в арт-активы. Исходя из распределения средних цен предметов искусства по периодам, приведенного в третьей главе, средние цены предметов искусства мало коррелируют с количеством лет с момента их написания. Иными словами, картина не обязательно дорожает в цене в соответствии с количеством лет, на протяжении которых она находится в чьей-то коллекции.

Конъюнктурные особенности рынка, меняющиеся вкусы и факторы стоимости картин, описанные выше в этой главе, оказывают гораздо больше воздействия на рыночную цену, чем «возраст» шедевра. Как следствие, рациональный подход к инвестированию в предметы искусства предполагает определение четких горизонтов владения работами и минимизацию стоимости владения (например, размещение шедевров в государственных музеях с перекладыванием ответственности за хранение, охрану и, в некоторых случаях, страхование на эти музеи). Интересным косвенным свидетельством чувствительности рынка к стоимости владения является значительный дисконт на среднюю цену картин наибольшего размера (категории G, т.е. более 4 кв. м общей площади)⁷.

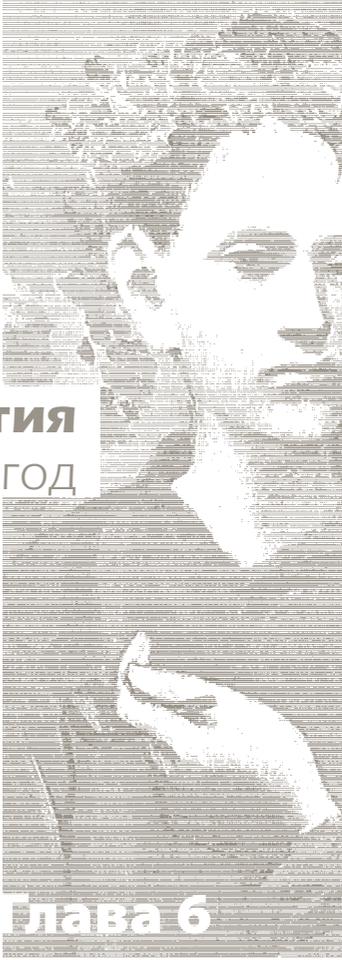
⁷ См. главу 3.

Прогноз развития арт-рынка на 2020 год

Как предсказать тенденции развития рынка предметов искусства на долгосрочную перспективу? Какие имена позволят также быстро создать стоимость, как Уорхол и Лихтенштейн? Есть ли вообще шанс у кого-либо из современных авторов оказаться через 10–20 лет в списке 500 самых дорогих работ KunstAM на тот период? Наверстает ли рынок предметов искусства упущенное в своем развитии в сравнении с другими инвестиционными рынками, или его эволюция пойдет по иному пути? Насколько оправданы покупки шедевров мирового искусства за десятки миллионов долларов США с финансовой точки зрения и сохранится ли подобный уровень оценки в будущем? На эти и ряд других вопросов поможет ответить данная глава, в которой Kunst Asset Management GmbH сформулировала основные стратегические направления эволюции рынка предметов искусства.

6.1. «Мальчишеский» разгул цен

Истории продаж предметов искусства на крупных международных аукционах по баснословным ценам повторяются с завидным постоянством и занятой схожестью интриги, основанной на уникальном случае появления на аукционном рынке шедевров из широко известной частной коллекции. В 1958 г. арт-рынок был потрясен ценой в 220 000 фунтов стерлингов, уплаченной известным бизнесменом и коллек-



Глава 6

ционером Полом Меллоном за картину Сезанна *Garçon au Gilet Rouge*. Эта сумма в пять раз превышала цену, когда-либо уплаченную на аукционах за картину, — в общей сложности помимо этой картины на аукционе 1958 г. было продано семь работ периодов импрессионизма и модерна из известной на тот период коллекции семьи Голдшмидт. Результатом аукциона стал новый ранее невиданный уровень цен на предметы искусства. Была ли при этом уплаченная Полом Меллоном цена безумной? Сегодня, 47 лет спустя, следует признать, что нет. При переводе цены 1958 г. в реальные цены¹ оказывается, что эта сумма на сегодняшний день соответствовала бы 4,2 млн долл. США, что существенно ниже пороговой цены в списке KunstAM Top 500. При сегодняшнем уровне цен на картины Сезанна *Garçon au Gilet Rouge* безусловно был бы оценен во много раз дороже уплаченной Полом Меллоном и приведенной с поправками на инфляцию цены.

За последние 50 лет история с покупкой картины по заоблачным ценам повторялась неоднократно. Последняя такая аукционная сделка зарегистрирована в мае 2004 г., когда, по иронии судьбы, также имеющая «мальчишеский» сюжет картина Пикассо, *Garçon à la Pipe*, была продана за 104,2 млн долл. США — до сих пор это самая высокая цена, уплаченная за картину за всю историю аукционного рынка. Однако любопытно, что если сравнить эту стоимость с ранее уплаченными рекордными аукционными ценами, приведенными к реальным ценам, то получится, что этой картине Пикассо вовсе не принадлежит пальма первенства абсолютной цены. В мае 1990 г. японский магнат Рёй Сайто

¹ Описание сути и методики перевода цен из номинальных в реальные см. во второй главе книги.

установил до сих пор не побитый рекорд реальной цены за картины (картины Ван Гога и Ренуара — см. приложение А с рейтингом номинальных и реальных цен)².

Как показывает анализ повторных продаж, за последние 20 лет ни одна картина реальной стоимостью более 25 млн долл. США не была повторно продана на открытом рынке предметов искусства. Это свидетельствует о значительном риске ликвидности и вероятных финансовых потерь при покупке картин по цене свыше 20–25 млн долл. США. Иными словами, с точки зрения рациональных инвестиций (премия за иррациональность равна нулю³) капиталовложения в предметы искусства ценой 25 млн долл. и более являются опасными из-за высокого риска невозможности их последующей безубыточной перепродажи, и на практике могут осуществляться только в рамках коллекционных стратегий инвестирования, фактически фиксируя терминальную стоимость приобретаемого искусства, выводя его из открытого обращения на рынке.

В остальном рациональные инвесторы в арт-активы могут смело принимать решение о повышении цен на значительные предметы искусства в случае появления уникальных коллекций на открытом рынке. Специалисты KunstAM ожидают, что конъюнктура рынка работ современного искусства будет меняться именно по сценарию резких скачков уровней оценки отдельных мастеров, и, к примеру, прогнозируют формирование новых уровней

² Здесь и далее все ссылки на покупки Рэй Сайто и истории продажи картины Ван Гога *Portrait of Dr. Gachet* приведены из книги «Portrait of Dr. Gachet, The Story of a van Gogh Masterpiece», Cynthia Saltzman, Penguin Books, 1999.

³ См. формулу оценки стоимости предмета искусства, приведенную в пятой главе.

оценок работ таких мастеров, как Рой Лихтенштейн, уже в сезоне 2005/2006 гг. Подробные рекомендации в отношении покупок и продаж отдельных предметов искусства (ценой от 5 млн долл. США) публикуются на сайте www.kunstam.com.

6.2. Иррациональность и провенанс

В пятой главе детально описан алгоритм определения справедливой цены предмета искусства, а также подход к учету премии за иррациональность и провенанс-множителя при формировании цены.

Наиболее дорогие, рекордные по аукционной стоимости предметы искусства в рейтинге KunstAM Top 500 являются наглядным свидетельством того, какую роль факторы иррациональности и провенанса могут играть в формировании цены, удваивая и утраивая ее по отношению к справедливой цене, рассчитанной по МОХА.

Одно из изящных описаний иррационального поведения покупателя при покупке мирового шедевра (картин Ван Гога *Portrait du Dr. Gachet* и Ренуара *Au Moulin de la Galette*, являющихся до сих пор самыми дорогими картинами мира в реальных ценах) дано в блестящей книге Синтии Зальцман «Портрет доктора Гаше». Японский коллекционер Рёй Сайто, заплативший 82,5 млн долл. в 1990 г. за написанный Ван Гогом портрет доктора Гаше, купил картину просто потому, что «имидж доктора понравился ему, он увидел в нем себя»⁴.

⁴ Цитата дилера Хидето Кобаяси, организовавшего покупку картин для Рёя Сайто, из книги «Portrait of Dr. Gachet, The Story of a van Gogh Masterpiece», Cynthia Saltzman, Penguin Books, 1999, p. 324.

Применяя модель оценки художественных активов к работам *Portrait du Dr. Gachet* и *Au Moulin de la Galette*, специалисты KunstAM оценивают уплаченную Рёем Сайто премию за иррациональность в не менее чем 30% от справедливой стоимости картины. Иными словами, при последующей перепродаже картины *Portrait du Dr. Gachet* (если таковая вообще произойдет) реальная цена картины с большой степенью вероятности окажется на треть ниже цены, уплаченной японским миллиардером (конечно, при условии отсутствия аналогичных иррациональных мотивов у нового покупателя).

Наглядные иллюстрации значения провенанс-множителя при определении цены мировых шедевров встречаются во многих историях продажи самых дорогих картин мира. К примеру, до описанных выше рекордных для своего времени продаж картин Пикассо *Garçon à la Pipe* и Ван Гога *Portrait du Dr. Gachet* пальму первенства абсолютной цены за один шедевр удерживала другая картина Ван Гога, *Irises*. Проданная еще в 1987 г. по неслыханной в то время цене — 53,9 млн долл. эта работа до сих пор остается четвертым самым дорогим в мире шедевром в реальных ценах. У двух картин с шокирующей для своего времени аукционной ценой (Пикассо *Garçon à la Pipe* и Ван Гога *Irises*) есть общая история — оба произведения живописи попали на аукционный рынок из одной коллекции Уитни (Whitney), известной американской семьи. Джоан Уитни, бывшая владелица *Irises*, получила широкую известность не столько из-за своего таланта коллекционирования и аристократического (по американским понятиям) происхождения, сколько благодаря покупке и участию в управлении знаменитой

бейсбольной командой New York Mets⁵. Ее брат, Джон Уитни, бывший посол США в Великобритании и бизнесмен, вместе со своей супругой Бетси владел одной из самых выдающихся коллекций предметов искусства, в которую входили произведения Пикассо, Сезанна, Ренуара и других великих художников, также неоднократно ставившие рекорды на аукционах. Большинство произведений из собрания семейства Уитни было передано в созданный ими фонд Greentree Foundation, который занимается защитой прав человека, международными благотворительными и образовательными проектами. Руководство фонда, в свою очередь, выставило на торги 44 произведений из коллекции Уитни. Вплоть до сегодняшнего дня наследники семейства Уитни и их консультанты проводят одну из самых профессиональных долгосрочных кампаний «продюсирования» мировых шедевров, раз в несколько лет продавая на аукционном рынке наиболее значительные работы и предваряя эти продажи интенсивными маркетинговыми усилиями. К примеру, работа Ван Гога *Iris*, не выставленная с 1949 г., после смерти Джоан Уитни и до аукциона 1987 г. активно путешествовала по крупнейшим музеям США и Японии и широко освещалась в четырех наиболее значительных монографиях по Ван Гогу, публикуемых в начале 1980-х гг.

Интересно, что в литературе о Ван Гоге или Пикассо никто из критиков и искусствоведов не уделял большого внимания соответствующим работам великих мастеров,

⁵ Здесь и далее истории продажи работы Ван Гога *Iris* приведены из специального предаукционного издания Sotheby's, Vincent van Gogh, *Iris*, New York, 1987.

впоследствии установившим исторические рекорды аукционных цен. В опубликованном в 1967 г. каталоге голубого и розового периодов Пикассо⁶, остающемся до сих пор одним из самых полных каталогов наиболее «урожайного» периода деятельности мастера, картина *Garçon à la Pipe* не была даже удостоена отдельного упоминания в тексте и цветной иллюстрации.

Случаи продаж работ из коллекции Уитни хорошо описываются правилом оценки МОХА. В терминах этого правила не только все картины из данной коллекции имеют провенанс-мультипликатор, равный единице, но и фактически переводят его в премию за иррациональность, когда покупатели готовы переплачивать за картину только потому, что она находилась в собственности известной семьи.

Похожий контекст для формирования гигантской премии за иррациональность существовал и в 2004 г. при покупке коллекции яиц Фаберже российским миллиардером Виктором Вексельбергом⁷. Факт того, что эта коллекция принадлежала раньше российской царской династии, а ее продавцом выступила известная американская семья Форбс, стал важным источником формирования иррациональной премии к справедливой цене этих уникальных изделий.

Опираясь на ценовые тенденции последних 20 лет на рынке мировых шедевров, с высокой степенью уверенности можно предположить, что для значимых работ мастеров из десятки самых «ценных» художников с провенансом,

⁶ The Blue and Rose Periods, A Catalogue Raisonné of the Paintings, 1900-1906, by Pierre Daix and George Boudaille, New York Graphic Society Ltd, Greenwich, CT, 1967.

⁷ Эта сделка подробно описана в первой главе.

содержащим изрядную порцию «голубой крови», премия за иррациональность не уменьшится, а только увеличится при пересчете в номинальные цены, и рекорд *Garçon à la Pipe* вряд ли продержится более 5–7 лет. Следует также ожидать более значительного обновления списка 500 самых дорогих работ KunstAM — число новых ежегодных поступлений в этот рейтинг будет понемногу расти, в целом оправдывая многомиллионные инвестиции в мировые шедевры, если не с точки зрения доходности инвестиций, то с позиции сохранения капитала и диверсификации общего инвестиционного портфеля⁸.

6.3. Развитие технологий продюсирования предметов искусства

Пожалуй, самой интересной перспективной тенденцией развития мирового арт-рынка станет дальнейшая эволюция стратегии «продюсирования» предметов искусства, прежде всего работ современных мастеров. Пока неизвестно, какой след в мировой истории оставят эксперименты современного искусства с изобразительными формами, однако уже сейчас ясно, что традиционные холст и краски как художественная форма способны найти свое место не только

⁸ В настоящее издание в силу специальности темы портфельного анализа, не обязательно доступной и интересной читателям этой книги, не включены исследования KunstAM в отношении корреляции доходности инвестиций в фондовый арт-индекс KunstAM и KunstAM Top 500, с одной стороны, и мировых фондовых индексов — с другой. Заслуживающим внимания основным результатом этого анализа является отсутствие видимой корреляции между арт-активами и мировыми фондовыми индексами, что с точки зрения портфельной теории делает возможным частичное хеджирование рисков инвестиций на рынках капиталов долгосрочными инвестициями в арт-активы. Дополнительная информация об этом и других исследованиях KunstAM находится на сайте www.kunstam.com.

рядом с фотографией и кино, но и с Интернетом и компьютерным дизайном.

В то же время XX век привнес в культурную жизнь радикальные изменения, которые пока не нашли отражения в организации рынка изобразительных искусств. Речь идет о бизнес-модели коммерциализации интеллектуальной собственности. Защита авторских прав дизайнеров, музыкантов и писателей с их последующей коммерческой эксплуатацией через множество медийных форм и мерчандайзинг существенно изменили жизненную форму соответствующих искусств. В современной жизни способность творить шедевры и умение их продюсировать стали неизменными составляющими искусства, обеспечивающими широкое признание достижений в области культуры и их коммерческий успех.

По мере проникновения профессиональных технологий продюсирования в мир изобразительного искусства на арт-рынке ожидаются следующие изменения:

1. Формирование открытых реестров предметов искусства отдельных «продюсируемых» художников с целью создания дополнительного комфорта инвесторам в отношении отсутствия риска аутентичности.
2. Использование новых информационных технологий для контроля аутентичности и местонахождения предметов искусства.
3. Реализация медийных проектов с пересекающимися жанрами, увязывающих маркетинг коллекций предметов изобразительного искусства с маркетингом иной медийной продукции — фильмов, музыки, книг, интернет-услуг и т.п.

Активно продюсируемые предметы изобразительного искусства сами по себе сформируют новый сегмент арт-рынка, условно называемый Пи-Арт (PaRt). Этот сегмент будет ориентирован на массовую аудиторию потребителей предметов изобразительного искусства и фактически встроен в современную медийную систему отрасли развлечений.

6.4. Меняющаяся роль музеев, системы внутреннего контроля

Некоторые крупнейшие мировые музеи уже признали и активно следуют тенденции меняющейся роли музеев в современном обществе. В первую очередь музеи должны постепенно отказываться от модели «священных хранилищ» предметов искусства — распространение информационных технологий делает информацию о предметах искусства доступной широкой публике точно так же, как это уже произошло с библиотечными архивами. Статичная форма традиционных музеев делает их неконкурентоспособными с иными медийными формами, что не позволяет музеям выполнять свою главную просветительскую функцию.

Трансформация музейной деятельности в мультимедийный тематический центр образования и развлечений является единственным способом выживания для большинства публичных музеев и галерей.

Далее, по мере увеличения масштабов частных коллекций предметов искусства и общего роста рынка услуг по обслуживанию «процесса владения» арт-активами музеи получают возможность предоставлять новую коммерческую услугу по «ответственному хранению» частных коллекций. При этом, оказывая платную услугу коллекционерам, му-

зеи будут расширять таким образом собственные возможности для организации выставочной деятельности и постоянного обновления экспозиций.

Однако услуги по «ответственному хранению» не должны оказываться по субъективному усмотрению кураторов — спонсорам и владельцам музеев необходимо разработать системы внутреннего контроля для оказания этих и прочих коммерческих услуг⁹ музейными организациями, как это делают советы директоров акционерных обществ. Внедрение таких систем позволит избежать злоупотреблений и конфликтов интересов в деятельности управляющих музейными коллекциями. Цена ханжеского отношения общества к профессиональной организации коммерческой деятельности музеев — это многомиллионные финансовые потери для налогоплательщиков и доноров, финансирующих музеи. Кураторы некоторых музеев сочетают свое служение музеям с собственными коммерческими интересами — это нарушение этических норм на рынке капиталов, которое в некоторых странах рассматривается как уголовное преступление.

6.5. Консолидация дилерского бизнеса

По мере появления более стабильного мирового спроса на предметы искусства инвестиционного качества, а также увеличения интересов рынка капитала к компаниям, работающим на рынке предметов искусства, вероятным сценарием является появление двух-трех крупных международных арт-дилеров нового поколения. Эти компании по

⁹ Включая услуги по аутентификации предметов искусства. Сегодня они часто предоставляются созданными при крупнейших музеях мира центрами аутентификации, доходы от деятельности которых далеко не всегда поступают в музейные бюджеты.

своей бизнес-модели и стилю деятельности, вероятнее всего, будут представлять собой гибрид международного инвестиционного банка и медийной продюсерской компании. Их основной деятельностью по-прежнему будет покупка и продажа предметов искусства клиентам, однако со временем основной компетенцией таких компаний станут проекты по глобальному продюсированию крупных коллекций предметов искусства.

Процесс консолидации дилерского бизнеса и появления крупных дилерских компаний может стать единственным серьезным источником возникновения внешней конкуренции для олигополии международных аукционных домов в сегменте наиболее дорогих предметов искусства. Крупные дилеры благодаря своей репутации и доступу к рынку капиталов смогут позволить себе стать напрямую посредниками между покупателями и продавцами мировых шедевров. Однако до момента формирования сильных глобальных дилеров аукционная олигополия будет продолжать свое весьма прибыльное существование. Менеджменту и крупным акционерам Sotheby's вполне имеет смысл изучить пример Christie's и рассмотреть возможность трансформироваться из публичной в частную компанию на период, пока монопольное положение на рынке позволяет извлекать суперприбыли.

«Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства» — это первый опыт системного анализа рациональных подходов к инвестированию в мировые шедевры, основанный на тщательном изучении статистики аукционной торговли и публично доступной информации о компаниях, которые специализируются на ведении коммерческой деятельности на арт-рынке. Существенным отличием подхода Kunst Asset Management GmbH от ранее предпринимавшихся попыток рационального моделирования арт-рынка является применение специалистами компании анализа факторов оценки каждого предмета искусства, а не отдельных мастеров. Переход на уровень индивидуальных работ позволил создать уникальную модель оценки справедливой стоимости художественных активов (МОХА), а также рациональный контекст для оценки премии за иррациональность и провананс-мультипликатор. Как и любая оценочная модель, МОХА призвана не столько определить единственно правильную цену предмета искусства, сколько создать тщательный процесс анализа рыночной стоимости мирового шедевра.

В настоящем руководстве впервые опубликованы рейтинги 500 самых дорогих предметов искусства и 50 самых «ценных» художников.

Издание руководства на русском языке было бы невозможным без спонсорской и моральной поддержки российского подразделения Deutsche Bank ООО «Дойче Банк».

Колоссальную работу по подготовке настоящего издания, прежде всего по сбору статистической информации, провел Валентин Кориневский, вице-президент Kunst Asset Management GmbH.

Я благодарю аукционный дом Christie's за множество разъяснений и уточнений, предоставленных компании в процессе работы над книгой.

В работе над руководством принимала участие российская редакция Kunst Asset Management GmbH — Олеся Яковенко, Иван Астафьев, а также австрийский офис компании — Норман Хансен и Кристина Пихлер.

Отдельных слов благодарности заслуживают Олеся Яковенко за исследования и творческий вклад в создание книги, подготовку серий иллюстраций и материала по истории мировых шедевров, а также Валентин Кориневский и Иван Астафьев за увлекательную совместную работу над созданием KunstAM Art Stock Index.

Я хотел бы выразить признательность членам Наблюдательного совета Kunst Asset Management GmbH Францу Хоерхагеру, Францу Хайдингеру, Майклу Мориарти и Тису Цимке, поддерживающим одновременное издание настоящего руководства на четырех языках мира.

В заключение я хотел бы поблагодарить свою супругу, Наталью Скатерщикову, за ее терпение и поддержку на протяжении многих выходных дней, посвященных редактированию настоящего издания.

С уважением и наилучшими пожеланиями,
Сергей Скатерщиков,
основатель Kunst Asset Management GmbH,
skate@kunstam.com

Приложения

Приложение **A**

500 самых дорогих предметов искусства за
период
с 31 декабря 1985 г. по 1 сентября 2005 г. (KunstAM
Top 500 Artworks)

Приложение **B**

Рейтинг 50 самых «ценных» мастеров
*(по совокупной стоимости работ, включенных
в список KunstAM Top 500)*

Приложение А

500 самых дорогих предметов искусства за период с 31 декабря 1985 г. по 1 сентября 2005 г. (KunstAM Top 500 Artworks)

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
1	1	Pablo Picasso	Garçon À La Pipe	104 168 000	96 590 628
2	2	Vincent van Gogh	Portrait Du Dr. Gachet	82 500 000	114 009 288
3	3	Pierre Auguste Renoir	Au Moulin De La Galette	78 100 000	107 928 793
4	4	Sir Peter Paul Rubens	The Massacre Of The Innocents	76 700 000	76 028 541
5	5	Vincent van Gogh	Portrait De L'Artiste Sans Barbe	71 502 500	77 841 463
6	6	Paul Cézanne	Rideau, Cruchon Et Compôtier	60 502 500	64 993 983
7	7	Pablo Picasso	Femme aux Bras Croisés	55 006 000	56 404 365
8	8	Vincent van Gogh	Irises	53 900 000	83 393 414
9	9	Pablo Picasso	Les Noces De Pierrette	51 650 000	75 195 855
10	10	Pablo Picasso	Femme Assis Dans Un Jardin	49 502 500	52 513 369
11	11	Pablo Picasso	Le Rêve	48 402 500	53 508 359
12	12	Pablo Picasso	Self Portrait: Yo Picasso	47 850 000	69 009 693
13	13	Pablo Picasso	Nu au Fauteuil Noir	45 102 500	47 845 514
14	14	Pablo Picasso	Au Lapin Agile	40 700 000	57 718 824
15	15	Vincent van Gogh	Sunflowers	39 921 750	63 584 719
16		Paul Gauguin	Maternité (II)	39 208 000	35 989 988
17	16	Paul Cézanne	La Montagne Sainte-Victoire	38 502 500	38 679 657
18	17	Pablo Picasso	Acrobate Et Jeune Arlequin (+ Pen & Ink Sketch, Verso)	38 456 000	57 075 179
19	18	Georges Seurat	Paysage, L'Île De La Grande-Jatte	35 202 500	37 814 681
20	19	Claude Monet	Bassin Aux Nymphéas Et Sentier au Bord De L'Eau	33 002 500	36 147 239
21		Canaletto	Venice, The Grand Canal, Looking North-East From Palazzo Balbi To The Rialto Bridge	32 746 478	29 373 199

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1905	2004		PdH	D	99,7 x 81,3	11 167 554
1890	1990		PdH	B	66 x 57	7 500 000
1876	1990		Autr	D	78 x 114	7 100 000
1609–1611	2002		Autr	F	142 x 182	6 981 364
1889	1998		AutoP	A	41 x 32,6	6 502 500
1893–1894	1999		NM	B	59,7 x 73	5 502 500
1901–1902	2000		PdF	B	81,3 x 58,4	5 006 000
1886	1987		Psge	C	71 x 93	4 900 000
1905	1989		Autr	F	115 x 195	3 446 547
1938	1999		PdF	E	130,8 x 97,2	4 502 500
1932	1997		PdF	E	129,8 x 97,2	4 402 500
1901	1989		AutoP	B	73,5 x 60,5	4 350 000
1932	1999		Nu	F	162 x 130	4 102 500
1905	1989		AP	D	99 x 100,3	3 700 000
1889	1987		NM	D	100,5 x 76,5	3 629 250
1899	2004		Nu	C	94,6 x 61	4 207 554
1888–1890	2001		Psge	C	65 x 81	3 505 682
1905	1988		PdH	D	105 x 75	3 496 000
1884	1999		Psge	C	65,1 x 79,1	3 202 500
1900	1998		Psge	D	89 x 100	3 002 500
	2005		Psge	E	86,5 x 138,5	3 522 837

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
22	20	Pablo Picasso	Les Femmes d'Alger (Version «O»)	31 902 500	35 266 873
23		Amedeo Modigliani	Jeanne Hébuterne (Devant une Porte)	31 368 000	28 792 082
24	21	Johannes (van Delft) Vermeer	A Young Woman Seated At The Virginals	30 054 360	27 819 068
25	22	Paul Cézanne	Bouilloire Et Fruits	29 495 450	31 288 367
26	23	Pablo Picasso	Angel Fernandez De Soto	29 152 500	34 195 795
27	24	Gustav Klimt	Landhaus Am Attersee	29 128 000	27 677 440
28	25	Rembrandt Harmensz van Rijn	Portrait Of A Lady In Black Costume And A Cap And Collar (Aeltje Pietersdr. Uylenburgh, Wife Of Johannes Cornelisz. Sylvius?)	28 675 830	29 418 781
29	26	Pablo Picasso	Nature Morte Aux Tulipes	28 606 000	29 774 927
30	27	Paul Cézanne	Nature Morte—Les Grosses Pommés	28 602 500	35 411 928
31	28	Andrea Mantegna	Descent Into Limbo	28 568 000	28 062 688
32	29	Edgar Degas	Danseuse Au Repos (On Joined Sheet)	28 005 568	30 083 156
33	30	George Wesley Bellows	Polo Crowd	27 702 500	29 386 269
34		Constantin Brancusi	Oiseau Dans L'Espace	27 456 000	24 752 058
35	31	Vincent van Gogh	Sous-Bois	26 952 500	31 326 823
36	32	Amedeo Modigliani	Nu Couché (Sur Le Côté Gauche)	26 887 500	25 547 967
37	33	Edouard Manet	La Rue Mosnier Aux Drapeaux	26 400 000	37 439 237
38	34	Vincent van Gogh	Autoportrait	26 400 000	36 482 972
39	35	Edouard Manet	Les Courses Au Bois De Boulogne	26 328 000	24 407 656
40	36	Pablo Picasso	Femme Assise Dans Un Fauteuil (Eva)	24 752 500	27 362 229

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1955	1997		Nu	E	114 x 146,4	2 902 500
1919	2004		—	E	129,5 x 81,5	3 367 554
1670	2004		PdF	A	25,2 x 20	3 226 806
1888–1890	1999		NM	B	46,7 x 58,5	2 683 677
1903	1995		PdH	B	69,5 x 55,2	2 652 500
1914	2003		Psge	E	110 x 110	3 127 554
1632	2000		PdF	B	73,7 x 55,8	2 612 348
1932	2000		NM	E	130 x 97	2 606 000
1890–1894	1993		NM	A	45,7 x 54	2 602 500
1490–1495	2003		Autr	A	38,8 x 42,3	2 605 727
1879	1999		PdF	B	59 x 64	2 548 233
1910	1999		Autr	E	114,9 x 161,2	2 520 682
1922–1923	2005		S	G	Высота: 121,9	2 956 000
1890	1995		Psge	C	73,3 x 92,1	2 452 500
1917	2003		Nu	E	89,5 x 146,4	2 887 500
1878	1989		Psge	C	65,5 x 81	2 400 000
1888	1990		AutoP	A	46 x 39	2 400 000
1872	2004		Autr	C	72,6 x 94	2 827 554
1913	1997		Nu	E	149,8 x 99,3	2 252 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
41	37	Pablo Picasso	Maternité	24 750 000	36 733 167
42	38	Claude Monet	Le Portail (Soleil)	24 205 750	25 193 909
43	39	Paul Gauguin	Mata Mua(In Olden Times)	24 200 000	34 901 454
44	40	Pablo Picasso	Nu Au Collier	23 919 018	23 729 493
45	41	Pierre Auguste Renoir	Dans Les Roses (Madame Léon Clapisson)	23 528 000	22 476 772
46		John Singer Sargent	Group With Parasols (A Siesta)	23 528 000	21 673 608
47	42	Gustav Klimt	Schloss Kammer Am Attersee II	23 524 830	25 988 893
48	43	Pablo Picasso	Les Tuileries	23 500 000	32 300 371
49	44	Paul Cézanne	Madame Cézanne Au Fauteuil Jaune	23 102 500	25 761 399
50	45	Max Beckmann	Selbstbildnis Mit Horn	22 555 750	22 657 036
51	46	Claude Monet	Nymphéas	22 552 500	23 922 757
52	47	Fernand Léger	La Femme En Rouge Et Vert	22 407 500	21 289 973
53	48	John Constable	The Lock (In Its Original Gilt Plaster And Carved Wood Frame)	21 100 000	28 156 271
54	49	Egon Schiele	Krumauer Landschaft (Stadt Und Fluss) (+ Kärntner Landschaft, Unfinished, Verso)	21 081 580	20 116 987
55		Piet Mondrian	New York/Boogie Woogie	21 008 000	19 280 564
56	50	Claude Monet	Nymphéas	20 906 000	21 758 601
57	51	Edouard Manet	Jeune Fille Dans Un Jardin	20 905 750	21 433 402
58	52	Pierre Auguste Renoir	Baigneuse	20 902 500	23 105 882
59	53	Wassily Kandinsky	Fugue	20 900 000	28 882 353
60	54	Willem de Kooning	Interchange	20 680 000	29 327 403
61	55	Vincent van Gogh	Le Vieil If	20 350 000	28 859 412

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1901	1988		PdFaE	C	92,1 x 59,7	2 250 000
1892–1894	2000		—	C	100 x 65,4	2 205 977
1892	1989		Psge	C	87,5 x 65,5	2 200 000
1932	2002		Nu	C	92 x 73	2 183 093
1882	2003		PdF	D	99,7 x 81,3	2 527 554
1905	2004		Autr	B	55,2 x 70,8	2 527 554
1909	1997		Psge	E	110 x 110	2 140 894
1901	1990		Autr	B	52 x 66,7	2 136 364
1888–1890	1997		PdF	C	80,4 x 64,4	2 102 500
1938	2001		AutoP	E	109,9 x 101	2 055 977
1906	1999		Psge	D	89,5 x 92,7	2 052 500
1914	2003		A	D	100,8 x 80,4	2 407 500
	1990		Psge	E	142,2 x 120,7	1 918 182
1916	2003		Psge	E	110,5 x 141	2 265 437
1941–1942	2004		A	D	95,2 x 92	2 257 554
1906	2000		Psge	D	90 x 100	1 906 000
1880	2000		PdF	E	153,7 x 116,8	1 905 977
1888	1997		Nu	B	64,8 x 54,6	1 902 500
1914	1990		A	E	129,5 x 129,5	1 900 000
1955	1989		A	F	200,7 x 175,3	1 880 000
1888	1989		Psge	C	92 x 72,4	1 850 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
62	56	Vincent van Gogh	Le Pont De Trinquetaille	20 240 000	31 839 295
63		Claude Monet	Londres, Le Parlement, EffEt De Soleil Dans Le Brouillard	20 167 500	18 508 901
64		Canaletto	The Bucintoro At The Molo, Venice, On Ascension Day	20 126 760	18 047 929
65	57	Claude Monet	Nymphéas	20 061 979	19 901 495
66	58	Pablo Picasso	Le Miroir	20 022 500	23 271 354
67	59	Vincent van Gogh	La Roubine Du Roi	19 802 500	21 270 758
68	60	Claude Monet	Nymphéas	18 709 500	18 415 885
69	61	Edouard Manet	Portrait De Manet Par Lui-Même, En Buste (ManEt À La Palette)	18 702 500	20 854 466
70	62	Pablo Picasso	Mère Et Enfant	18 700 000	26 519 460
71		Pablo Picasso	Les Femmes D'Alger (J)	18 608 000	16 770 782
72	63	Paul Cézanne	Nature Morte Aux Fruits Et Pot De Gingembre	18 191 936	18 834 201
73	64	Constantin Brancusi	Danaïde	18 159 500	18 023 359
74	65	Pierre Auguste Renoir	Jeune Fille Au Chat	18 150 000	25 082 043
75	66	Pierre Auguste Renoir	La Tasse De Chocolat	18 150 000	24 219 731
76	67	Canaletto	The Old Horse Guards, London, From St. James'S Park	17 700 000	22 654 154
77	68	Pierre Auguste Renoir	La Promenade	17 578 000	25 495 305
78		Mark Rothko	No. 6 (Yellow, White, Blue Over Yellow On Gray)	17 368 000	15 938 679
79	69	Paul Cézanne	Portrait De Paul Cézanne	17 367 500	16 589 646
80	70	Andy Warhol	Orange Marilyn	17 327 500	19 000 614

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1888	1987		Psge	C	73 x 92	1 840 000
1904	2004		Psge	C	81 x 92	2 167 500
	2005		Psge	F	152,1 x 137,5	2 170 724
1906	2002		Psge	D	81 x 93	1 832 453
1932	1995	1	Nu	E	130,2 x 96,8	1 822 500
1888	1999		Psge	B	73,7 x 61	1 802 500
1906	2002		Psge	D	88,9 x 92,1	1 709 500
1878	1997		AutoP	C	85,3 x 71	1 702 500
1921	1989		PdFaE	C	97 x 71	1 700 000
1955	2005		Nu	E	114 x 146	2 008 000
1895	2000		NM	B	46 x 61	1 659 267
1913	2002		S	G	Высота: 28	1 659 500
	1990		PdF	D	98,4 x 81,9	1 650 000
1878	1990		PdF	D	100 x 81	1 650 000
	1992		Psge	F	117 x 236	1 609 091
1870	1989		AP	C	81,3 x 65	1 598 000
1954	2004		A	F	240 x 151,8	1 867 554
1895	2003		AutoP	B	55,3 x 46,5	1 867 500
1964	1998		PdF	E	101,6 x 101,6	1 577 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
81	71	Paul Cézanne	Pommes Et Serviette	17 303 800	24 539 435
82	72	Henri Matisse	La Robe Persane	17 055 750	17 485 097
83	73	Kazimir Malevich	Suprematist Composition	17 052 500	17 750 437
84	74	Jasper Johns	False Start	17 050 000	25 305 071
85		Max Beckmann	Selbstbildnis Mit Glaskugel (Self-Portrait With Crystal Ball)	16 816 000	15 154 321
86	75	Claude Monet	Le Bassin Aux Nymphéas	16 808 000	15 579 522
87	76	Paul Cézanne	PichEt Et Assiette De Poires	16 784 500	16 657 953
88	77	Amedeo Modigliani	Nu Assis Sur Un Divan (La Belle Romaine)	16 777 500	17 796 197
89	78	Fernand Léger	Le Moteur	16 726 000	16 827 959
90	79	Claude Monet	La Plage À Trouville	16 566 547	17 150 872
91	80	Edgar Degas	Au Musée Du Louvre (Miss Cassatt)	16 509 500	16 384 872
92	81	Paul Cézanne	PichEt De Gres	16 502 500	17 504 456
93	82	Paul Cézanne	Fillette À La Poupée	16 502 500	16 574 986
94	83	Edouard Manet	Le Banc (Le Jardin De Versailles)	16 500 000	22 801 858
95	84	Mark Rothko	No.9 (White And Black On Wine)	16 359 500	15 626 376
96	85	Amedeo Modigliani	Fillette Assise En Robe	15 625 750	16 018 583
97	86	Willem de Kooning	Woman	15 622 500	17 584 363
98	87	Claude Monet	Dans La Prairie	15 402 500	16 337 493
99	88	Pablo Picasso	La Cage D'Oiseaux	15 400 000	22 856 193
100	89	Pablo Picasso	Famille De L'Arlequin	15 400 000	21 839 555
101	90	Amedeo Modigliani	Portrait De Jeanne Hébuterne	15 127 500	16 466 463
102		Andy Warhol	Mustard Race Riot (On 2 Panels)	15 127 500	13 881 675

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1879–1880	1989		NM	B	49,2 x 60,3	1 573 073
1940	2000		PdF	C	81 x 65	1 555 977
1919–1920	2000		A	C	80,3 x 80,3	1 552 500
	1988		—	F	171,5 x 134,7	1 550 000
1936	2005		AutoP	C	110 x 65	1 816 000
1917–1919	2004		Psgе	F	100 x 200	1 807 554
1890–1893	2002		NM	A	38,1 x 45,7	1 534 500
1917	1999		Nu	C	100 x 65	1 527 500
1918	2001		A	E	137 x 118	1 526 000
1870	2000	1	Psgе	B	47,6 x 74	1 511 504
1879	2002		AP	B	71,4 x 54	1 509 500
1893–1894	1999		NM	A	38 x 46	1 502 500
1902–1904	2001		PdFaE	B	73 x 60	1 505 682
1881	1990		Psgе	C	65,1 x 81,3	1 500 000
1958	2003		A	G	266,7 x 421,6	1 759 500
1918	2000		PdF	C	93 x 61	1 425 977
1949	1996		Nu	E	153,4 x 121,9	1 422 500
1876	1999	1	PdF	B	60,3 x 81,9	1 402 500
1923	1988		A	F	201,3 x 140,3	1 400 000
1905	1989		Nu	B	60,6 x 45,2	1 400 000
1919	1998		PdF	C	100,3 x 65,7	1 377 500
1963	2004		A	G	289,3 x 416,6	1 627 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
103	91	Henri Matisse	La Pose Hindoue	14 852 500	17 420 499
104	92	Edouard Manet	La Promenade	14 850 000	21 059 571
105	93	Marc Chagall	Anniversaire	14 850 000	20 521 672
106	94	Pablo Picasso	Le Sauvetage	14 792 000	13 710 035
107	95	Gustav Klimt	Litzlbergerkeller Am Attersee	14 742 500	16 438 226
108	96	Fernand Léger	Contrastes De Formes	14 708 200	20 858 477
109	97	Sir Joshua Reynolds	Portrait Of Omai Standing In A Landscape, Wearing Robes And A Headdress	14 671 632	14 760 327
110	98	Claude Monet	Le Parlement, Soleil Couchant	14 580 750	14 644 093
111	99	Henri de Toulouse-Lautrec	Danseuse Assise Aux Bas Roses	14 522 500	16 192 879
112	100	Pablo Picasso	Nu Couché	14 522 500	16 052 508
113	101	Henri Matisse	Harmonie Jaune	14 520 000	18 256 901
114	102	Claude Monet	Meules, Derniers Rayons De Soleil	14 323 005	14 360 877
115	103	Gustave Caillebotte	L'Homme Au Balcon, Boulevard Haussmann	14 306 000	14 887 464
116	104	Alberto Giacometti	GranDe Femme Debout I	14 306 000	14 665 135
117	105	Mark Rothko	Yellow Over Purple	14 305 750	14 887 203
118	106	Henri Matisse	La Mulatresse Fatma	14 302 500	17 705 964
119	107	Claude Monet	Le Parlement, Coucher De Soleil	14 300 000	20 623 586
120	108	Henri Matisse	La Serpentine–Femme À La Stele–L'Araignee	14 030 750	14 600 906
121		Edward Hopper	Chair Car	14 016 000	12 628 601
122	109	Alberto Giacometti	GranDe Tête De Diego	13 759 500	13 654 060
123	110	Henri Matisse	La Vis	13 752 500	16 838 134

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1923	1995		Nu	B	73 x 60	1 352 500
1880	1989		PdF	C	92,3 x 70,5	1 350 000
1923	1990		Autr	D	80,8 x 100,3	1 350 000
1932	2004		A	E	97,2 x 130	1 591 554
1915–1916	1997		Psge	E	110,5 x 110,5	1 342 500
1913	1989		A	C	81 x 65	1 337 109
	2001		PdH	F	228,6 x 144,8	1 339 239
1902	2001	1	Psge	D	81,6 x 93	1 330 977
1890	1997		PdF	B	56,8 x 46,4	1 322 500
1942	1997		Nu	F	129,5 x 195	1 322 500
1927–1928	1992		Autr	D	88 x 88	1 320 000
1890	2001		Psge	C	73 x 92	1 307 546
1880	2000		PdH	E	116,5 x 89,5	1 306 000
1960	2000		S	G	Высота: 268	1 306 000
1956	2000		A	F	176,5 x 150,8	1 305 977
1912	1993		PdF	D	146,1 x 61	1 302 500
1904	1989		Psge	D	82 x 92,8	1 300 000
1909	2000		S	G	Высота: 55,9	1 280 977
1965	2005		Autr	E	101,6 x 127	1 516 000
1954	2002		S	G	Высота: 64,8	1 259 500
1951	1993		A	E	174,9 x 81,9	1 252 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
124	111	Pierre Auguste Renoir	Jeune Fille Au Chapeau Garni De Fleurs Des Champs	13 750 000	19 830 372
125	112	Edgar Degas	Les Blanchisseuses (Circa 1874)	13 619 400	21 071 767
126	113	Titian (Tiziano Vecelli)	Venus And Adonis (Titian And Workshop)	13 470 000	17 440 227
127		Pablo Picasso	Tête Et Main De Femme	13 456 000	12 123 457
128	114	Alberto Giacometti	La Forêt	13 209 500	13 107 898
129	115	Willem de Kooning	Orestes	13 209 500	12 999 448
130	116	Vincent van Gogh	Jeune Homme À La Casquette	13 202 500	15 484 888
131	117	Claude Monet	Nymphéas	13 202 500	14 860 025
132	118	Claude Monet	Le Jardin De L'Artiste A Vetheuil	13 202 500	14 860 025
133	119	Pierre Auguste Renoir	La Liseuse	13 202 500	13 259 286
134		Willem de Kooning	Sail Cloth	13 120 000	11 820 370
135	120	Henri de Toulouse-Lautrec	Fille A La Fourrure, Mademoiselle Jeanne Fontaine	12 980 000	17 937 461
136	121	Paul Gauguin	Incantation	12 787 920	12 199 989
137	122	René Magritte	L'Empire Des Lumières	12 659 500	12 561 735
138	123	Rembrandt Harmensz van Rijn	Portrait Of A Bearded Man In A Red Doublet	12 656 000	12 898 915
139	124	Joan Miró	Portrait De Mme K.	12 656 000	12 731 680
140	125	Paul Cézanne	Les Toits De L'Estaque	12 652 500	14 107 433
141		Andy Warhol	Liz	12 616 000	11 365 741

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1880	1989		PdF	B	55 x 46	1 250 000
1874	1987		AP	C	81,3 x 76,2	1 238 127
1555	1991		Nu	F	160 x 196,5	1 224 545
1921	2005		PdF	B	65,4 x 54,9	1 456 000
1950	2002		S	G	Высота: 58,4	1 209 500
1947	2002		A	C	61,3 x 91,8	1 209 500
1888	1995		PdH	A	47,5 x 39	1 202 500
1905	1996		Psge	D	89 x 101	1 202 500
1881	1996		Psge	D	100,5 x 82	1 202 500
1877	2001	1	PdF	B	65 x 54,3	1 205 682
1949	2005		A	B	56,2 x 73,6	1 420 000
1891	1990		PdF	B	67,5 x 52,8	1 180 000
1902	2003		Nu	C	66 x 76	1 376 831
1952	2002		Psge	D	100 x 80	1 159 500
1633	2001	1	PdH	B	63,5 x 50,8	1 156 000
1924	2001		A	E	116,5 x 91	1 156 000
1883–1885	1997		Psge	B	60,2 x 73	1 152 500
1963	2005		PdF	E	101,6 x 101,6	1 366 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
142	126	Claude Monet	Le Pont Du Chemin De Fer À Argenteuil	12 548 800	18 624 532
143	127	Amedeo Modigliani	Nu Assis Au Collier	12 432 500	14 581 603
144	128	Henri Matisse	Femme A L'Ombrelle Rouge, Assise De Profil	12 375 000	17 591 561
145	129	Michelangelo (Buonarroti)	The Risen Christ (+ Study, Verso)	12 325 942	12 729 570
146	130	Claude Monet	La Cathédrale De Rouen, EffEt D'Après-Midi (Le Portail, Plein Soleil)	12 138 808	14 209 066
147	131	Pablo Picasso	Garçon À La Colletterette	12 102 500	14 065 104
148	132	Claude Monet	Le Grand Canal	12 102 500	13 270 270
149	133	Pierre Auguste Renoir	La Loge	12 100 000	17 450 727
150	134	Claude Monet	Le Bassin Aux Nymphéas	12 100 000	15 214 085
151	135	Henri Matisse	Odalisque Au Fauteuil Noir	12 090 036	11 168 998
152	136	Pablo Picasso	Mère Et Enfant	11 992 500	14 065 440
153	137	Claude Monet	Meule	11 992 500	12 880 626
154	138	Pablo Picasso	La Statuaire	11 827 500	12 544 860
155		Paul Cézanne	Les Grands Arbres Au Jas De Bouffan	11 776 000	10 608 025
156	139	Pablo Picasso	Nu Accroupi	11 768 000	10 905 805
157	140	Vincent van Gogh	L'Allée Des Alysamps	11 767 500	11 177 236
158		Joan Miró	La Caresse Des Étoiles	11 767 500	10 796 859
159	141	Gustav Klimt	Dame Mit Facher	11 662 500	14 114 169
160	142	Jackson Pollock	Number 12, 1949	11 655 500	10 801 481
161	143	Paul Cézanne	Le Château Noir	11 552 500	12 574 390
162	144	Jackson Pollock	Number 8, 1950	11 550 000	16 657 512
163	145	Paul Cézanne	PichEt Et Fruits Sur Une Table	11 550 000	16 657 512
164	146	Claude Monet	Nymphéas	11 550 000	16 379 666

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1873	1988		Psge	C	58,2 x 97,2	1 140 800
1917	1995		Nu	C	91,5 x 59,7	1 132 500
1919–1921	1989		Autr	C	81 x 65	1 125 000
	2000		Autr	A	23,5 x 20,7	1 125 995
1894	1995		Psge	D	106 x 73	1 105 801
1905	1995		AP	C	76,6 x 65,5	1 102 500
1908	1998	2	Psge	D	81,3 x 92,4	1 102 500
1874	1989		PdF	A	27,5 x 21,8	1 100 000
1919	1992		Psge	F	100 x 200	1 100 000
1942	2004		PdF	A	38 x 46,3	1 302 057
1922	1995		PdFaE	D	100,5 x 81,5	1 092 500
1891	1999		Psge	C	73 x 92	1 092 500
1925	1999		A	E	131,1 x 96,8	1 077 500
1885–1887	2005	1	Psge	B	73 x 59	1 276 000
1959	2004		Nu	E	146 x 114	1 267 554
1888	2003		Psge	C	91,7 x 73,5	1 267 500
1938	2004		A	B	57,1 x 72,4	1 267 500
1917–1918	1994		PdF	E	100 x 100,3	1 062 500
1949	2004		A	B	78,8 x 57,1	1 255 500
1904	1998		Psge	C	69,2 x 82,7	1 052 500
1950	1989		A	E	142,2 x 99	1 050 000
1893–1894	1989		NM	B	42,5 x 72	1 050 000
1907	1989		Psge	E	100,3 x 100,3	1 050 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
165	147	Vincent van Gogh	Carriere Pres De Saint-Remy	11 550 000	16 379 666
166	148	Leonardo da Vinci	Horse And Rider	11 457 161	11 518 607
167		Andrea del Sarto	Head Of Saint Joseph Looking Down, With A Subsidiary Study Of His Features (+ Two Studies Of Legs, Verso)	11 395 008	10 211 824
168	149	Rembrandt Harmensz van Rijn	Self-Portrait With Shaded Eyes	11 318 567	10 785 625
169	150	Amedeo Modigliani	Garçon À La Veste Bleue	11 271 664	10 412 502
170	151	Egon Schiele	Porträt Des Malers Anton Peschka	11 269 017	11 438 911
171	152	Canaletto	Le Retour Du Bucentaure Le Jour De L'Ascension	11 259 300	13 784 983
172	153	Pablo Picasso	La Maternité	11 247 400	15 950 533
173	154	Paul Gauguin	Te Fare Hymenee (La Maison Des Chants)	11 220 000	16 273 599
174	155	Willem de Kooning	Spike'S Folly I	11 208 000	10 645 462
175		Vincent van Gogh	Le Pont De Trinquetaille	11 207 500	10 282 723
176	156	Canaletto	The Campo Santi Giovanni E Paolo, Venice, With The West End Of The Church And The Scuola Di San Marco	11 160 003	11 445 382
177	157	Claude Monet	Le Pont Japonais, Bassin Aux Nymptas	11 132 000	16 521 762
178	158	John Singer Sargent	Cashmere	11 112 500	12 507 188
179	159	Joan Miró	Paysage Sur Les Bords Du Fleuve Amour	11 006 000	11 071 026
180	160	Mark Rothko	No.2 (Blue, Red And Green)	11 005 750	11 280 617

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1889	1989		Psge	B	52 x 64	1 050 000
	2001		Autr	A	12 x 7,8	1 047 015
	2005		PdH	A	37,3 x 22,5	1 235 179
1634	2003		AutoP	B	70,8 x 55,2	1 219 400
1918	2004	1	PdH	C	92,5 x 61	1 214 375
1909	2001		PdH	E	110 x 100	1 029 911
	1993		—	E	86 x 137	1 025 845
1906	1989		PdFaE	C	100 x 73	1 022 491
1892	1989		AP	B	50,3 x 90	1 020 000
1959	2003		A	F	200 x 174	1 207 554
1888	2004	1	Psge	C	65 x 81	1 207 500
	2000		Psge	B	47 x 77,8	1 020 000
1900	1988		Psge	D	89,5 x 92,5	1 012 000
1908	1996		Autr	D	71,1 x 109,2	1 012 500
1927	2001		A	F	130 x 195,6	1 006 000
1953	2000		A	F	205,7 x 170,5	1 005 977

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
181	161	Edgar Degas	Danseuses	11 002 500	12 267 333
182	162	Pablo Picasso	Les Femmes D'Alger (Version «M»)	11 002 500	12 160 991
183	163	Paul Cézanne	L'Estaque Vu À Travers Les Pins	11 002 500	11 975 610
184	164	Pablo Picasso	Femme Nue	11 002 500	11 975 610
185	165	Claude Monet	Les Trois Peupliers, Temps Gris	11 002 500	11 669 638
186	166	Mark Rothko	No. 15	11 002 500	11 669 638
187	167	Claude Monet	Garden House On The Banks Of The Zaan	11 000 000	15 864 297
188	168	Paul Gauguin	Entre Les Lys	11 000 000	15 599 682
189	169	Henri Matisse	L'Asie	11 000 000	13 830 986
190		Jasper Johns	0 Through 9	10 928 000	10 026 114
191	170	Edgar Degas	Danseuse	10 648 000	10 168 325
192	171	Henri Matisse	Nu Couche I (Aurore)	10 452 500	10 496 202
193	172	Claude Monet	Nymphéas	10 424 000	9 900 313
194	173	Rembrandt Harmensz van Rijn	Portrait Of A Girl Wearing A Gold Trimmed Cloak	10 381 800	16 774 871
195	174	Egon Schiele	Portrait Of The Art Dealer Guido Arnot	10 380 932	10 645 959
196	175	Claude Monet	Nymphéas	10 354 815	15 368 289
197	176	Vincent van Gogh	Intérieur D'Un Restaurant	10 342 500	11 811 644
198	177	Vincent van Gogh	La Moisson En Provence	10 312 000	9 793 863
199	178	Vincent van Gogh	Jardin A Auvers	10 245 900	12 891 888
200	179	Maurice de Vlaminck	La Seine À Chatou	10 104 166	10 140 504
201		Mark Rothko	Untitled	10 096 000	9 092 593
202		Paul Cézanne	Portrait De Femme	10 087 500	9 254 450
203	180	John William Waterhouse	St. Cecilia	9 960 407	10 309 247

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1899	1997		AP	B	60,5 x 63,5	1 002 500
1955	1997		Nu	F	130,2 x 195	1 002 500
1882–1883	1998		Psge	C	73 x 92,4	1 002 500
1909	1998		Nu	C	90 x 71,5	1 002 500
1891	1999		Psge	C	92 x 74	1 002 500
1952	1999		A	G	232,4 x 200,7	1 002 500
1871	1989		Autr	B	54 x 74	1 000 000
1889	1989		Autr	C	92 x 73	1 000 000
1946	1992		Nu	D	116,2 x 81,3	1 000 000
1961	2004	1	A	E	137,4 x 105,7	1 177 554
1885–1890	2003		PdF	B	76,8 x 45,1	1 147 554
1907	2001		S	G	34,2 x 50,2 x 28,6	955 682
1908	2003		Psge	D	92 x 89	1 123 554
1632	1986		PdF	B	59 x 44	943 800
1918	2000		—	E	140,6 x 109,5	949 176
1908	1988		Psge	D	92 x 89	941 347
1887–1888	1996		Autr	B	51,1 x 65,4	942 500
1888	2003	1	Psge	B	50,5 x 61	1 111 554
1890	1992		—	C	64 x 80	931 445
1906	2002	1	Psge	C	74 x 91,5	924 015
1964	2005		A	F	205,7 x 175,2	1 096 000
1900	2004		PdF	B	65 x 54	1 087 500
	2000		Autr	F	123,2 x 200,7	910 946

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
204	181	Claude Monet	Nymphéas	9 906 000	9 947 102
205	182	Bruce Nauman	Henry Moore Bound To Fail (Back View)	9 906 000	9 947 102
206	183	Egon Schiele	Haut Mit Trockender Wäsche	9 906 000	9 963 923
207	184	Pablo Picasso	Compotier Et Guitare	9 905 750	10 306 445
208	185	Claude Monet	Le Bassin Aux Nymphéas	9 902 500	10 778 049
209	186	Amedeo Modigliani	Portrait De Jeanne Hébuterne Assise Dans Un Fauteuil	9 902 500	10 778 049
210	187	Vincent van Gogh	Paysage Au Soleil Levant	9 900 000	16 841 285
211	188	Marc Chagall	Au Dessus De La Ville	9 900 000	13 681 115
212	189	Fernand Léger	Les Maisons Sous Les Arbres	9 900 000	13 210 762
213	190	Pablo Picasso	Nu Couché	9 752 000	9 261 613
214	191	Claude Monet	La Jetée Du Havre	9 682 500	11 985 576
215	192	Alberto Giacometti	GranDe Femme Debout Iv	9 640 000	9 155 164
216	193	Piet Mondrian	FacaDe In Tan And Grey	9 625 000	13 649 722
217	194	André Derain	Bateaux Dans Le Port, Collioure	9 578 800	13 781 234
218	195	Amedeo Modigliani	Jeanne Hébuterne Con Cappello	9 572 500	10 672 580
219	196	Giovanni Segantini	Primavera Sulle Alpi	9 572 500	10 152 585
220	197	Georges Braque	Femme Lisant	9 504 000	16 854 426
221	198	Claude Monet	Nymphéas	9 460 000	12 623 617
222	199	Vincent van Gogh	Deux Crabes	9 428 885	8 709 052
223		Chaim Soutine	Le Pâtissier De Cagnes	9 365 491	8 547 967
224	200	Henri de Toulouse-Lautrec	L'Abandon Ou Les Deux Amies	9 355 750	9 733 851
225	201	Amedeo Modigliani	Portrait Du Sculpteur Oscar Miestchaninoff	9 352 500	10 868 490

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1916–1919	2001		Psge	F	200 x 180	906 000
1967	2001		S	G	66 x 61 x 9	906 000
1917	2001		Psge	E	110 x 140,4	906 000
1932	2000		NM	E	97 x 130	905 977
1917–1919	1998		Psge	E	97,5 x 198,4	902 500
1918	1998		PdF	C	101 x 65,7	902 500
1889	1985		Psge	C	73 x 92	733 333
1915	1990		Autr	B	48,5 x 70,5	900 000
1913	1990		A	C	92 x 73	900 000
1932	2003		Nu	E	97,2 x 130,2	1 051 554
1868	1993		Psge	F	147 x 226	882 500
1960	2003		S	G	Высота: 270	1 039 554
1913	1989		A	C	64 x 94	875 000
1905	1989		Psge	C	72,2 x 91,5	870 800
1919	1997		PdF	B	93 x 53	872 500
1897	1999		Psge	F	116 x 227	872 500
1911	1986		A	E	130 x 81	21 240
1907	1990		Psge	D	106,7 x 73	860 000
1888–1889	2004		Autr	B	47 x 61	1 016 934
1922–1923	2005		PdH	B	65 x 50	1 017 731
1895	2000		AP	B	45,7 x 66,4	855 977
1916	1995		PdH	B	81 x 60	852 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
226	202	Claude Monet	Waterloo Bridge, EffEt De Brouillard	9 352 500	10 044 525
227	203	Paul Cézanne	L'Allee À Chantilly, I	9 352 500	9 390 968
228	204	Claude Monet	Asters	9 350 000	13 484 653
229	205	Joan Miró	L'Oiseau Au Plumage Deploye Vole Vers L'Arbre Argente	9 350 000	13 259 730
230	206	Pablo Picasso	Femme Couchée À La Mèche Blonde	9 326 508	8 614 415
231	207	Paul Gauguin	La Maison	9 290 000	12 036 918
232	208	Henri Matisse	Nu Couché I (Aurore)	9 242 500	9 802 496
233		Kees van Dongen	Femme Au Grand Chapeau	9 178 181	8 260 431
234	209	Edgar Degas	Petite Danseuse De Quatorze Ans	9 173 818	8 632 542
235	210	Meindert Hobbema	A Wooded Landscape With Travellers On A Path Through A Hamlet	9 135 833	9 183 607
236	211	Claude Monet	Canotiers À Argenteuil	9 022 500	9 820 000
237		Francis Bacon	Portrait Of George Dyer Staring Into A Mirror	9 007 299	8 106 368
238	212	Claude Monet	Le Bassin Aux Nymphéas [Ca: 1917-1919]	8 997 960	12 760 483
239		Constantin Brancusi	The Kiss	8 968 000	8 226 637
240	213	Mark Rothko	No.15	8 967 500	8 308 831
241		Camille Pissarro	Les Quatre Saisons: Le Printemps, L'Été, L'Automne, L'Hiver (4 Works)	8 967 500	8 226 178
242	214	Joan Miró	Danseuse Espagnole	8 916 000	8 967 531
243	215	Diego Rodriguez de Silva y Velasquez	Saint Rufina	8 912 500	9 682 532

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1899–1903	1999		Psge	C	65,7 x 100,7	852 500
1888	2001		Psge	C	82 x 66	855 682
1880	1989		NM	C	83 x 68	850 000
1953	1989		—	E	89,5 x 116,2	850 000
1932	2004		Nu	F	130 x 162	1 005 965
1892	1991		—	C	73 x 92	844 545
1907	1999		S	G	35,5 x 50,1 x 27,5	842 500
1906	2005		—	A	30,4 x 47,4	997 662
1879–1881	2004	5	S	G	Высота: 97,8	989 606
	2001		Psge	E	96,5 x 131	835 985
1874	1998		Psge	B	61,9 x 80	822 500
1967	2005		—	F	198 x 147,3	979 353
1917–1919	1989		—	F	100 x 200	817 996
1908	2004		—	G	Высота: 32,4	967 554
1958	2004		A	G	235,6 x 211,8	967 500
1872–1873	2004	1	Psge	C	55 x 130,8	967 500
1924	2001		A	F	239,5 x 149	816 000
	1999		PdF	B	77,1 x 64,7	812 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
244	216	Amedeo Modigliani	Portrait De Mario (Marios Varvoglis)	8 877 476	13 605 433
245	217	Mark Rothko	No.8 (White Stripe)	8 856 000	8 410 015
246	218	Pierre Auguste Renoir	Berthe Morisot Et Sa Fille, Julie Manet	8 806 000	9 161 516
247	219	Pablo Picasso	Le Marin	8 802 500	9 728 793
248	220	Pierre Auguste Renoir	La Coiffure	8 802 500	9 728 793
249	221	Pierre Auguste Renoir	Maternité Ou Femme Allaitant Son Enfant	8 800 000	13 371 915
250	222	Claude Monet	Alice HoscheDe Au Jardin	8 800 000	12 691 438
251	223	Pierre Auguste Renoir	Gabrielle À Sa Coiffure	8 800 000	12 479 746
252	224	Piet Mondrian	Tableau Losangique II	8 800 000	12 160 991
253	225	Constantin Brancusi	La Nègresse Blonde	8 800 000	12 160 991
254	226	Claude Monet	Nymphéas	8 800 000	12 160 991
255	227	Willem de Kooning	July	8 800 000	11 742 900
256	228	John Singer Sargent	Robert Louis Stevenson And His Wife	8 800 000	8 153 504
257		Maurice de Vlaminck	Le Jardinier	8 770 909	7 893 243
258	229	Paul Cézanne	Nature Morte: Pommes Et Poires	8 744 000	8 303 565
259	230	Raphaël (Raphaël Urbinas Sanzio)	Study For The Head And Hand Of An Apostle	8 734 080	9 829 659
260	231	Edgar Degas	Danseuse Jaune	8 692 500	9 782 850
261	232	Hendrick Avercamp	A Winter Scene With Many Figures Skating On A Frozen River	8 688 000	8 219 156
262	233	Pierre Auguste Renoir	Jeune Fille Portant Une Corbeille De Fleurs	8 671 570	10 718 996

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1919–1920	1988		—	D	116,2 x 73,3	807 043
1958	2003		A	G	207 x 232,4	955 554
1894	2000		AP	C	81,3 x 65,4	806 000
1943	1997		PdF	E	129,3 x 80,7	802 500
1888	1997		AP	B	81 x 57,5	802 500
1886	1988		PdFaE	B	73,7 x 53,3	800 000
1881	1989		Psge	C	81 x 65	800 000
1910	1989		Nu	B	66 x 55	800 000
1925	1990		A	E	109 x 109	800 000
1923	1990		—	G	40 x 9,2 x 22,5	800 000
1907	1990		Psge	C	90,2 x 72,5	800 000
1956	1990		A	F	174,7 x 201	800 000
1885	2004		AP	B	51,4 x 61,6	949 554
1904	2005		—	C	69 x 96	954 026
1888–1890	2003		NM	A	38,2 x 46,4	943 554
	1996		PdH	A	36,3 x 34,6	796 280
1885	1996		—	B	71,1 x 38,1	792 500
	2004		Psge	C	53,5 x 94,5	937 554
1888	1993		PdF	C	81,6 x 65,7	790 597

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
263	234	Lucas Cranach (the Elder)	Portrait Of Kurfust Herzog Johann 'Der Bestandige' Von Sachsen (Folding Diptych (Currently Detached): Portait Of Johann Fri)	8 627 450	11 812 822
264	235	Jan van Huysum	A Still Life Of Fruit In A Basket With Flowers And Other Fruit, All Upon A Marble Ledge Before An Urn And Column	8 610 122	8 185 194
265	236	Francis Bacon	Studies Of The Human Body	8 585 750	8 620 570
266	237	Vincent van Gogh	Oliviers Avec Les Alpilles Au Fond	8 582 222	9 102 022
267	238	Paul Cézanne	La Côte Du Galet, À Pontoise	8 527 500	8 742 677
268	239	Pierre Auguste Renoir	Baigneuse (Femme En Jupe Rouge S'Essuyant Les Pieds) (Circa 1888)	8 525 000	12 652 535
269	240	Claude Monet	Meules, EffEt De Neige, Le Matin	8 525 000	12 118 631
270	241	Fernand Léger	La Femme Au Fauteuil	8 525 000	11 780 960
271	242	Jean Honoré Fragonard	Le Verrou	8 511 684	9 027 190
272	243	Canaletto	Venice, The Molo From The Bacino Di San Marco With The Piazzetta And The Palazzo Ducale (+ Another; Pair)	8 506 720	9 413 452
273	244	Eugène Delacroix	Choc De Cavaliers Arabes	8 481 571	9 287 727
274	245	Juan Gris	Le Pot De Géranium	8 479 500	8 410 901
275	246	Amedeo Modigliani	Giovanotto Dai Capelli Rossi	8 479 500	8 341 313
276	247	Andy Warhol	Large Flowers	8 476 000	8 510 298

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1509	1990		—	A	42 x 31,2	784 314
1730–1735	2003		NM	B	79,9 x 60,2	929 210
1979	2001		A	F	198,1 x 147,3	785 977
1889	1999		Psge	B	47 x 62,5	782 475
1879–1881	2000	2	Psge	B	60 x 75,6	777 500
1888	1988		PdF	B	66 x 51	775 000
1891	1989		Psge	C	65 x 100	775 000
1913	1990		A	E	130,2 x 97	775 000
1778	1999		Autr	A	26 x 32,5	776 062
	1997	1	Psge	B	48,5 x 80,5	775 611
1833–1834	1998		Autr	D	81 x 100,5	773 325
1915	2002		A	B	81 x 59,7	779 500
1919	2002		—	C	100,7 x 62,6	779 500
1964	2001		Autr	G	208,3 x 411,5	776 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
277		Alberto Giacometti	Femme Leoni	8 416 000	7 577 160
278		Henry Moore	Three-Piece Reclining Figure: Draped	8 408 000	7 712 501
279	248	Franz Marc	Der Wasserfall (Frauen Unter Einem Wasserfall)	8 379 966	8 892 738
280	249	Claude Monet	Nymphéas	8 365 750	8 703 180
281	250	Claude Monet	La Seine À Argenteuil	8 362 500	9 323 173
282	251	Jasper Johns	Corpse And Mirror (Two Panels)	8 362 500	9 242 353
283	252	John Singer Sargent	In The Garden, Corfu	8 362 500	9 253 813
284	253	Michelangelo (Buonarroti)	A Mourning Woman (Study)	8 361 705	8 404 919
285	254	Vincent van Gogh	Jardin De Fleurs	8 360 000	11 155 755
286	255	Alexej Jawlensky	Schokko (Schokko Mit Tellerhut)	8 296 000	7 877 765
287	256	Vincent van Gogh	Le Pont De Langlois À Arles	8 295 500	7 877 290
288	257	Henri Matisse	Figure Décorative	8 259 500	8 192 436
289	258	Pablo Picasso	Chat À L'Oiseau	8 252 500	9 120 743
290	259	Claude Monet	Waterloo Bridge, Soleil Voilé	8 252 500	9 120 743
291	260	Marc Chagall	Le Village Russe, De La Lune	8 252 500	8 752 228
292	261	Pablo Picasso	Femme À La Mandoline	8 250 000	12 244 389
293	262	Claude Monet	Les Trois Arbres, Automne	8 250 000	11 898 223
294	263	Frederic Edwin Church	Home By The Lake (Scene In The Catskill Mountains)	8 250 000	11 898 223
295	264	Pablo Picasso	Au Moulin Rouge	8 250 000	11 727 707
296	265	Constantin Brancusi	La Muse Endormie Ili (Circa 1917)	8 250 000	11 699 762

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1947	2005		S	G	Высота: 167	916 000
1975	2004	1	S	G	Высота: 430	907 554
1912	1999		Nu	F	164 x 158	764 088
1908	2000		Psge	D	100 x 81,3	765 977
1875	1997		Psge	B	59,8 x 79,8	762 500
1974	1997		A	F	127 x 172,7	762 500
1909	1997		PdF	C	91,4 x 71,1	762 500
	2001		PdF	A	26 x 16,4	765 610
1888	1990		Psge	B	61 x 49	760 000
1910	2003		PdF	B	75 x 65,1	895 554
1888	2003		Psge	A	30,5 x 30,2	895 500
1908	2002	1	S	G	Высота: 73	759 500
1939	1997		Autr	E	96,8 x 129,8	752 500
1903	1997		Psge	C	65,1 x 100,7	752 500
1911	1999		Autr	E	125,5 x 104	752 500
1910	1988		A	C	80,7 x 64,7	750 000
1891	1989		Psge	C	92,3 x 73	750 000
1852	1989		Psge	D	81,3 x 122,5	750 000
1901	1989		PdF	B	70 x 53,5	750 000
1917	1989		S	A	18,5 x 29,5	750 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
297	266	Amedeo Modigliani	Jeanne Hebuterne Con GranDe Cappello	8 250 000	11 400 929
298	267	Paul Cézanne	Grand Bouquet De Fleurs	8 155 000	7 673 052
299	268	Bartolomeo di Giovanni	The Argonauts In Colchis	8 072 750	11 430 236
300	269	Piet Mondrian	Composition In White, Blue, And Yellow: C	8 071 500	7 706 158
301	270	Rembrandt Harmensz van Rijn	Portrait Of Johannes Uyitenbogaert	8 053 950	10 234 848
302	271	Jackson Pollock	Black And White No.6	7 980 750	8 012 692
303	272	Edgar Degas	Le Baiser Du Rideau	7 975 000	11 836 243
304	273	Paul Cézanne	Arlequin (Circa 1890)	7 965 242	11 821 760
305	274	Amedeo Modigliani	Fillette Au Tablier Noir	7 959 730	11 288 114
306	275	Paul Gauguin	Tahitiennes Près D'Un Ruisseau	7 942 810	9 296 434
307	276	Pablo Picasso	Le Repos	7 925 750	8 121 972
308	277	Francisco José de Goya y Lucientes	Bullfight Suerte De Varas	7 922 540	9 968 524
309	278	Pablo Picasso	Demi-Nu À La Cruche	7 922 500	8 832 480
310	279	Jasper Johns	White Numbers	7 922 500	8 755 913
311	280	Childe Hassam	Flags, Afternoon On The Avenue	7 922 500	8 685 995
312	281	Pablo Picasso	Nature Morte À La Bouteille De Rhum	7 922 500	8 508 303
313		Andy Warhol	Flowers	7 856 000	7 072 016
314	282	Sir Alfred James Munnings	The Red Prince Mare	7 848 000	7 270 691
315		Everett Shinn	Stage Scene	7 848 000	7 224 843
316		Juan Sánchez Cotán	Bodegón With A Cardoon And Francolin	7 808 994	7 188 900
317	283	Claude Monet	Le Bassin Aux Nymphéas	7 728 935	7 843 543

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1918	1990		PdF	A	55 x 38	750 000
1892–1895	2004		NM	D	81 x 100	880 446
1487	1989		Autr	E	83 x 163,5	733 886
1936	2003		A	B	72 x 69	871 500
1633	1992		PdH	E	132 x 102	732 177
1951	2001		A	E	142,6 x 114,9	730 977
1880	1988		Autr	B	54 x 74	725 000
1890	1988		PdH	B	62,2 x 47	724 113
1918	1989		PdF	C	92,5 x 60,5	723 612
1893	1995		Psge	C	73 x 92	724 346
1932	2000		PdF	A	45,7 x 45,7	725 977
1824	1992		Autr	B	50 x 60	720 231
1906	1997		Nu	D	99,8 x 81	722 500
1959	1997		A	E	135,3 x 102	722 500
1917	1998		Psge	C	91,5 x 61	722 500
1914	1999		NM	A	38,1 x 46,3	722 500
1965	2005		Autr	G	207,7 x 356,9	856 000
1921	2004		Autr	E	101,6 x 152,4	847 554
1906	2004		Autr	B	61 x 74,9	847 554
	2004		NM	B	73,3 x 62,2	843 374
1917–1920	2001		Psge	F	100 x 200	708 085

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
318		Francesco Guardi	The Grand Canal, Venice, With The Palazzo Bembo	7 704 225	6 899 617
319		Lucian Freud	Red Haired Man On A Chair	7 703 153	7 028 140
320	284	Edvard Munch	Girls On A Bridge	7 702 500	8 668 348
321	285	Edouard Vuillard	La Table De Toilette (Dans Les Fleurs)	7 700 000	10 919 778
322	286	Claude Monet	Nymphéas	7 700 000	10 919 778
323	287	Fernand Léger	Le Petit Dejeuner	7 700 000	9 976 778
324	288	Georges Braque	Atelier Vlli	7 700 000	9 841 088
325	289	Claude Monet	Nymphéas	7 688 483	7 100 238
326	290	Wassily Kandinsky	Sketch For Composition VII	7 649 940	9 625 525
327	291	Pablo Picasso	Souvenir Du Havre	7 640 290	11 820 962
328		Fernand Léger	Les Campeurs (1Er État)	7 632 000	6 869 959
329	292	Joan Miró	La Table (Nature Morte Au Lapin)	7 597 140	8 891 728
330	293	Henri Matisse	Deux Nègresses	7 596 000	7 639 008
331	294	John Singer Sargent	Spanish Dancer	7 592 500	9 187 525
332	295	Edgar Degas	Les Chevaux De Courses	7 586 106	7 005 602
333	296	Claude Monet	Vétheuil	7 539 658	7 473 460
334		Pierre Auguste Renoir	Les Rosiers À Wargemont	7 512 000	6 889 883
335		Yves Tanguy	Les Derniers Jours	7 495 361	6 838 161
336	297	Pablo Picasso	Femme Assise Pres D'Une Fenetre (Insc. On Stretcher)	7 482 500	8 341 786
337	298	Michelangelo (Buonarroti)	Study Of Christ And The Woman Of Samaria, With A Separate Sketch Of A Man Looking Up (+ 2 Other Studies, Verso)	7 482 500	8 264 356

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
	2005		Psge	B	46,5 x 76,5	839 738
1962–1963	2005		PdH	D	91,5 x 91,5	839 624
1902	1996		Psge	G	0 x 100,3 x 102,2	702 500
1895	1989		Autr	C	65 x 114	700 000
1914–1917	1989		Psge		200 x 200	700 000
1921	1991		Nu	E	96,5 x 129,5	700 000
1952–1955	1992		A	F	132,1 x 196,9	700 000
1914–1917	2004		Psge	F	150 x 200	830 462
1913	1992		A	D	78 x 100	695 449
1912	1987		A	B	80,7 x 53,8	694 572
1954	2005		Autr	F	162,6 x 130,2	832 000
1920	1995		NM	E	130 x 110,5	692 922
1907–1908	2001		S	G	Высота: 46,5	696 000
	1994		PdF	F	222,9 x 151,1	692 500
1871–1872	2004	1	Autr	A	32,5 x 40,5	819 494
1880	2002		Psge	C	60 x 100	694 060
1879	2004		Psge	C	65 x 81	811 554
1944	2005		A	E	97,1 x 138,1	817 360
1932	1997		PdF	E	146 x 114	682 500
	1998		PdF	A	43,5 x 33,7	682 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
338	299	Claude Monet	Nymphéas	7 481 720	10 851 561
339	300	Pierre Bonnard	Après Le Repas	7 480 000	11 101 579
340	301	Claude Monet	Peupliers Au Bord De L'Epte, EffEt Du Soir	7 472 600	9 011 841
341	302	Henri Matisse	Danseuse Dans Le Fauteuil, Sol En Damier	7 457 844	7 717 476
342	303	Juan Gris	La Console De Marbre	7 400 000	6 855 249
343	304	Pierre Auguste Renoir	Jeune Femme Se Baignant	7 381 353	6 816 330
344	305	Master of 1487	The Departure Of The Argonauts	7 370 770	10 436 300
345	306	Pablo Picasso	Tête De Femme	7 367 849	10 935 128
346	307	Pablo Picasso	La Femme Qui Pleure	7 341 784	7 990 218
347	308	Edvard Munch	Haus In Aasgaardstrand	7 307 556	7 332 169
348		Philip Guston	The Street	7 296 000	6 566 872
349		Lucian Freud	Naked Portrait	7 287 569	6 648 183
350	309	Edgar Degas	Blanchissuses Portant Du Linge (Circa 1876)	7 263 389	11 131 718
351	310	Edgar Degas	Après Le Bain (On Joined Paper)	7 262 500	8 173 014
352	311	Pablo Picasso	Les Femmes D'Alger (Version «K»)	7 262 500	8 026 254
353	312	Robert Rauschenberg	Rebus	7 260 000	9 587 574
354	313	Pablo Picasso	Femme Dans Un Fauteuil	7 259 720	7 069 873
355	314	Albert Bierstadt	Yosemite Valley	7 176 000	6 820 660
356	315	Mark Rothko	Untitled	7 175 500	6 812 791
357	316	Giorgio de Chirico	Il Grande Metafisico	7 175 500	6 647 065
358		Pablo Picasso	Mousquetaire À La Pipe	7 175 500	6 580 942
359	317	Pierre Auguste Renoir	Après Le Bain	7 175 030	10 322 877
360		Pieter Brueghel (the Younger)	The Kermesse Of St. George	7 159 767	6 590 652

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1908	1989		Psge	E	100 x 100	680 156
1925	1988		Autr	E	115,9 x 111,8	680 000
1891	1994		Psge	C	100 x 65	681 600
1942	2000		PdF	B	46 x 55	683 440
1914	2004		A	B	61 x 50,2	799 554
1888	2004	1	—	C	81 x 65,5	797 556
1487	1989		Autr	E	83,5 x 163	670 070
	1988		PdF	B	62 x 48	669 804
1937	1998		PdF	B	55 x 46	669 708
1905	2002		Psge	E	100 x 130,5	669 778
1956	2005		A	F	193 x 181,6	796 000
2002	2005		Nu	E	152,7 x 122,2	795 097
1876	1988		AP	B	46 x 61	660 308
1883	1996		PdF	A	52 x 32	662 500
1955	1997		Nu	F	129,8 x 161,9	662 500
1955	1991	1	A	G	243,8 x 332,7	660 000
1932	2003		Nu	C	92,1 x 73	668 611
1866	2003		Psge	E	98,4 x 154,9	775 554
1963	2003		A	F	175,3 x 162,5	775 500
1917	2004		A	C	104,8 x 69,5	775 500
1968	2004		—	E	146,5 x 89,3	775 500
1900	1989		Nu	B	56 x 47	652 275
1628	2004		Autr	F	116,8 x 175,5	773 814

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
361	318	Roy Lichtenstein	Happy Tears	7 159 500	7 041 368
362	319	Pablo Picasso	Figure	7 156 000	7 184 018
363	320	Amedeo Modigliani	Almaïsa	7 156 000	7 196 167
364	321	Claude Monet	Nymphéas	7 155 750	7 183 767
365	322	Amedeo Modigliani	Portrait De Baranowski	7 154 884	7 834 513
366	323	Claude Monet	Les Meules, Giverny, EffEt Du Matin	7 152 500	8 151 980
367	324	Pablo Picasso	Les Femmes D'Alger (Version «H»)	7 152 500	7 904 644
368	325	René Magritte	Les Valeurs Personnelles	7 152 500	7 784 146
369	326	Jasper Johns	Two Flags (In 6 Parts)	7 152 500	7 681 107
370	327	Henri Matisse	Robe Jaune Et Robe Arlequin (Nezy Et Lydia)	7 151 500	7 680 033
371	328	Vincent van Gogh	L'Homme Est En Mer	7 150 000	10 164 013
372	329	Willem de Kooning	Palisade	7 150 000	9 880 805
373	330	Paul Cézanne	Le Jas De Bouffan	7 150 000	9 541 106
374	331	Joan Miró	Les Echelles En Roue De Fue Traversant L'Azur	7 150 000	9 541 106
375	332	Edgar Degas	Deux Danseuses En Jupes Vertes, Decor De Paysage	7 150 000	8 990 141
376	333	Vincent van Gogh	Nature Morte, Vase Avec Oeillets	7 149 748	6 817 878
377	334	Claude Monet	Les Peupliers	7 046 000	7 219 759
378	335	Edgar Degas	Danseuses Se Baissant (Les Ballerines)	7 042 500	8 621 125
379	336	Pablo Picasso	L'Indépendant (Nature Morte À L'Éventail)	7 042 500	8 183 333
380	337	Constantin Brancusi	Mademoiselle Pogany II	7 042 500	7 851 093

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1964	2002		PdF	D	96,5 x 96,5	659 500
1927	2001		A	E	128 x 97,8	656 000
1916	2001		—	B	92,5 x 53,5	656 000
1907	2001		Psge	C	92,1 x 73	655 977
1918	1998		PdF	C	112 x 56	652 717
1889	1996	1	Psge	C	65,1 x 92,1	652 500
1955	1997		Nu	F	130,2 x 162,3	652 500
1952	1998		Autr	D	80 x 100	652 500
1973	1999	1	Autr	F	132,7 x 176,5	652 500
1941	1999		AP	B	46,5 x 55,5	652 409
1889	1989		—	B	66 x 51	650 000
1957	1990		A	F	200,7 x 175,3	650 000
1885–1887	1990		Psge	B	74 x 55	650 000
1953	1990		A	E	116,2 x 89,4	650 000
1895	1992		—	E	140 x 80	650 000
1890	2003		NM	A	41 x 32	772 741
1891	2000		Psge	D	116,7 x 72,7	646 000
1885	1993		AP	A	35,5 x 48,2	642 500
1911	1995		A	B	61 x 50	642 500
1920–1925	1997		S	G	Высота: 43,8	642 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
381	338	Peter de Hooch	The Courtyard Of A House In Delft With A Young Woman And Two Men Drinking And Smoking Under An Arbour...	7 042 250	8 860 900
382	339	Jasper Johns	White Flag	7 040 000	10 448 545
383	340	Pierre Auguste Renoir	Enfant Assis En Robe Bleue (Portrait D'Edmond Renoir,Jr)	7 040 000	9 394 320
384	341	Paul Gauguin	L'Allée Des Alyscamps, Arles	7 025 550	10 427 099
385	342	Pierre Bonnard	La Porte Fenêtre Or Matinée Au Cannet	7 020 758	6 836 856
386	343	Andy Warhol	Self-Portrait	6 951 500	6 439 344
387	344	Paul Gauguin	Petit Breton A L'Oie	6 921 500	9 815 746
388	345	Claude Monet	Sur Les Planches De Trouville	6 902 440	7 637 650
389	346	Piet Mondrian	Composition In Black And Whitewith Blue Square	6 875 000	9 500 774
390	347	Claude Monet	Le Pont Japonais	6 875 000	9 500 774
391	348	Pierre Auguste Renoir	Baigneuses	6 846 470	9 410 363
392	349	Pablo Picasso	Plant De Tomate	6 840 000	6 335 948
393	350	Claude Monet	Le Bassin Aux Nymphéas	6 826 000	7 100 175
394	351	Pablo Picasso	Buste De Femme À La Chemise	6 826 000	6 864 036
395	352	Alberto Giacometti	L'Homme Qui Marche I	6 824 820	10 129 182
396	353	Maurice de Vlaminck	Paysage De Banlieue	6 822 500	8 255 458
397	354	Pablo Picasso	Le Journal	6 822 500	7 326 594
398	355	Paul Cézanne	Saint-Henri Et La Baie De L'Estaque	6 820 000	10 363 234

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1658	1992		Autr	B	67,8 x 57,5	640 205
1955–1958	1988		A	F	132,1 x 199,8	640 000
1889	1990		AP	B	64,8 x 54	640 000
1888	1988		Psge	C	72,5 x 92	638 686
1932	2003		PdF	E	88,5 x 113,5	646 887
1967	2004		AutoP	F	183 x 183	751 500
1889	1989		Psge	C	92 x 73	629 227
1870	1997		Psge	B	50 x 70	629 767
1935	1990		A	C	72 x 72	625 000
1918–1924	1990		Psge	E	89 x 115,5	625 000
1892	1990		Autr	A	46 x 38	622 406
1944	2004		NM	C	91 x 71,8	739 554
1917–1919	2000		Psge	F	101 x 200,6	626 000
1922	2001		PdF	B	55,2 x 46	626 000
1960	1988		S	G	Высота: 183	620 438
1905–1906	1994		Psge	C	65 x 81	622 500
1912	1999		A	A	45,7 x 37,5	622 500
	1988		Psge	C	66,7 x 82,9	620 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
399	356	Paul Gauguin	Ferme En Bretagne (II)	6 820 000	9 835 864
400	357	Pierre Auguste Renoir	Gabrielle Au Chapeau De Paille	6 820 000	9 671 803
401	358	Edouard Manet	Un Bar Aux Folies-Bergere	6 793 490	8 192 570
402		Lucian Freud	Man With A Feather (Self-Portrait)	6 759 124	6 079 460
403	359	Sir Peter Paul Rubens	A Portrait Of A Man As The God Mars	6 758 665	6 690 909
404	360	Pablo Picasso	Le Garcon Bleu	6 733 550	9 766 407
405		Chaim Soutine	Le Chasseur De Chez Maxim'S	6 728 000	6 170 093
406	361	Mark Rothko	Brown And Blacks In Reds	6 727 500	6 421 798
407	362	Gustave Caillebotte	Chemin Montant	6 727 500	6 386 992
408	363	Andy Warhol	Large Flowers	6 727 500	6 231 623
409	364	Pablo Picasso	La Guenon Et Son Petit	6 719 500	6 608 053
410	365	Yves Klein	«Re 1»	6 716 000	6 881 333
411	366	Pierre Auguste Renoir	Femmes Dans Un Jardin	6 712 500	7 483 073
412	367	Claude Monet	Coin Du Bassin Aux Nymphéas	6 712 500	7 291 783
413	368	Nicolas Poussin	The Agony In The Garden	6 712 500	6 881 333
414	369	Francis Bacon	Study For Portrait Of Henrietta Moraes	6 712 500	6 656 230
415	370	Claude Monet	Santa Maria Dell'a Salute Et Le Grand Canal, Venise	6 710 000	9 732 250
416	371	Pierre Auguste Renoir	Le Premier Pas	6 686 087	6 708 094
417		Paul Signac	Les Andelys. Les Laveuses	6 632 727	5 965 503
418	372	Maurice de Vlaminck	Péniche Sur La Seine	6 630 830	6 645 131
419	373	Claude Monet	Paysage De Printemps (Giverny)	6 630 157	6 860 285

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1894	1989		Psge	C	92,8 x 73,7	620 000
1900	1989		PdF	C	81,3 x 65,4	620 000
1881	1994		PdF	B	47 x 56	619 863
1943	2005		AutoP	B	76 x 50,8	738 478
1620–1625	2002	1	PdH	C	82,6 x 66	623 060
1905	1989		PdH	C	100 x 57	612 141
1925	2004		PdH	C	82,3 x 75	727 554
1957	2003		A	F	231,1 x 152,4	727 500
1881	2003		Autr	E	99,6 x 125,2	727 500
1964	2004		Autr	G	208 x 411,5	727 500
1951	2002		S	G	Высота: 54	619 500
1958	2000		A	F	200 x 165	616 000
1873	2000	1	Psge	B	54,6 x 65,4	612 500
1918	1997		Psge	E	131,5 x 88,5	612 500
1650	1999		Autr	B	60,3 x 47	612 500
1964	2002		Nu	F	198,1 x 147,3	618 864
1908	1989		Psge	C	72 x 91	610 000
1876	2002		PdFaE	D	111 x 80,5	613 281
1886	2005		—	C	60 x 92	724 935
1905	2001		Psge	B	60,3 x 73	608 257
1894	2000		Psge	C	93 x 74,4	608 196

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
420		Claude Monet	Vétheuil, Après-Midi	6 624 000	5 960 700
421		Jan van Huysum	Green Grapes On The Vine With Morning Glory, Pink And White Hollyhocks, A Red Opium Poppy, A Walnut, Hazelnuts, A Split Melon...	6 619 718	5 926 352
422	374	Francis Bacon	Portrait Of George Dyer Talking	6 606 000	6 768 524
423	375	Paul Gauguin	Femmes Au Bord De La Rivière	6 606 000	6 631 401
424	376	Camille Pissarro	La Rue Saint-Lazare	6 605 750	6 642 364
425	377	Fernand Léger	La Pipe	6 602 500	7 671 875
426	378	Amedeo Modigliani	La Belle Épicière	6 602 500	7 671 875
427	379	Constantin Brancusi	La Muse Endormie II	6 602 500	7 296 594
428	380	Edgar Degas	Après Le Bain	6 602 500	7 238 329
429	381	Canaletto	The Grand Canal, Venice, Looking East From The Campo Di San Vio, With The Palazzo Corner, Barges And Gondolas	6 602 500	6 981 043
430	382	Claude Monet	La Meule	6 602 500	6 627 885
431	383	Jan Davidsz de Heem (I)	A Lavish Banquet Still Life, Flanked By Columns, Before A Landscape	6 600 000	10 184 961
432	384	Pierre Auguste Renoir	Le Jardin Ou Dans Le Parc (Circa 1875)	6 600 000	10 028 936
433	385	Edgar Degas	Sur La Scene	6 600 000	9 518 578
434	386	Claude Monet	La Berge A Argenteuil	6 600 000	9 382 166
435	387	Paul Cézanne	Carriere De Bibemus	6 600 000	9 359 809
436	388	Claude Monet	Saint-Georges Majeur	6 600 000	9 120 743

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1901	2005		Psge	D	88,9 x 91,7	724 000
1731	2005		NM	B	80 x 60,3	723 541
1966	2000		A	F	198,2 x 147,3	606 000
1891–1893	2001		Psge	A	31,8 x 40	606 000
1893	2001		Psge	B	73 x 60	605 977
1918	1995		A	C	90,2 x 71,1	602 500
1918	1995		PdF	C	100 x 65,1	602 500
1917	1997		S	G	28,5 x 16,9 x 17,8	602 500
1896	1998		Nu	C	77 x 83	602 500
	2000		Psge	B	46,5 x 76,8	602 500
1891	2001		Psge	C	65,1 x 92,1	605 682
1642	1988		—	F	152 x 206	600 000
1875	1988		Psge	B	54,6 x 65,1	600 000
1879–1881	1989		—	B	58,5 x 44,8	600 000
	1989		Psge	B	60,4 x 73,4	600 000
1898	1989		Psge	B	65 x 54	600 000
1908	1990		Psge	C	64,8 x 92	600 000

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
437	389	Fernand Léger	Les Acrobates (Les Perroquets)	6 575 430	9 324 965
438		Paul Gauguin	Nature Morte Aux Mangos	6 530 909	5 873 706
439		Andy Warhol	5 Deaths Twice 1 (Red Car Crash)	6 504 000	5 986 378
440	390	Canaletto	Venice, A View Of The Piazza San Marco Looking East Towards The Basilica And The Campanile (+ Venice, The Grand Canal And The Rialto Bridge; Pair)	6 473 110	7 162 418
441	391	Aelbert Cuyp	Orpheus Charming The Animals	6 452 930	7 760 748
442		Franz Kline	Crow Dancer	6 400 000	5 758 642
443	392	Gustave Caillebotte	Un Soldat	6 389 500	6 335 484
444	393	Henri Matisse	Poissons Chinois	6 382 500	7 416 146
445	394	Henri Matisse	Les Deux Femmes	6 382 500	7 416 146
446	395	Robert Rauschenberg	Red Interior	6 382 500	7 053 375
447	396	Pablo Picasso	Les Amants	6 331 000	6 486 502
448	397	Michelangelo (Buonarroti)	The Meeting Of The Infant Saint John The Baptist... [Verso: Putti In Amorous Play...]	6 328 890	7 822 356
449		Jan van de Cappelle	A Kaag And A Smak In A Calm, With Fishermen Pulling In Their Catch From A Rowing-Boat In The Foreground, A Dutch Frigate And Other Boats Beyond	6 323 943	5 660 915
450	398	Amedeo Modigliani	La Rousse Au Pendentif	6 275 750	6 527 320

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1933	1989		Nu	F	130 x 160	597 766
1891-1896	2005		—	A	30,4 x 47,4	714 026
1963	2004		Autr	E	76,2 x 152,4	703 554
	1997		Psge	B	46,5 x 77,1	590 737
	1994		Psge	E	113 x 167	588 903
1958	2005		A	F	198,1 x 175,3	700 000
1881	2002		PdH	D	106,7 x 75	589 500
1951	1995		A	E	192,2 x 91	582 500
1938	1995		AP	B	73,5 x 59,7	582 500
1954–1955	1997		A	F	142,8 x 156,3	582 500
1932	2000		Nu	E	98,1 x 131,2	581 000
1530–1535	1993		PdFaE	A	27,9 x 39,1	577 626
1653	2005		Psge	B	47,6 x 53	691 851
1918	2000		PdF	C	92 x 60	575 977

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
451	399	Edgar Degas	Danseuses Russes	6 272 500	7 763 384
452	400	Pablo Picasso	Violon, Bouteille Et Verre	6 272 500	7 589 695
453	401	Francis Bacon	Triptych May-June	6 270 000	9 042 649
454	402	Pablo Picasso	Guitare Et Compotier Rose	6 229 350	8 834 171
455	403	Joaquín Sorolla y Bastida	La Hora Del Baño (The Bathing Hour)	6 210 738	5 895 838
456	404	Bernardo Bellotto	The Fortress Of Konigstein	6 179 780	8 001 245
457	405	Claude Monet	Paysage De Printemps	6 172 420	8 952 539
458	406	Juan Gris	Le Guéridon	6 168 581	6 181 465
459		George Wesley Bellows	Kids	6 168 000	5 676 761
460	407	Charles Willson Peale	George Washington	6 167 500	5 712 322
461	408	Georgia O'Keeffe	Calla Lilies With Red Anemone	6 166 000	6 189 308
462	409	Pablo Picasso	Nu Dans Une Forêt Or La Dryade (Study)	6 166 000	6 199 775
463	410	Pablo Picasso	Ma Jolie: Guitare, Bouteille De Bass, Grappe De Raisin Et Verre	6 162 500	7 160 417
464	411	Pierre Auguste Renoir	Les Rosiers À Wargemont	6 162 500	6 617 569
465	412	Jacques-Louis David	Portrait Of Suzanne Le Peletier De Saint-Fargeau	6 130 590	6 825 593
466	413	Sir Joshua Reynolds	Portrait Of Mrs. Baldwin	6 097 101	5 638 094
467	414	Pablo Picasso	Fillette Au Bateau (Maya)	6 079 785	6 447 247
468		Adriaen van Ostade	Peasants Carousing And Dancing Outside An Inn	6 076 595	5 592 534
469	415	Marc Chagall	La Mariee Sous Le Baldaquin	6 054 720	8 386 678
470	416	Edgar Degas	Danseuse À La Barre	6 052 500	6 810 845

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1895	1993		AP	B	48 x 67	572 500
1913	1994		A	B	65 x 50	572 500
1973	1989		Nu	G	215,8 x 495,3	570 000
1924	1989		NM	D	100 x 81	566 305
1904	2003		Autr	D	84 x 119	672 133
	1991		Psge	F	133 x 235,7	561 798
1894	1989		Psge	C	92 x 73	561 129
1914	2001		A	B	80,6 x 59,2	566 235
1906	2004		Autr	D	81,3 x 106,7	667 554
1780–1782	2004		PdH	E	127 x 101,6	667 500
1928	2001		Autr	D	121,9 x 75,2	566 000
1908	2001		Nu	A	62,5 x 37	566 000
1914	1995		A	B	51,4 x 67,5	562 500
1879	1999		Psge	C	65 x 81	562 500
1804	1997		PdF	B	60,5 x 49,5	559 599
1782	2004		PdF	E	141 x 110	659 957
1938	1999		PdF	B	73 x 60,4	554 980
1660	2004		Autr	A	42,5 x 57,2	657 760
1949	1990		Autr	E	115 x 94	550 429
1885	1996		—	B	66,7 x 47	552 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
471	417	Pablo Picasso	Nus	6 052 500	6 688 545
472	418	Fernand Léger	Composition (Le Typographe)	6 052 500	6 586 585
473	419	Pablo Picasso	Femme Nue Assise	6 050 000	8 979 219
474	420	Roy Lichtenstein	Kiss II	6 050 000	8 360 681
475	421	Foujita Tsuguji (Tsuguharu Léonard)	Jeune Fille Dans Le Parc	6 050 000	8 360 681
476	422	Pierre Auguste Renoir	Lajeune Mere	6 050 000	8 360 681
477	423	Canaletto	View Of The Grand Walk, Vauxhall Gardens, With The Orchestra Pavillion, The Organ House, The Turkish Dining Tent And The Statue Of Aurora (+ The Interior Of The Rotunda, Ranelagh; 2 Works)	6 040 621	6 467 181
478	424	Otto Dix	Bildnis Rechtsanwalt Dr. Fritz Glaser	6 012 417	6 379 568
479	425	Pablo Picasso	Tête De Femme	5 985 380	8 681 254
480	426	Claude Monet	Camille Et Jean Monet Au Jardin D'Argenteuil	5 979 190	8 602 395
481		Kees van Dongen	Femme Fatale	5 943 500	5 449 843
482	427	Rembrandt Harmensz van Rijn	Cupid Blowing A Soap Bubble	5 942 760	6 909 488
483	428	Amedeo Modigliani	Portrait De Jeanne Hebuterne	5 942 500	7 084 569
484	429	Paul Cézanne	Une Moderne Olympia (Or Le Pacha)	5 942 500	6 566 935
485	430	Mark Rothko	No. 14, 1960	5 942 500	6 566 935
486	431	Claude Monet	Paysage Dans L'Ile Saint-Martin	5 942 500	6 466 829

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1934	1997		Nu	D	81,3 x 100	552 500
1917–1918	1998		A	G	249,5 x 183,5	552 500
1959	1988		Nu	E	146,1 x 114,3	550 000
1962	1990		Autr	F	145 x 172	550 000
1957	1990		AP	B	50,8 x 65,4	550 000
1898	1990		PdFaE	B	56 x 46,5	550 000
	1999		Psge	B	51 x 76	551 420
1921	1999		PdH	D	105 x 80,5	548 856
1921	1989		PdF	B	65 x 50	544 125
1873	1989		AP	E	131 x 97	543 563
1905	2004		Nu	C	82 x 61	643 500
1634	1995		AP	C	75 x 92,6	542 524
1919	1994		PdF	B	92,1 x 54	542 500
1870	1997		Nu	B	56,5 x 55	542 500
1960	1997		A	G	290,8 x 268,6	542 500
1881	1998		Psge	B	73 x 59,7	542 500

№ на 1 сентября 2005 г.	№ на 1 сентября 2004 г.	Художник	Название работы	Номинальная цена долл. США	Приведенная стоимость долл. США
487	432	Claude Monet	Pont Dans Le Jardin De Monet	5 942 500	6 381 227
488	433	Egon Schiele	Sommerlandschaft	5 940 000	8 566 721
489	434	Joan Miró	Danseuse Espagnole	5 940 000	7 926 457
490		Juan Gris	Paysage Et Maisons À Céret	5 920 000	5 322 923
491		Amedeo Modigliani	Portrait De Jeanne Hébuterne	5 920 000	5 322 923
492	435	Gustav Klimt	Bauergarten (Blumengarten)	5 844 270	6 967 411
493	436	Meindert Hobbema	Wooded Landscape With Cottages	5 841 530	6 964 143
494	437	Lucian Freud	Large Interior W11 (After Watteau)	5 832 500	6 393 857
495	438	El Greco (Domenikos Theotokopoulos)	Christ On The Cross	5 832 450	6 020 175
496	439	Alexander Calder	Untitled	5 831 500	5 535 393
497	440	Claude Monet	Le Jardin Fleuri	5 830 000	9 020 104
498	441	Francis Bacon	Study For Portrait Of Van Gogh II	5 830 000	8 408 078
499	442	Claude Monet	Nymphéas	5 777 500	6 384 520
500	443	Pierre Auguste Renoir	Jeune Femme Au Corsage Rouge	5 775 000	8 209 395

¹ Обозначения:

Psge (Paysage) — пейзаж

A (Abstraction) — абстракция

PdF (Portrait de Femme) — женский портрет

Nu — обнаженная натура

PdH (Portrait d'Homme) — мужской портрет

NM (Nature Morte) — натюрморт

Год создания	Год последней продажи	Кол-во повторных продаж	Сюжетная группа ¹	Размерная группа ²	Размер, см	Премия покупателя долл. США
1895–1896	1999		Psge	D	92 x 89	542 500
1917	1989		Psge	E	110,5 x 139	540 000
1945	1990		A	E	146 x 114	540 000
1913	2005		—	C	100 x 65	648 571
1919	2005		—	A	55 x 38	648 571
1905–1907	1994		Psge	E	110 x 110	533 570
	1994		—	E	89,5 x 122	533 321
1981–1983	1998		Autr	F	185,4 x 198,1	532 500
	2000		PdH	B	82,6 x 51,6	535 677
1968	2003		S	G	490 x 630 x 330	631 500
1900	1987		Psge	D	89 x 92	530 000
1957	1989		PdH	F	198 x 142,3	530 000
1914–1917	1997		Psge	E	135 x 145	527 500
1892	1989		PdF	B	65,4 x 54,5	525 000

S (Sculpture) — скульптура

AP (Autres Portraits) — прочие портреты

AutoP (Autoportrait) — автопортрет

PdFaE (Portrait de Femme avec Enfant) — женский портрет с ребенком

Autr (Autres) — прочее

² Обозначения: см. таблицу 3.7 в третьей главе.

Приложение В

Рейтинг 50 самых «ценных» мастеров (по совокупной стоимости работ, включенных в список KunstAM Top 500)

А — число работ в списке 500 наиболее дорогих произведений искусства (KunstAM Top 500 в номинальных ценах);

В — совокупная стоимость работ (в долларах США, в номинальных аукционных ценах с учетом премии покупателя);

С — год рождения художника;

Д — год смерти художника;

Е — средняя стоимость одной картины (в долларах США, в расчет приняты только картины художника, включенные в список KunstAM Top 500 в номинальных ценах)

№	Художник	А	В	С	Д	Е
1	Pablo Picasso	65	1 127 725 634	1881	1973	17 349 625
2	Claude Monet	66	709 059 517	1840	1926	10 743 326
3	Vincent van Gogh	23	499 063 505	1853	1890	21 698 413
4	Paul Cézanne	26	420 735 928	1839	1906	16 182 151
5	Pierre Auguste Renoir	27	348 627 010	1841	1919	12 912 111
6	Amedeo Modigliani	20	230 936 254	1884	1920	11 546 813
7	Henri Matisse	17	186 903 880	1869	1954	10 994 346
8	Edgar Degas	17	167 458 281	1834	1917	9 850 487
9	Paul Gauguin	12	149 552 689	1848	1903	12 462 724
10	Edouard Manet	7	130 479 740	1832	1883	18 639 963
11	Canaletto	9	120 615 492	1697	1768	13 401 721
12	Mark Rothko	11	117 806 500	1903	1970	10 709 682
13	Fernand Léger	10	106 829 130	1881	1955	10 682 913
14	Willem de Kooning	7	89 790 000	1904	1997	12 827 143

№	Художник	A	B	C	D	E
15	Constantin Brancusi	7	85 278 500	1876	1957	12 182 643
16	Gustav Klimt	5	84 902 100	1862	1918	16 980 420
17	Sir Peter Paul Rubens	2	83 458 665	1577	1640	41 729 333
18	Andy Warhol	8	81 586 000	1928	1987	10 198 250
19	Rembrandt Harmensz van Rijn	8	77 028 907	1606	1669	12 838 151
20	Joan Miró	6	74 382 640	1893	1983	9 297 830
21	Alberto Giacometti	6	66 155 820	1901	1966	11 025 970
22	John Singer Sargent	5	59 395 500	1856	1925	11 879 100
23	Egon Schiele	5	58 577 529	1890	1918	11 715 506
24	Jasper Johns	6	58 455 500	1930	Жив	9 742 583
25	Piet Mondrian	5	54 379 500	1872	1944	10 875 900
26	Francis Bacon	6	43 011 549	1909	1992	7 168 592
27	Max Beckmann	2	39 371 750	1884	1950	19 685 875
28	Marc Chagall	4	39 057 220	1887	1985	9 764 305
29	Henri de Toulouse-Lautrec	3	36 858 250	1864	1901	12 286 083
30	Georges Seurat	1	35 202 500	1859	1891	35 202 500
31	Michelangelo (Buonarroti)	4	34 499 037	1475	1564	8 624 759
32	George Wesley Bellows	2	33 870 500	1882	1925	16 935 250
33	Maurice de Vlaminck	4	32 328 405	1876	1958	8 082 101
34	Jackson Pollock	3	31 186 250	1912	1956	10 395 417
35	Johannes (van Delft) Vermeer	1	30 054 360	1632	1675	30 054 360

№	Художник	A	B	C	D	E
36	Andrea Mantegna	1	28 568 000	1431	1506	28 568 000
37	Wassily Kandinsky	2	28 549 940	1866	1944	14 274 970
38	Juan Gris	4	27 968 081	1887	1927	6 992 020
39	Lucian Freud	4	27 582 346	1922	Жив	6 895 587
40	Gustave Caillebotte	3	27 423 000	1848	1894	9 141 000
41	John Constable	1	21 100 000	1776	1837	21 100 000
42	Sir Joshua Reynolds	2	20 768 733	1723	1792	10 384 367
43	René Magritte	2	19 812 000	1898	1967	9 906 000
44	Georges Braque	2	17 204 000	1882	1963	8 602 000
45	Kazimir Malevich	1	17 052 500	1878	1935	17 052 500
46	Chaïm Soutine	2	16 093 491	1893	1943	8 046 746
47	Camille Pissarro	2	15 573 250	1830	1903	7 786 625
48	Jan van Huysum	2	15 229 840	1682	1749	7 614 920
49	Kees van Dongen	2	15 121 681	1877	1968	7 560 841
50	Edvard Munch	2	15 010 056	1863	1944	7 505 028

РУКОВОДСТВО ПО ИНВЕСТИРОВАНИЮ
НА РЫНКЕ ПРЕДМЕТОВ ИСКУССТВА

Технический редактор *Н. Лисицына*

Корректор *Н. Смирнова*

Компьютерная верстка *В. Куценко*

Художник обложки *М. Соколова*

Подписано в печать 09.10.2005. Формат 70 × 100/16.
Печать офсетная. Объем 14 п. л. Тираж 2250 экз.
Заказ № .

Альпина Бизнес Букс
123060 Москва, а/я 28
Тел. (095) 105-77-16
www.alpina.ru, e-mail: info@alpina.ru