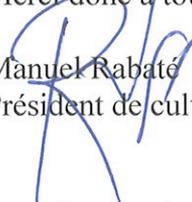


C'est pour culture & management un honneur et un plaisir de pouvoir diffuser à ses membres ce mémoire de recherche de qualité, rédigé et défendu par un HEC 2009, Jean-Baptiste Costa de Beauregard.

En interrogeant avec brio les relations entre art et investissement, notre camarade Costa de Beauregard joue exactement la partition de culture & management qui entend être un acteur incontournable des questions de la gestion culturelle.

Nicole Ferry-Maccario, Directrice Scientifique de la Majeure MAC d'HEC, nous a fait l'amitié de nous recommander cet opus, ce qui souligne l'importance – cruciale à nos yeux – des relations entre le corps professoral & les campus et notre association, culture & management.

Merci donc à tous les deux et excellente lecture à vous,


Manuel Rabaté
Président de culture & management

Le mémoire de recherche « Investit-on dans l'art » a été écrit et soutenu par J.B Costa de Beauregard, élève de la majeure Médias, Art et Création, spécialisation de troisième année du programme Grande école d'HEC Paris.

Il apporte des éléments de réponse à des questions que beaucoup se posent : Est-il rentable d'acheter des oeuvres d'art ? Peut-on investir en « art » comme on investit en « bourse » ?

Peut-on équilibrer ou même remplacer un portefeuille d'actions par des oeuvres d'art ? L'art est-il finalement un placement comme les autres ? Ce travail clair, objectif et bien documenté permettra à chacun d'apporter sa propre réponse à ces questions que les membres de culture & management sont nombreux à se poser !

La première partie du mémoire étudie les caractéristiques du marché de l'art du point de vue de l'investisseur en les comparant à celles des marchés financiers. Elle analyse la notion de valeur, de risque et de rentabilité.

La deuxième partie est consacrée aux différentes catégories d'investisseurs en art qu'ils soient des collectionneurs privés, des entreprises ou des fonds d'investissement .Elle fait apparaître la spécificité de leurs attentes, qui les différencie des investisseurs traditionnels.

La dernière partie s'interroge sur l'application à l'art des modèles classiques venus de la finance pour conclure à leur inadaptation.

L'art comme classe d'actif à part entière est-il une illusion ?


Nicole Ferry-Maccario
Professeur HEC
Directrice Scientifique de la Majeure / MS Médias, Art et Création

Mémoire de recherche
HEC Paris - Majeure MAC

Investit-on dans l'art ?

Jean-Baptiste COSTA DE BEAUREGARD

Mai 2009

Mémoire de recherche dirigé par

Nicole Ferry-Maccario

Remerciements

Je tiens à remercier Delphine Brochand, qui dirige Fin'Art Consulting, Olivier Fau et tout le département d'art contemporain de Sotheby's Paris, et Olivier Maman, gérant du SGAM AI Art Fund qui ont pris le temps de répondre à mes questions et m'ont permis de progresser dans ma réflexion.

Enfin, je remercie bien entendu Nicole Ferry-Maccario, ma directrice de mémoire.

Table des matières

Table des matières	3
Introduction	6
I. Le marché de l'art est très différent des marchés financiers	7
I.1. Qu'est-ce qu'un marché financier organisé ?	7
I.1.1. Les cinq caractéristiques d'un marché efficient	7
I.1.2. Indices et cotations.....	8
I.1.3. La régulation des marchés	9
I.2. Les règles particulières du marché de l'art	10
<i>Structure simplifiée du marché de l'art</i>	10
I.2.1. Atomicité et vendeur monopoleur	11
I.2.2. Hétérogénéité et offre évolutive.....	12
I.2.3. L'information, clé du marché	13
Asymétrie.....	14
Le marché de l'information	15
L'information inutile ?	17
I.2.4. Collusion des acteurs et absence de régulation	18
I.2.5. Illiquidité.....	19
I.3. La valeur de l'art	19
I.3.1. Qu'est-ce qu'une valeur financière ?	20
I.3.2. Les éléments constitutifs de la valeur d'une œuvre.....	20
I.3.3. La notion de cote et les classements d'artistes	22
I.3.4. Découplage du prix et de la valeur ; cotation discrète	26
I.3.5. Imprévisibilité et <i>Random walk hypothesis</i>	26
I.3.6. Flux négatifs	28
I.4. Les risques particuliers des œuvres d'art	28
I.4.1. Le risque financier	29
Volatilité.....	29
Affiner la définition du risque financier.....	30
I.4.2. Altération, destruction et vol	31
I.4.3. Faux et changements d'attribution.....	31
I.4.4. Effets de mode	32
I.4.5. Carrière de l'artiste.....	33
I.4.6. Insécurité juridique.....	33
L'avis de l'expert	34
Le flou de la définition juridique de l'œuvre d'art.....	34
L'artiste « concepteur » prend le pas sur le créateur	35
La traçabilité.....	36
I.4.7. Des risques qui demandent une rentabilité d'autant plus élevée.....	36
I.5. La difficile évaluation du placement en art	36
I.5.1. Que peut-on évaluer ?	36
I.5.2. Trois méthodes d'évaluation.....	37
I.5.3. Résultats obtenus.....	38
I.5.4. Discussion des méthodes et des résultats.....	39
Les limites fixées par les données disponibles	39
L'« oubli » des coûts de transaction et de la fiscalité	40
Benchmark index et tradable index.....	41

II. La spécificité des investisseurs en art.....	42
II.1. Ce que recherche un investisseur	42
II.1.1. Rentabilité	42
II.1.2. Aversion au risque	42
II.1.3. Diversification.....	42
II.1.4. Utilisation d'outils financiers	43
II.1.5. Empathie de l'investisseur pour son actif.....	44
II.2. Pouvoir de marché	45
II.2.1. L'impulsion des « rendements croissants d'information »	45
II.2.2. Les faiseurs de marché.....	47
Les Mugarbi.....	47
Charles Saatchi.....	48
II.2.3. Autres exemples de pouvoir de marché	48
II.3. Les particuliers.....	50
II.3.1. L'art patrimoine : valeur refuge et exonérations fiscales	50
II.3.2. Les super-collectionneurs.....	51
II.3.3. Les collectifs d'acheteurs	52
II.4. Les entreprises	52
II.5. Les fonds d'investissement en art.....	53
<i>La Peau de l'ours</i>	53
II.5.1. Des premières expériences peu concluantes : les années 1970 et 1980.....	54
Le British Rail Pension Fund.....	54
Les fonds de la BNP	55
II.5.2. La renaissance des <i>art funds</i> dans les années 2000	55
Le Fine Art Fund : la force du réseau personnel	55
L'Osian's Art Fund : le mérite de la transparence.....	57
Le SGAM AI Art Fund : le retour des banques ?	58
II.5.3. Les atouts des fonds d'investissement en art.....	60
II.5.4. Limites et pistes de réflexion.....	62
II.6. Le rôle des banques dans l'investissement en art.....	64
II.6.1. Investisseurs directs	64
II.6.2. Prêteurs	64
II.6.3. Conseils	65
III. L'art ne deviendra pas une classe d'actif.....	68
III.1. La délicate entrée de l'art sur les marchés financiers	68
III.1.1. Le jeu risqué de la spéculation	68
La leçon des années 1980	68
La nature spéculative de l'art contemporain.....	70
III.1.2. Le scandale Salander	70
III.1.3. L'art comme collatéral d'un prêt.....	71
Le prêt sur œuvre d'art	71
L'Art CDS, une bonne idée ?.....	73
III.2. L'argument de la diversification	74
III.2.1. La théorie du portefeuille de Markowitz	74
III.2.2. Le difficile calcul de la corrélation de l'art aux marchés financiers	75
La faible corrélation, un argument empirique	75
Les limites d'un outil statistique	76
III.2.3. L'efficacité de la diversification reste à prouver	77
III.3. La distorsion du couple traditionnel risque - rentabilité.....	78
III.3.1. La base de réflexion de tout investisseur : risque et rentabilité.....	78
III.3.2. Le couple devient un triptyque : « Passion, risque et rentabilité »	79
Le rendement esthétique	79
Un concept qui ne rentre dans aucun modèle classique.....	80

III.4. Le besoin de nouveaux modèles	80
III.4.1. D'insurmontables résistances	80
Un marché inefficent.....	81
Un marché secret.....	81
L'irréductible poésie de l'art.....	82
III.4.2. L'objectif de l'investisseur.....	83
III.4.3. L'étude comportementaliste du marché de l'art	83
Une nouvelle lecture des marchés d'échange.....	83
Heuristiques et biais.....	84
Sous réaction et sur réaction	87
Conclusion.....	89
Bibliographie	90
Ouvrages et études	90
Articles de presse	91
Internet.....	92
Conférence.....	92
Annexes.....	93
<u>Annexe 1</u> : Structure simplifiée du marché de l'art	93
<u>Annexe 2a</u> : le Kunstkompass 2008	94
<u>Annexe 2b</u> : Kunstkompass 2008, régression linéaire	96
<u>Annexe 3</u> : Résultats des études économiques.....	97
<u>Annexe 4</u> : Sélection de ventes de Zao Wou-Ki entre décembre 2006 et décembre 2008	98

Introduction

« The art-as-investment people believe it can be bought at one price, sold later at a higher, and meanwhile can be enjoyed. They believe the same of houses (live in them while the price goes up), jewelry (wear them while it gains value), land (farm it while it appreciates), and oriental rugs (stand on it while they rise). »

William Grampp, *Pricing the priceless*, 1989

Le marché de l'art est régulièrement le théâtre de records ultra médiatisés dont beaucoup concluent un peu vite que l'art permet de gagner beaucoup d'argent rapidement. Ces records ne doivent pourtant pas faire oublier que, pour un tableau revendu avec une plus-value, beaucoup ne trouvent même pas d'acheteur. L'art comme investissement peut alors ressembler à un coup de poker tant il est risqué, et tant il dépend de multiples facteurs irrationnels. La présente étude s'interroge sur la pertinence de l'investissement en art et pose la question de savoir si on « investit » dans l'art au sens où on investit en bourse.

Pour cela, nous nous intéressons aux caractéristiques du marché de l'art du point de vue d'un investisseur, en partant d'une description succincte des marchés financiers organisés. Nous essayons alors de comprendre ce que sont la valeur, le risque, et la rentabilité économique de l'art.

Dans un second temps, nous identifions les différentes catégories d'investisseurs (particuliers, entreprises, fonds d'investissement en art) qui placent de l'argent sur le marché de l'art, afin de voir si leur démarche correspond effectivement à un placement au sens de la finance. Nous nous intéressons également à ceux qui accompagnent l'investissement sans y participer eux-mêmes (les banques).

Enfin, nous discutons de l'application à l'art de modèles classiques venus du monde de la finance, dont nous concluons que l'art ne deviendra pas un actif « comme les autres » et que les acteurs de l'art comme investissement doivent se tourner vers de nouveaux modèles.

I. Le marché de l'art est très différent des marchés financiers

« The best art is the most expensive because the art market is so smart. »

Tobias Meyer (Sotheby's), 2006

Parler de l'art comme investissement implique nécessairement un rapprochement du marché de l'art avec les marchés financiers. Ce rapprochement est à faire avec prudence car il montre de nombreuses limites, mais il permet de bien comprendre la spécificité du marché de l'art.

I.1. Qu'est-ce qu'un marché financier organisé ?

Pour cette étude, nous nous concentrons sur les marchés financiers dits organisés (marchés d'actions, marchés obligataires, ou encore marchés de commodités). Nous mettons donc à l'écart les marchés de gré à gré dits OTC (*over the counter*) qui ne sont pas régulés.

I.1.1. Les cinq caractéristiques d'un marché efficient

La théorie libérale classique telle que décrite par Adam Smith, Léon Walras ou Vilfredo Pareto identifie cinq conditions pour le fonctionnement d'un marché en « concurrence pure et parfaite ». Ces conditions sont :

- l'atomicité
- l'homogénéité des produits
- la transparence de l'information
- la libre entrée et sortie sur le marché
- la libre circulation des facteurs de production

Il est évident qu'aucun marché ne remplit complètement ces cinq conditions, que ce soit les marchés financiers ou les marchés de biens. Mais, on le verra plus bas, le marché de l'art se caractérise par les distorsions les plus fortes à ces règles.

I.1.2. Indices et cotations

Un marché financier se caractérise par la disponibilité immédiate et publique d'indices et de cotations, dont la validité et la pertinence sont acceptées de tous.

Les places boursières ont ainsi chacune plusieurs indices indiquant l'état du marché qui est donné sous la forme d'un nombre de points : le Dow Jones, le S&P 500 ou le NASDAQ à New York, le CAC 40 et le SBF 120 à Paris. Ces indices sont publiés quotidiennement et permettent de connaître les variations de prix de tel marché sur n'importe quel intervalle de temps (de quelques secondes à plusieurs années). Chacun peut les consulter gratuitement et en temps réel, sur internet par exemple. Ces indices sont créés et gérés par des opérateurs boursiers, comme le géant NYSE-Euronext qui gère la plupart des indices européens et new-yorkais, dont la compétence n'est plus mise en question, et ils sont acceptés par les autorités de régulation. Ils sont historiquement considérés par tous les acteurs de ces marchés comme des indicateurs valides et fiables de l'état du marché.

Ces indices sont obtenus par la combinaison des variations des cotations de valeurs boursières. En effet, les marchés financiers permettent à tous de connaître en temps réel la valeur d'échange de tous les titres négociés: actions, obligations, etc.

Plus généralement, l'information sur les marchés financiers est très largement diffusée, et accessible à tous – ceci évidemment dans une situation idéale. Les Etats ont d'ailleurs créé de nombreux outils garantissant sa fluidité et assurant l'égalité des investisseurs devant l'information.

I.1.3. La régulation des marchés

Les marchés financiers, de part leur poids économique, leur influence sur la sphère de l'économie réelle, et suite aux krachs qu'ils ont subis au cours de leur histoire, sont partout dans le monde encadrés par de nombreuses règles. La bonne application de ces règles est vérifiée par des autorités de régulation : la SEC (Securities and Exchange Commission) aux Etats-Unis ou l'AMF (Autorité des marchés financiers) en France, par exemple. Cette régulation, en protégeant les investisseurs, garantit notamment la libre entrée et sortie sur les marchés financiers.

I.1.4. Délits

Afin d'éviter un dérèglement trop important des marchés et pour garantir leur efficacité, les autorités de régulation des marchés financiers et les législateurs ont banni un certain nombre de pratiques. Les principales, punies sévèrement par la loi (amendes et prison) sont :

- *le délit d'initié* : le fait, pour toute personnes, de vendre ou d'acheter des valeurs mobilières en se basant sur des « informations privilégiées » dont ne dispose pas encore le public¹ ;
- *la manipulation de cours* : « le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur »². La manipulation de cours peut prendre la forme de l'achat ou de la cession massive d'un titre pour soutenir ou faire baisser artificiellement son cours. Elle inclut aussi le délit de fausse information qui consiste à répandre une information erronée dans le but de provoquer un mouvement artificiel des cours.

¹ *Code monétaire et financier*, article L465-1

² *ibid*, article L465-2

Ces délits concernent en premier lieu l'information, qui est probablement la composante la plus sensible des marchés financiers. Le rôle de l'information, on le verra, est également très important et très complexe sur le marché de l'art.

I.2. Les règles particulières du marché de l'art

Structure simplifiée du marché de l'art

Le marché de l'art fonctionne de la manière suivante (cf. annexe 1). Les œuvres arrivent d'abord sur le premier marché, c'est-à-dire le marché sur lequel la propriété de l'œuvre est transférée de l'artiste à une personne (individu, musée, fonds public, etc.). Ce transfert peut avoir lieu soit directement de l'artiste à l'acheteur final, soit à travers un intermédiaire, le galeriste, qui prend alors une commission sur le prix de vente, ou le marchand, qui achète l'œuvre avant de la revendre.

L'œuvre peut ensuite arriver sur le second marché, qui est celui de la revente. C'est exclusivement sur le second marché qu'interviennent les maisons de vente aux enchères (appelées en France des Sociétés de ventes volontaires, ou SVV), comme Christie's ou Sotheby's³. Dans ce cas, l'œuvre est confiée par le vendeur à la maison de vente qui en devient le mandataire. La maison de vente touche une commission de la part du vendeur et également de la part de l'acheteur. Le second marché est aussi celui des marchands, qui achètent des œuvres dans le but de les revendre plus cher par la suite.

Marchands et galeristes se retrouvent chaque année sur les stands des très nombreuses foires d'art à travers le monde, dont les plus importantes sont Art Basel pour l'art contemporain, au mois de juin, et TEFAF (The European Fine Art Fair) à Maastricht pour l'art ancien, en mars.

³ Dans certains cas, les maisons de vente peuvent également intervenir sur le premier marché. C'est le cas de Sotheby's qui a été l'intermédiaire dans la vente d'œuvres de Damien Hirst sortant de l'atelier de l'artiste (Vente *Beautiful Inside My Head Forever* des 15 et 16 septembre 2008).

Dans la mesure où seules les maisons de ventes sont tenues de publier les résultats des ventes, il est extrêmement difficile de connaître la taille du marché de l'art et la part des transactions réalisées en maison de ventes. A titre d'exemple, pour l'année 2006, Jean-Marie Schmitt donne trois chiffres pour le marché mondial : 30 milliards de dollars selon l'économiste Philippe Chamlin, 40 selon François Curiel, PDG de Christie's Europe, et 55 selon The European Fine Art Foundation, organisateur de la foire de Maastricht, TEFAF⁴. Pour les ventes aux enchères, elles atteignaient la même année selon Artprice, société d'information sur le marché de l'art dont nous reparlons plus bas, 6,4 milliards de dollars.

Ajoutons enfin que nous reprendrons régulièrement les deux catégories principales du marché de l'art identifiées par Raymonde Moulin : « l'art classé (ancien et moderne classique) » et « l'art contemporain »⁵. Nous excluons de cette étude la troisième catégorie, sous-ensemble de l'art contemporain, qui est celle de la « figuration traditionnelle »⁶.

Voici les caractéristiques principales du marché de l'art, en particulier du point de vue d'un investisseur. Nous les énumérons artificiellement dans le même ordre que les 5 caractéristiques des marchés parfaits afin de mieux montrer l'éloignement du marché de l'art de cette situation « idéale ».

I.2.1. Atomicité et vendeur monopoleur

Le marché de l'art vérifie le principe d'atomicité voulu par les économistes classiques. En effet, il se caractérise par un très grand nombre d'acteurs dont chacun n'a qu'une part négligeable du marché.

En revanche, le marché de l'art possède une caractéristique particulière : le vendeur d'une œuvre d'art est monopoleur. En effet, un objet d'art se définit par

⁴ Schmitt J.-M., *Le marché de l'art*, Paris, La Documentation Française, 2008, p. 25

⁵ Moulin R., *Le marché de l'art*, Paris, Champs Flammarion, 2003, p. 9

⁶ *Ibid.*, p. 36

le fait qu'il soit rare, unique et non substituable à un autre. Le vendeur est le seul à le proposer sur le marché et doit pouvoir, en théorie, en fixer le prix. En réalité, ce n'est vrai que pour les pièces les plus exceptionnelles, car bien d'autres facteurs entrent en jeu pour la détermination du prix (cf. *infra*, partie I.3.). Ce qui est indéniable, c'est que ce monopole permet au vendeur de tirer un premium de sa position privilégiée, premium qui est d'autant plus important que l'œuvre est unique et recherchée, c'est-à-dire qu'il se rapproche du monopole pur. De plus, on le verra plus bas, le vendeur peut tout à fait renforcer sa position de monopoleur en détenant une quantité plus grande d'information que l'acheteur⁷.

I.2.2. Hétérogénéité et offre évolutive

Contrairement aux marchés financiers, aux marchés de biens ou aux marchés de commodités, le marché de l'art présente une hétérogénéité maximale. En effet, comme le relève Raymonde Moulin, les œuvres d'art de grande qualité (les chefs-d'œuvre) sont « singulières », « irremplaçables », « indivisibles » et « non substituables »⁸. Cela revient à dire que, là où deux actions d'une même entreprise, deux onces d'or, deux tonnes de blé, deux voitures de même modèle sont identiques, deux œuvres d'art, même du même artiste, sont différentes. Il n'y a pas sur le marché de l'art deux objets parfaitement substituables. On pourrait opposer à cette position catégorique le cas des multiples. Certaines œuvres en effet, comme les bronzes, les photographies, ou les vidéos, sont produites en plusieurs exemplaires (dans des proportions régies par la loi⁹). Cependant, l'histoire propre de chaque exemplaire – ses collectionneurs successifs, ses accidents éventuels, son apparition dans telle exposition, etc. –, en influençant sa propre valeur autant que celle des autres exemplaires, en fait, de nouveau, un objet unique. Il est important ici de rappeler que nous parlons des chefs-d'œuvre. L'hétérogénéité absolue des œuvres d'art est d'autant moins vraie que l'on

⁷ Grampp W., *Pricing the Priceless: Art, Artists and Economics*, New York, Basic Books, 1989, p. 138

⁸ Moulin R., *op. cit.*, p. 16

⁹ En France, limitation à 12 sculptures numérotées, 12 vidéos ou encore 30 photographies signées ou gravures numérotées.

descend dans la qualité et la valeur des œuvres. On peut par exemple se trouver dans une situation où l'acheteur cherche un paysage, par exemple, et choisira donc parmi tous les paysages présents sur le marché et qui correspondent à ses critères.

C'est notamment cette hétérogénéité qui peut, on l'a vu, conférer au vendeur un certain degré de monopole. Quoi qu'il en soit, elle fait du marché de l'art un marché bien plus difficile à comprendre et à mesurer que les marchés plus traditionnels.

En plus d'être hétérogène dans les catégories supérieures du marché, l'offre y est extrêmement évolutive. Les modes, les redécouvertes de maîtres anciens, l'arrivée sur le marché d'une collection comportant beaucoup d'œuvres du même artiste, la production des artistes vivants sont autant de facteurs qui font évoluer considérablement le nombre, le genre et la qualité des œuvres disponibles (cf. *infra*, partie I.4.). Il est ainsi possible qu'une valeur (un artiste, un mouvement, etc.) ne soit cotée, c'est-à-dire échangée et observée par les intervenants du marché, que pour une durée limitée, ou alors qu'une valeur inexistante sur le marché depuis des années, voire des siècles, y fasse une entrée fracassante.

I.2.3. L'information, clé du marché

L'information est probablement le bien le plus rare et le plus recherché sur le marché de l'art. Elle est la clé de beaucoup des mécanismes qui le régissent, et c'est elle qui donne le pouvoir à certains et laisse d'autres à la merci des vendeurs. Jean-Marie Schmitt affirme même que « sur le marché de l'art, l'information, autrefois accessoire de la transaction, en devient la matière principale »¹⁰.

¹⁰ Schmitt J.-M., *Le marché de l'art*, op. cit., 2008, p. 71

Asymétrie

Le premier et le plus important caractère de l'information sur le marché de l'art est son asymétrie. En effet, dans la plupart des transactions, l'une des deux parties est beaucoup mieux informée que l'autre. C'est le plus souvent le vendeur (ou son mandataire), mais dans certains cas il peut s'agir de l'acheteur, par exemple un musée dont les ressources humaines et documentaires lui permettent d'en savoir plus que le marchand ou la maison de vente à qui il achète une œuvre. En tout état de cause, lorsque l'acheteur est un particulier, il est presque sûrement moins informé que le vendeur, et il a une grande chance de surpayer la transaction. Grampp suggère que dans certains cas cependant, être mieux informé que son client coûte au vendeur autant que ce qu'il gagnerait une fois l'information obtenue. Il est alors inutile pour le vendeur d'obtenir l'information, et il vend l'œuvre sans premium¹¹.

Dans son article fameux « The market for lemons » sur le marché des voitures d'occasion¹², George Akerlof a montré que sur un marché où les acheteurs ne peuvent pas distinguer les bons produits des mauvais, contrairement aux vendeurs qui connaissent la qualité de ce qu'ils proposent, les acheteurs font l'hypothèse que le produit est de qualité moyenne, et donc n'acceptent de payer qu'un prix moyen. Les vendeurs de bons produits refusent alors de vendre à un tel prix, et se retirent du marché : il ne reste plus que les mauvais produits. Une des solutions pour sortir de cette impasse nous est apportée par la théorie du signal : par un prix élevé, une garantie, une clause contractuelle ou la réputation du vendeur, l'acheteur peut être rassuré et ainsi le marché continue d'exister. Sur le marché de l'art, cette observation théorique se concrétise par la délivrance de certificats d'authenticité de plus en plus nombreux, par la protection de l'acheteur par la loi et bien entendu par la réputation et la force de la marque du vendeur (maison de vente, marchand ou galeriste).

¹¹ Grampp, *op. cit.*, p. 138

¹² Akerlof G., « The market for lemons : quality uncertainty and the market mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, pp. 488-500

L'asymétrie de l'information sur le marché de l'art est à l'origine de certains mécanismes caractéristiques. Le plus structurant est probablement celui des « cascades informationnelles » cité notamment par Nathalie Moureau et Dominique Sagot-Duvaurox : « un individu, en situation d'information imparfaite sur la qualité d'un bien, utilise le comportement d'autrui comme signal de qualité »¹³. Ce mécanisme donne lieu à un mimétisme tel qu'observé sur les marchés financiers, le mimétisme informationnel, qui veut qu'un individu, pensant que les autres ont plus d'information que lui, les suit. Sur un marché financier, dans une situation d'incertitude radicale, il devient alors rationnel de suivre le comportement de tous et il est plus utile de connaître la psychologie du marché que la valeur fondamentale de l'actif échangé. Ce modèle est sans aucun doute applicable au marché de l'art.

Le marché de l'information

L'asymétrie du savoir sur le marché de l'art a eu pour conséquence la création d'un véritable marché de l'information. Ce marché est tout d'abord celui des acteurs traditionnels du marché de l'art. Maisons de vente, spécialistes, artistes et ayant droits font payer cher à l'acheteur l'assurance de l'authenticité de l'œuvre : on paye une maison de vente pour son expertise et la certitude (parfois déçue) qu'elle ne se trompera pas dans une attribution, on paye un certificat d'authenticité aux ayant droits pour l'assurance (parfois déçue¹⁴) que l'œuvre achetée est définitivement attribuée à l'artiste.

Plus largement, le marché de l'information sur le marché de l'art s'est largement structuré ces 20 dernières années, et l'on a assisté à l'émergence de véritables entreprises dont le but est de vendre de l'information aux différents intervenants du marché. Les principaux acteurs sont les fournisseurs de bases de données qui

¹³ Moureau N. et Sagot-Duvaurox D., *Le marché de l'art contemporain*, Paris, La Découverte, Collection Repères, 2006, p. 81

¹⁴ Citons par exemple le cas de l'Andy Warhol Art Authentication Board qui est l'organisme officiel censé reconnaître les vrais Warhols des faux, à qui il est arrivé de revenir sur ses propres décisions.

recensent les prix des œuvres passées en vente publique. Ce sont des sources d'information très larges et d'utilisation très simple, grâce à Internet – avant leur apparition, il fallait consulter un par un des dizaines de catalogues de ventes ou bien compulser de lourds volumes souvent incomplets sensés recenser toutes les adjudications d'œuvres d'art (comme le Reitlinger¹⁵, le Bénézit¹⁶ ou le Mayer¹⁷). Les deux entreprises principales sont Artprice, basée à Lyon, et Artnet, basée en Allemagne. Ces fournisseurs d'information proposent aussi des services à partir des bases de prix, comme la construction et le suivi de cotes par artiste, pour toute une collection, l'état de tel segment du marché, etc. Enfin, en suivant l'important renouveau d'intérêt pour les fonds d'investissement en art dans les années 2003-2004, plusieurs entrepreneurs ont créé des sociétés de conseil et d'étude économique du marché de l'art, comme Fine Art Wealth Management¹⁸, The Mei Moses Fine Art Index¹⁹ ou Kusin & Company²⁰.

Notons la création en avril 2007 du site www.artvalue.com dont l'ambition était de mettre en ligne les résultats de vente recensés jusqu'en 2005 dans le Guide Mayer, puis de continuer à fournir les résultats du monde entier au jour le jour. Le site existe toujours et constitue une exception sur le marché de l'information de l'art car il est entièrement gratuit, là où ses concurrents Artprice et Artnet coûtent plusieurs centaines ou plusieurs milliers d'euros à l'utilisateur.

Cette professionnalisation de l'information sur le marché de l'art a permis de véritables progrès en termes de transparence, mais il faut garder à l'esprit qu'elle ne permet l'accès facilité qu'à une information déjà publique (les résultats des ventes aux enchères). La plus grande partie du marché de l'art, celle des transactions hors salle des ventes, reste totalement opaque, de même que toutes

¹⁵ Reitlinger G., *The Economics of taste*, London, Barrie and Rockcliff, 1963

¹⁶ Bénézit E. puis Collectif, *Dictionnaire des peintres, sculpteurs, dessinateurs et graveurs*, Paris, Gründ, plusieurs éditions

¹⁷ Mayer E., *International Auction records*, New York, Mayer & Archer Fields, plusieurs éditions

¹⁸ www.fineartwealthmgt.com

¹⁹ www.artasanassetclass.com

²⁰ www.kusin.com

les informations d'initiés, qui ne circulent qu'au sein des réseaux et qui n'ont aucune raison de devenir publiques un jour tant elles donnent de pouvoir à ceux qui les détiennent. Jean-Marie Schmitt ajoute même à cela l'action du « désir de discrétion » des acteurs du marché de l'art, dictée par quatre raisons principales : le fait que « les transactions dénouent des situations personnelles difficiles », « des considérations de sécurités », « les questions fiscales », et dans certains cas « l'acquisition de biens d'origine illicite » et le « blanchiment de biens » et d'argent. Enfin, Jean-Marie Schmitt relève que le marché valorise les pièces qui n'ont pas été vues depuis longtemps, ce qui implique que les transactions privées ont tout intérêt à rester secrètes²¹.

L'information inutile ?

Il faut ajouter enfin à ces réflexions sur l'information que plusieurs économistes ont affirmé (sans toutefois pouvoir le mesurer réellement) que l'information sur le marché de l'art est inutile. William Baumol explique ainsi que le marché de l'art est imprévisible et inefficent de manière inhérente, et que l'asymétrie de l'information n'a aucune importance et aucun impact sur le marché car plus d'information ne permettrait pas plus d'efficience. Il ajoute même qu'un professionnel connaissant parfaitement toutes les arcanes du marché n'a aucune chance d'être meilleur dans ses choix que le premier amateur venu, tant les changements de modes et de goûts sont imprévisibles²². De même, Bruno Frey et Werner Pommerehne affirment que les évolutions de prix et de rentabilité d'une œuvre ne peuvent pas être prédits à l'avance, et que l'information ne permet pas, « en moyenne », à un individu de battre le marché²³. La position de ces économistes nous semble toutefois remise en cause par le fait que la détention d'information permet l'action concertée des acteurs, et par là même une prévision des prix et des rendements futurs. Les articles plus récents ne

²¹ Schmitt J.-M., *op. cit.*, pp. 86-87

²² Baumol W. J., « Unnatural value, or art investment as a floating crap game », *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 10-14

²³ Frey B. et Pommerehne W., « Is art such a good investment ? », *The Public Interest*, n°91, printemps 1988, pp. 79-86

repreignent plus cette idée, certains chercheurs se donnant même comme objectif de faire gagner le marché en efficience (c'est le cas de Jianping Mei et Michael Moses qui ont « monétisé » leur travail avec le MeiMoses All Art Index qui est payant).

I.2.4. Collusion des acteurs et absence de régulation

Le marché de l'art est parfois évoqué comme le plus grand marché financier totalement dérégulé. Il est bien entendu soumis aux mêmes lois que tous les marchés d'échange, comme celles dictées par le Code du Commerce par la Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF) en France, par exemple. Pourtant, des attitudes formellement interdites sur les marchés classiques (marchés financiers ou marchés de biens) comme l'entente sur les prix, le délit d'initié, la fausse information ou la manipulation de cours ne sont pas punis sur le marché de l'art dans la mesure où ils ne peuvent jamais être identifiés formellement comme tels.

Dans certains cas cependant, une forme de régulation existe, comme pour la collusion entre Christie's et Sotheby's, tombées sous le coup des lois *antitrust* américaines et européennes à la fin des années 1990. Un certain degré d'autorégulation existe également qui interdit certains comportements : celui qui lance une fausse information sur le marché de l'art sera, au bout du compte, presque systématiquement démasqué et définitivement déconsidéré par le reste des intervenants. En revanche, les différentes formes de collusion entre les acteurs du marché de l'art rendent possible de multiples manipulations (cf. *infra*, partie II.2.).

L'importance de la collusion entre les acteurs du marché de l'art – signalée entre autres par l'utilisation d'un langage commun volontairement imperméable au profane – et l'absence de régulation en termes d'information ou d'entente crée sur le marché de l'art de fortes barrières à l'entrée. Tout investisseur doit être conscient de cela : l'entrée et la sortie sur ce marché n'est pas libre au sens d'un marché efficient.

I.2.5. Illiquidité

Le dernier élément structurant du marché de l'art, du point de vue d'un investisseur, est sa très faible liquidité. En effet, vendre une œuvre d'art prend du temps, que ce soit pour choisir le canal de vente, négocier les coûts de transaction et enfin trouver effectivement un acheteur. Il peut ainsi s'écouler plusieurs mois entre la décision de vendre et la cession effective. La plupart du temps, se débarrasser en catastrophe d'une œuvre d'art est une très mauvaise opération financière car elle est alors presque systématiquement mal vendue ou, pire, peut être « brûlée » – c'est-à-dire dévalorisée aux yeux du marché pour de nombreuses années – si elle passe en vente mais n'atteint pas son prix de réserve (en deçà duquel l'œuvre n'est pas adjugée). Il n'est donc pas rare de ne pas pouvoir vendre une œuvre. Dans ce cas, l'investisseur doit prendre conscience que le prix de l'œuvre n'a pas baissé, mais plutôt qu'il n'y a pas de prix du tout.

Ajoutons que la très faible liquidité des œuvres d'art est aggravée par les coûts de transaction qui sont très élevés, à l'achat comme à la vente, et ce quelque soit le canal utilisé (marchand, maison de vente, courtier, etc.).

Il est donc indispensable à toute personne détenant une œuvre d'art et souhaitant la revendre en faisant une plus-value de se tenir informé en continu de l'état du marché pour prévoir au mieux le moment de la vente, et s'y prendre avec le plus d'avance possible. La bonne préparation de la « stratégie de sortie » est cruciale.

I.3. La valeur de l'art

La question de la valeur de l'art est probablement l'une des plus difficile à résoudre mais elle est pourtant centrale pour tout investisseur. Nous partons de l'identification d'une valeur financière pour tenter de cerner les éléments structurants dans la formation des valeurs artistiques.

I.3.1. Qu'est-ce qu'une valeur financière ?

Une valeur financière a un prix en temps réel obtenu sur un marché où la cotation a lieu en continu. Pour un titre, on ne distingue pas le prix de la valeur car le prix est considéré comme un indicateur fiable de celle-ci. De plus, il existe plusieurs méthodes permettant de donner une évaluation théorique de la valeur, et ainsi de comparer cette valeur théorique au prix du marché. Ces différentes évaluations permettent aux acteurs du marché de choisir leurs positions à l'achat ou à la vente.

Cependant, il n'est pas possible de connaître *la* valeur théorique d'un titre, mais uniquement des estimations qui diffèrent selon les méthodes. Pour estimer la valeur d'une action par exemple, on peut prendre le total des fonds propres de l'entreprise et le diviser par le nombre d'actions, mais on peut aussi calculer la valeur actualisée des flux futurs que procurera cette action à son propriétaire (les dividendes et le prix de revente). Des ratios ont également été créés pour comparer le prix d'une action et la performance réelle de l'entreprise, comme le BPA (bénéfice par action) et le PER (Price Earning Ratio)²⁴. Aucune de ces méthodes ne donne une valeur sûre de l'action, seulement une approximation qui permet de se faire une opinion précise sur la justesse du prix du marché. Notons en effet que si l'on pouvait connaître exactement la valeur théorique, le marché cesserait d'exister car il ne fonctionne que lorsque certains pensent que certaines valeurs sont surévaluées pendant que d'autres les croient sous-évaluées.

I.3.2. Les éléments constitutifs de la valeur d'une œuvre

La constitution des valeurs artistiques est un phénomène extrêmement complexe dont la plupart des causes ont été identifiées, mais dont le fonctionnement reste très difficile à comprendre, peut-être parce qu'il ne suit

²⁴ Le BPA est obtenu en divisant le résultat de l'entreprise par le nombre d'actions. Le PER est obtenu en divisant le prix de l'action par le BPA. Ainsi, pour un PER de 10, la société vaut en bourse 10 fois son résultat de l'année.

aucune loi. De plus, la liste des critères dépend du point de vue choisi. Une étude approfondie sur ce sujet n'a donc pas sa place ici, mais il est important d'en brosser les traits essentiels car étudier l'art comme investissement implique de comprendre les raisons d'un prix. En voici les principaux, les uns s'ajoutant aux autres au fur et à mesure que l'on progresse dans l'énumération.

Du point de vue de l'historien d'art, la valeur d'une œuvre vient avant tout de sa qualité, de sa place dans la carrière de l'artiste et dans le mouvement auquel elle est rattachée.

Du point de vue des intermédiaires du marché (galeristes, marchands et maisons de vente), la valeur vient également du nom de l'artiste, du format de l'œuvre, de son état de conservation, du placement de l'artiste dans tel musée et dans telle grande collection, et enfin des « petits événements historiques » de l'œuvre (propriétaires précédents, expositions, anecdotes, etc.)

Du point de vue du collectionneur, la valeur de l'œuvre vient aussi de son état de conservation (et des conditions futures de conservations), du label fourni par le marchand (comme Leo Castelli ou, aujourd'hui, Larry Gagosian) ou par la maison de vente (Christie's ou Sotheby's)²⁵, de sa place dans la collection et enfin de son utilité sociale, c'est-à-dire de l'impact qu'elle aura dans le cercle des relations du collectionneurs, et au-delà.

Du point de vue de l'investisseur, la valeur d'une œuvre provient en plus de sa liquidité ou du degré de confiance dans son authentification.

Du point de vue de l'économiste, enfin, la valeur d'une œuvre dépend de quatre facteurs : le revenu de l'acheteur, son patrimoine, le prix des autres œuvres et

²⁵ Sur ce point, voir Thompson D., *The \$12 million stuffed shark*, London, Aurum, 2008, qui décrit les mécanismes de *branding* (labellisation) sur le marché de l'art contemporain.

autres biens de substitution, et enfin l'utilité de l'acheteur (qui inclut son jugement esthétique, son éducation, son âge, etc.)²⁶.

En dernière analyse, le marché de l'art est, selon Raymonde Moulin, une « anticipation sur la fortune critique » d'un artiste, d'une œuvre ou d'un mouvement.

Certaines études, que l'on évoque plus bas (cf. *infra*, partie I.5.), ont essayé de décortiquer la valeur des œuvres d'art en proposant la méthode de la régression hédonique telle que l'utilisent les professionnels du marché immobilier. On le verra, ce type de mesure est finalement limité et ne fait pas l'unanimité au sein des économistes et des acteurs du marché de l'art.

I.3.3. La notion de cote et les classements d'artistes

Afin de rationaliser autant que possible la valeur économique des œuvres d'art, les acteurs du marché ont créé des systèmes de cotes d'artistes. Plusieurs modèles statistiques existent mais ils sont relativement complexes²⁷. Un modèle couramment utilisé est de partir d'une base 100 une année donnée et de suivre l'évolution de la valeur chaque année (voir exemple ci-dessous). La méthode consiste à calculer la moyenne des prix atteints par l'artiste sur une période donnée, en excluant les prix anormalement faibles ou élevés et en corrigeant la moyenne obtenue par une série d'outils statistiques visant à diminuer l'effet de la volatilité des prix. Plus le nombre de transactions pour un artiste est élevé, et plus cette méthode a de sens. Elle est en revanche non représentative et inutile pour les artistes n'ayant que peu de transactions sur la période donnée.

²⁶ Grampp W., *op. cit.*, p. 53

²⁷ Voir par exemple Rouget B. *et al.*, *Le marché de l'art contemporain en France, prix et stratégies*, Paris, La Documentation Française, 1991, p. 171 et suivantes

Indice des prix

base 100 en 1998 (Toutes disciplines confondues)



Date	Indices	Taux de croissance
1998	100	0%
1999	73	-26%
2000	67	-8%
2001	106	+57%
2002	101	-4%
2003	104	+3%
2004	150	+43%
2005	116	-22%
2006	135	+16%
2007	130	-3%
2008	185	+41%
2009	206	+11%

100 USD investis en 1998 dans une oeuvre de François BOUCHER (1703-1770) valent en moyenne 206 USD en décembre 2008

La cote de François Boucher (1703-1770) par Artprice.com

A côté de la cote purement économique, d'autres ont essayé de déterminer une cote qualitative, la plus remarquable étant celle établie par le *Kunstkompass*. Créé par Willy Bongard à la fin des années 1960 et publié chaque année dans le magazine allemand *Capital*, le *Kunstkompass* attribue à chaque artiste un certain nombre de points en fonction des musées où il est placé, des expositions dont il fait l'objet ou encore des articles sur son travail dans la presse spécialisée. Les musées ou les revues choisis ainsi que le nombre de point qui leur sont attribués évoluent au fil des classements. L'objectif de Bongard était de pouvoir se faire une opinion sur le prix d'un artiste, et ce en divisant le prix d'une oeuvre représentative de l'artiste par le total des points qu'il a obtenus dans le *Kunstkompass*. On obtient alors un prix par point, sorte de PER de l'artiste, qui doit permettre de dire s'il est trop cher ou bien si ses oeuvres constituent une bonne occasion. Bongard voulait, grâce à son classement, pouvoir détecter les artistes anormalement bon marché. William Grampp donne l'exemple du classement de 1976 pour illustrer le fonctionnement du prix par point. Rauschenberg était premier du classement avec 20 490 points pour un prix de référence de 17 000 DM, soit un prix par point de 0,83 DM. Le prix par point moyen des 100 premiers artistes étant de 1,8 DM, Rauschenberg était donc bon marché. De même Becher avec 5 170 points pour 500 marks, soit 0,09 DM par

point était largement sous-évalué²⁸ et constituait alors une occasion en or. En 2008, le prix moyen par point s'établit à 6,27 euros. Septième du classement, Cindy Sherman est plutôt bon marché avec 47 335 points pour 55 000 euros, soit 1,16 euros par point, et l'aubaine de l'année est Santiago Sierra, avec 21 695 points pour 12 500 euros, soit 0,58 euros par point. On remarque également que Becher (classé ici avec sa femme Hilla) vaut maintenant 2,61 euros par point. A l'opposé, Jasper Johns « coûte » 68,17 euros par point (35 205 points et 2,4 millions d'euros). (Voir annexe 1a)

Grampp a également voulu tester la pertinence du classement par rapport aux prix en effectuant une régression linéaire entre le prix et le nombre de points. La méthode classique pour ce genre de régression consiste à utiliser le logarithme des valeurs plutôt que les valeurs elles-mêmes afin d'en réduire la dispersion. Il a ainsi approximé la relation entre le logarithme du nombre de points x et le logarithme du prix y par l'équation :

$$y = 0,59x + b$$

avec $R^2 = 0,25$

Cette équation permet de conclure que lorsque le nombre de points augmente de 1%, le prix augmente de $e^{0,059}$, soit 0,6%. Le coefficient R^2 mesure la qualité de la régression obtenue.

Nous avons fait la même régression avec le classement 2008 (voir annexe 2b), dont nous pouvons conclure que lorsque le nombre de points augmente de 1%, le prix augmente de 1,7%. Il semble donc que l'augmentation des prix soit bien plus forte aujourd'hui que dans les années 1976 – mais il ne faut pas conclure de loi générale de ces deux régressions prises sur deux années isolées. Ajoutons que pour la régression du classement 2008, le coefficient R^2 est moins bon, ce qui signifie que le modèle explique moins bien les variations qu'en 1976.

²⁸ Grampp W., *op. cit.*, pp. 33-34

Malgré ses nombreuses qualités, le *Kunstkompass* comporte plusieurs défauts méthodologiques. D'abord, le nombre de point attribué à chaque musée ou revue est parfaitement subjectif : qui peut décider ce que vaut tel musée par rapport à tel autre, et surtout qui peut quantifier la supériorité d'un musée sur un autre ? Sur ce point, la subjectivité du classement apparaît fortement avec le nombre d'artistes allemands présents dans le top 5 : ils sont 4, en 2008. Ensuite, comment choisir un prix de référence alors qu'entre deux stands d'une même foire, le prix de deux œuvres similaires d'un même artiste peut varier du simple au double ? Enfin, et c'est probablement la critique la plus fondamentale, il est discutable de considérer que seul le nombre d'expositions et de coupures de presse donne à un artiste contemporain sa valeur, en omettant par exemple le placement de l'artiste dans une grande collection ou sa promotion par un galeriste ou un marchand internationalement reconnu. Autre défaut, comparer le prix par point d'un peintre et d'un photographe, par exemple, n'a pas de sens car une photographie se vend nécessairement moins cher. C'est ce qui explique l'apparente bonne affaire que constituent Becher en 1976 et Cindy Sherman en 2008... En revanche, comme le souligne Alain Quemin, si le classement d'une année comporte de nombreux biais, l'évolution d'une année à l'autre constitue, elle, un indicateur beaucoup plus fiable²⁹.

On le voit bien, il est difficile de trouver une méthode acceptée de tous qui donne une valeur objective à l'œuvre d'un artiste. C'est d'ailleurs cette faille qui permet au marché d'exister, comme pour les marchés financiers. Cependant, là où certaines méthodes d'évaluation sont utilisées par tous les acteurs en finance, comme le BPA ou l'actualisation des flux futurs, aucune méthode objective ne s'est imposée sur le marché de l'art, ce qui en fait un marché d'autant plus imprévisible que les marchés financiers.

²⁹ Quemin A., *L'art contemporain international : entre les institutions et le marché (le rapport disparu)*, Nîmes, Jacqueline Chambon / Artprice, 2002, pp. 52-53

I.3.4. Découplage du prix et de la valeur ; cotation discrète

La plupart des acteurs et des observateurs du marché de l'art insistent sur la distinction à faire entre prix et valeur. Prix et valeur se distinguent par deux éléments. D'abord par la notion de temps : la valeur se construit dans la durée alors que le prix est l'appréciation de cette valeur par le marché à un instant t . Le second élément est la rareté. En effet, pour une œuvre très rare, les collectionneurs qui recherchent cette œuvre lui donnent une valeur inestimable et, pour eux, le prix ne compte plus. Ainsi, contrairement aux marchés financiers, ou aux marchés de biens, il n'existe pas sur le marché de l'art de prix d'équilibre.

La principale raison de cette séparation entre prix et valeur est le fait que la cotation sur le marché de l'art est discrète, là où la bourse, par exemple, est cotée en continu. Cette cotation discrète, et à intervalles irréguliers, provoque logiquement la séparation entre prix et valeur. Le prix, qui est sur les marchés financiers une donnée sûre (lorsqu'une action vaut 100 euros, on peut immédiatement l'acheter à ce prix là), devient sur le marché de l'art une donnée indicative (rien ne dit que, lorsqu'un Warhol vient d'être vendu 100 000 euros, il est possible d'en acheter un autre pour le même prix).

I.3.5. Imprévisibilité et *Random walk hypothesis*

Cette déconnexion entre le prix et la valeur fait de l'art un actif *unanchored*³⁰ (sans attache). En faisant cette observation à laquelle il ajoute que la distribution des prix de l'art ne suit pas une loi normale, Baumol estime alors que les prix des œuvres d'art rentrent dans le cadre de la *random walk hypothesis* popularisée par l'économiste américain Burton Malkiel³¹. Selon cette théorie financière, le prix des actions en bourse suit une marche totalement aléatoire, et il est par conséquent impossible de prédire une quelconque évolution des prix. Cette théorie semble d'autant plus pertinente pour le marché de l'art que les œuvres

³⁰ Baumol W., *op. cit.*

³¹ Malkiel B., *A Random Walk Down Wall Street*, New York, W.W. Norton & Company, 1973

n'ont, on l'a vu, aucun prix de référence, aucun prix d'équilibre auquel le marché pourrait se référer. L'exemple que propose Godfrey Barker, journaliste pour le marché de l'art au Times, est significatif : « Seule une foule d'investisseurs peut altérer la cotation de General Motors, alors que la cote d'Andy Warhol ou de Mark Rothko peut être multipliée par quatre en une seule soirée par une demi-douzaine d'enchérisseurs »³². C'est sur cette « random walk hypothesis » que s'appuie Baumol pour affirmer que l'information est inutile sur le marché de l'art, ce que nous remettons en cause plus bas.

Pour autant, il ne faut pas considérer que la « random walk hypothesis » condamne les chances d'un investisseur de gagner de l'argent sur le marché de l'art : la marche aléatoire des marchés financiers n'y empêche nullement la réalisation de plus-value.

Deux autres théories économiques plus empiriques permettent de mieux appréhender la formation des prix sur le marché de l'art. La première est une théorie populaire sur les marchés financiers : la « Greater fool theory » (théorie de l'investisseur le plus inconscient). Elle veut qu'un investisseur accepte de payer trop cher un actif dans la mesure où il sait qu'il parviendra à le revendre encore plus cher à un investisseur encore moins « rationnel » que lui. Selon cette théorie, un marchand peut payer un prix trop élevé pour une œuvre lorsqu'il sait qu'il le revendra à un prix encore plus exagéré à un acheteur soit plus inconscient soit, et c'est plus probable, moins informé. La seconde théorie que nous nous proposons d'expliquer ici est celle identifiée par Beggs et Grady et citée par Nathalie Moureau et Dominique Sagot-Duvaurox : la « *declining price anomaly* » (anomalie des prix décroissants). « Toutes choses égales par ailleurs, le prix des œuvres vendues en début d'enchères tendent à être plus élevés qu'en fin d'enchères, le nombre d'enchérisseurs ayant tendance à diminuer au fur et à mesure que l'enchère se déroule »³³. Une fois encore, les œuvres de très grande qualité font a priori exception à cette théorie car les enchérisseurs savent avec de

³² Barker G., « Investing in art », *The Times*, 16 décembre 2008

³³ Moureau N. et Sagot-Duvaurox D., *op. cit.*, pp. 92-93

venir à la vente ce qu'ils veulent acheter, et si l'œuvre qu'ils veulent arrive en dernier, ils enchériront tout autant.

Ces différentes théories montrent donc que le prix d'une œuvre d'art suit beaucoup de facteurs irrationnels, et qu'il est difficile et même probablement impossible de prévoir l'évolution des prix sur le marché de l'art. Elles n'enlève pas cependant la capacité aux différents observateurs du marché de prévoir des tendances très générales sur le marché, mais alors en se basant sur des indicateurs largement extérieurs au marché de l'art lui-même : conjoncture économique, marchés émergents, augmentation ou diminution du nombre de millionnaires dans telle ou telle région du monde, etc. Plus important encore, elle n'enlève pas aux acteurs du marché la possibilité de s'entendre, comme on l'a vu, ni de parvenir à jouir d'un important pouvoir de marché (cf. *infra*, partie II.2.).

I.3.6. Flux négatifs

Il est enfin important de noter que l'estimation de la valeur d'une œuvre d'art, du point de vue d'un investisseur, doit absolument prendre en compte la particularité suivante : l'œuvre d'art elle génère des flux de trésorerie négatifs. Au contraire des obligations qui produisent des intérêts perçus chaque année, des actions qui génèrent des dividendes, ou des placements immobiliers qui génèrent des loyers, la détention d'une œuvre d'art n'induit pratiquement que des coûts : transport, stockage, assurance, conservation, etc. La seule source de flux financiers, plutôt rare, est la location de l'œuvre, que proposent certains fonds d'investissement en art (cf. *infra*, partie II.5.).

I.4. Les risques particuliers des œuvres d'art

Les œuvres d'art sont des biens particulièrement risqués, car au risque financier s'ajoutent de multiples couches d'aléas dont beaucoup ne peuvent être réduits. Il est à noter que beaucoup de ces aléas peuvent tout autant influencer à la hausse qu'à la baisse le prix d'une œuvre, ce qui correspond effectivement à la définition classique du risque en finance.

I.4.1. Le risque financier

Volatilité

En tant que placement, l'œuvre d'art est soumise aux mêmes risques que n'importe quel actif financier.

En finance, selon la théorie moderne du portefeuille qui est encore la théorie la plus largement utilisée par les investisseurs, le risque est mesuré par la volatilité de la rentabilité de l'actif, c'est-à-dire par son écart type. Cette notion est synthétisée par le ratio dit de Sharpe qui divise la différence entre la rentabilité r_A d'un actif ou d'un portefeuille et la rentabilité r_F d'un placement sans risque, par l'écart type σ_A de la rentabilité de l'actif ou du portefeuille :

$$S_A = \frac{r_A - r_F}{\sigma_A}$$

Si S_A est négatif, le placement est très mauvais ; si S_A est compris entre 0 et 0,5, le risque du placement est trop élevé pour la rentabilité atteinte ; si S_A est supérieur à 0,5, alors le placement est plus rentable que le placement sans risque tout en n'étant pas trop risqué.

Il est important de noter ici que le risque est donc aussi bien positif (volatilité à la hausse) que négatif (volatilité à la baisse). Sur le marché de l'art, le risque mesuré par cette méthode est toujours très élevé et supérieur à la plupart des actifs « classiques » (cf. *infra*, partie I.5. et annexe 3).

En plus de la volatilité, les intervenants sur les marchés financiers mesurent systématiquement la corrélation de l'actif au marché. Une corrélation faible est signe d'un moindre risque lié aux variations du marché. Pour les œuvres d'art, les études tendent en majorité à montrer une faible corrélation aux marchés financiers (cf. *infra*, partie I.5. et annexe 3)

Pour les œuvres d'art, le principal risque est, outre les variations mêmes du marché, le risque de liquidité (cf. *supra*, partie I.2.5.).

Affiner la définition du risque financier

Ajoutons enfin que des théories financières plus récentes, rassemblées sous le nom de théorie postmoderne du portefeuille ont tenté une approche plus précise du risque financier. Elles relèvent notamment que la théorie moderne du portefeuille appelle risque une variation à la hausse autant qu'à la baisse, alors qu'en réalité les investisseurs ont une aversion à la perte plutôt qu'à la volatilité. Selon la théorie postmoderne, l'investisseur voit le risque de trois manières : le risque de perte (rentabilité négative), le risque de sous-performance (rentabilité inférieure à la référence) et le risque de ne pas atteindre son propre objectif de rentabilité. La théorie postmoderne a ainsi remplacé le ratio de Sharpe par celui de Sortino qui ne prend en compte que la volatilité à la baisse (le σ du ratio de Sharpe est remplacé par le *downside risk* (risque de baisse) dont le calcul est bien plus complexe que l'écart type)³⁴. Cette approche est très intéressante pour le marché de l'art, où les investisseurs n'ont, comme sur les marchés financiers, aucun problème à voir la valeur de leur actif augmenter de manière anormale. Dans la mesure où d'autres facteurs que la volatilité et la rentabilité entrent en jeu (cf. *infra*, parties III.3. et III.4.), le fait de comparer la performance de l'actif artistique par rapport au but que l'investisseur se fixe est particulièrement pertinent. Cependant, si la théorie postmoderne, très convaincante sur le plan intellectuel, n'a pas été si largement adoptée par les acteurs classiques des marchés financiers, c'est qu'elle est très coûteuse et finalement presque impossible à mettre en pratique et à appliquer numériquement. Il faut donc en conserver les enseignements sans chercher à l'appliquer numériquement aux évolutions de prix du marché de l'art.

³⁴ Sur la théorie postmoderne du portefeuille (*Post modern portfolio theory*, PMPT), voir en particulier les travaux de Brian Rom dans Sortino F., Satchell S. *et al.*, *Managing downside risk in financial markets: Theory, practice and implementation*, Butterworth-Heinemann, 2001.

I.4.2. Altération, destruction et vol

Dans la mesure où l'œuvre d'art est un bien tangible, elle est soumise à des risques matériels. D'abord elle peut, lors de son transport, de son stockage ou de son exposition, subir des altérations (bris, déchirures, affaiblissement du support, altération des couleurs, etc.). Certains de ces dommages sont prévisibles et on peut les prévenir, comme en protégeant un dessin de la lumière du jour par exemple. D'autres sont inévitables et inhérents à la composition de l'œuvre. Par exemple, beaucoup des œuvres de Nicolas de Staël, très chargées en peinture, se craquèlent quelques dizaines d'années seulement après leur création. Les techniques de conservation et de restauration ont heureusement atteint un degré de perfection qui permet la réparation de beaucoup de ces altérations. Pourtant, sur le marché, à état apparent de conservation égal, une œuvre restaurée vaut toujours moins cher que la même œuvre dans son état d'origine. Il faut ajouter que certaines œuvres contemporaines sont un véritable défi fait à la conservation, comme les œuvres composées de déchets organiques, ou les animaux plongés dans le formol par Damien Hirst dont le coût de conservation est extrêmement élevé.

Les œuvres d'art peuvent également être détruites en totalité, comme lors d'un incendie par exemple. Enfin, elles peuvent être volées. L'assurance des œuvres d'art permet de se prémunir financièrement contre ces aléas, de même que la sécurisation du lieu de conservation de l'œuvre (alarmes, dispositifs anti incendie, etc.)

I.4.3. Faux et changements d'attribution

Ce risque ne vaut que pour les œuvres de l'art classé. Pour l'art contemporain, nous parlerons plus bas de risque juridique.

La valeur d'une œuvre provenant largement de l'attribution qui en a été faite à l'artiste, tout changement sur ce point est un risque majeur pour l'œuvre. Elle peut en effet perdre 100 % de sa valeur si l'on découvre que c'est un faux, ou

bien voir son prix baisser si l'on passe d'une œuvre de la main l'artiste à une œuvre de son atelier, par donner l'exemple des maîtres anciens.

Ce risque est soumis au jugement de l'expert qui tranche toujours, à la fin, selon son « intime conviction » et non selon des « preuves positives et définitives »³⁵. En dernière analyse, donc, le propriétaire d'une œuvre n'est jamais sûr à 100% de son attribution. La réduction de ce risque est possible par l'achat de certificats d'experts, mais cela ne permet pas de l'annuler.

I.4.4. Effets de mode

La plupart des artistes sont rattachés à des mouvements. Or, l'histoire du goût artistique montre que les artistes comme les mouvements sont diversement appréciés selon les époques. Le maniérisme a par exemple été redécouvert pendant les périodes expressionniste et surréaliste. Beaucoup d'artistes, appréciés de leur vivant, sont tombé dans l'oubli avant, parfois d'être redécouverts et « rendus publics » à nouveau à la faveur, par exemple, d'une grande exposition. Aujourd'hui, la durée des mouvements artistiques a tendance à raccourcir, comme le soulignait déjà Raymonde Moulin au début des années 1990 en parlant même de « rythme quinquennal »³⁶. La « révision des valeurs » s'opère donc de plus en plus rapidement et fait peser sur chaque œuvre le risque de passer du chef d'œuvre à la toile ringarde, voire de mauvais goût, dédaignée par le marché.

Ces effets de mode sont, encore une fois, parfaitement imprévisibles pour l'investisseur et représentent donc un risque majeur – sauf dans le cas où il les a initiés lui-même (par exemple, Charles Saatchi et les Young British Artists, cf. *infra*, partie II.2.1.).

³⁵ Moulin R., *Le marché de l'art*, op. cit., p. 29

³⁶ Moulin R., *L'artiste, l'institution et le marché*, op. cit., p. 76

I.4.5. Carrière de l'artiste

Pour les œuvres d'artistes vivants, la carrière future de l'artiste est un facteur de risque. En effet, on l'a vu, le nom de l'artiste (dont la renommée dépendra à la fin de l'ensemble de sa production) et la place de l'œuvre dans son travail sont des composantes importantes de la valeur d'une œuvre. Tant que l'artiste produit, il fait donc peser une incertitude sur la valeur et le prix de ses œuvres précédentes.

Reprenons ici un exemple cité par Don Thompson dans son ouvrage sur les us et coutumes du marché de l'art contemporain, *The \$12 million stuffed shark*. En janvier 2005, le collectionneur américain Steve Cohen a acheté pour 12 millions de dollars à Charles Saatchi une œuvre de Damien Hirst, *The Physical Impossibility of Death in the Mind of Someone Living*, qui peut être décrite comme un requin dans une caisse transparente remplie d'une solution à base de formol (c'est l'œuvre qui a donné son titre au livre de M. Thompson). C'était à ce moment là la seule œuvre d'art comprenant un vrai requin, ce qui participait sans aucun doute de sa valeur. Or, quelques mois seulement après la conclusion de la transaction, Damien Hirst a produit et exposé une œuvre similaire, *The Wrath of God* (à nouveau un requin plongé dans du formol)³⁷. A nouveau en 2008 (après la publication de l'ouvrage de M. Thompson), Damien Hirst a produit et vendu chez Sotheby's un requin dans une caisse remplie de formol, *The Kingdom*. Ces deux événements ont sans aucun doute affecté la valeur de l'œuvre achetée par M. Cohen en lui retirant son statut d'œuvre unique.

I.4.6. Insécurité juridique

On l'a vu, derrière chaque œuvre d'art classé peut se cacher un faux ou une erreur d'attribution. La force, dans l'imaginaire collectif, du mythe de l'artiste créant seul (à l'encontre de l'histoire de l'art remplie d'exemple d'artistes travaillant avec leur atelier), parfois transposé dans les décisions juridiques, et l'abolition progressive des règles « classiques » de l'art par l'art contemporain

³⁷ Thompson D., *op. cit.*, pp. 67-70

fait peser sur les œuvres des cinquante dernières années un vrai risque d'insécurité juridique. En effet, les acheteurs souhaitent le plus souvent que l'œuvre soit de la main de l'artiste lui-même, ce qui est incompatible avec beaucoup de formes d'art actuel. Prenons trois exemples pour illustrer cette situation.

L'avis de l'expert

Rappelons d'abord le cas d'Andy Warhol. Les sérigraphies produites dans sa Factory n'ont pas toutes été créées de sa main, mais aussi par tous les gens de passage. Or, le marché de l'art, toujours selon cette image romantique qui veut que l'artiste soit le créateur physique de l'œuvre, valorise beaucoup plus les sérigraphies dont on sait qu'elles sont de la main de Warhol. L'autorité compétente en la matière est, on l'a vu, l'Andy Warhol Art Authentication Board. Tout détenteur d'une sérigraphie de Warhol souhaitant la vendre doit passer par cette étape afin d'obtenir le certificat qui rassurera l'acheteur. Le vendeur risque alors de voir l'authenticité de son œuvre rejetée par cette institution (même elle avait accepté l'œuvre comme originale dans le passé).

Le flou de la définition juridique de l'œuvre d'art

Le second exemple est celui des *Tableaux pièges* de Spoerri. Lors d'une vente aux enchères, un acheteur s'est porté acquéreur d'une de ces œuvres pensant, en se fiant à la mention faite sur le catalogue, que c'était bien Daniel Spoerri qui avait produit l'œuvre de sa main. L'acheteur a découvert par la suite que ce n'était pas Spoerri mais un enfant de 11 ans qui avait réalisé l'œuvre, enfant à qui Spoerri a délivré un « brevet de garantie » destiné à être collé au dos de l'œuvre. L'acheteur a donc décidé de demander l'annulation de la vente. Le premier jugement lui donnant raison, le commissaire-priseur a fait appel et a obtenu gain de cause. En revanche, la cour de cassation a cassé le jugement en appel et considéré qu'effectivement l'œuvre devait être de la main de l'artiste pour être

mentionnée dans le catalogue comme « œuvre de ... »³⁸. Cette incertitude des tribunaux face à la notion de paternité pour les œuvres d'art contemporain montre le risque qui pèse sur ces œuvres du point de vue d'un investisseur qui doit alors redoubler de vigilance lorsqu'il l'achète.

L'artiste « concepteur » prend le pas sur le créateur

Enfin, reprenons à nouveau l'exemple de Damien Hirst. L'une des séries de peintures les plus connues de Hirst sont ses *spot paintings* (peintures à pois). Le concept et la composition de ces peintures sont créés par Hirst, mais ce n'est pas lui qui réalise la toile. Son atelier emploie en effet plusieurs assistants dont le rôle est de produire en suivant les indications de Hirst. Trois risques pèsent alors sur ces œuvres. Le premier est que le propriétaire qui a acheté un *spot painting* a passé avec le vendeur un contrat qui dit que l'œuvre est de Damien Hirst. Or, rien ne dit que dans le futur les *spot paintings* seront toujours considérés de cette manière. L'acheteur qui aura payé une œuvre de Hirst se retrouvera alors à vendre une œuvre de l'un de ses assistant, nécessairement beaucoup moins cher. Le second risque vient précisément des assistants. D'abord, ils sont plusieurs à produire les *spot paintings* mais, de l'aveu même de Hirst, tous ne sont pas aussi bons : « The best spot painting you can have by me is one by Rachel »³⁹. Nul doute que cette affirmation a fait monter la cote des œuvres réalisées par Rachel ou baisser celle des autres, ce qu'aucun acheteur ne pouvait prévoir. De plus, dans la mesure où ce sont les assistants qui réalisent l'œuvre, on peut imaginer qu'un jour l'un d'eux veuille revendiquer la paternité des *spot paintings* qu'il a peint, car la situation juridique de ces œuvres n'est pas parfaitement clarifiée. Dans ce cas, à nouveau, le détenteur d'un *spot painting* n'aura plus une œuvre de Hirst mais de Rachel ou d'un autre assistant.

³⁸ Arrêt de la Cour de Cassation, 15 novembre 2005

³⁹ « Le meilleur *spot painting* que vous pouvez avoir de moi est l'un de ceux peints par Rachel ». Cité par Thompson D., *op. cit.*, p. 71

La traçabilité

Une dernière forme d'incertitude juridique existe pour les œuvres d'art. Il s'agit des risques sur la provenance de l'œuvre et le recel de biens culturels. Les circuits étant souvent opaques, il est parfois difficile d'établir avec certitude la traçabilité d'une œuvre.

L'incertitude qui plane sur la nature, les techniques et la paternité des œuvres dans l'art contemporain, et sur la provenance de toute œuvre, comporte donc un véritable risque juridique, et un investisseur prudent devra probablement soit éviter les œuvres à la situation juridique instable, soit être sûr de leur revente (par contrat) avant même de les acheter.

I.4.7. Des risques qui demandent une rentabilité d'autant plus élevée

Du point de vue d'un investisseur, l'existence d'autant de risques sur un actif exige, après avoir épuisé tous les moyens de réduction de l'aléa (assurances, certificats, protection physique, protection juridiques, etc.), une rentabilité d'autant plus élevée : c'est là la règle de base du choix d'investissement de tout individu rationnel.

I.5. La difficile évaluation du placement en art

I.5.1. Que peut-on évaluer ?

L'application de méthodes économiques et financières au marché des œuvres d'art a commencé dans les années 1970. Année après année, des économistes refont les calculs, affinent les données, changent de méthode et tentent de produire des résultats de plus en plus utilisables par les professionnels du marché de l'art. Aucun pour l'instant n'a réussi à produire une étude « pratique », mais leurs tentatives restent passionnantes pour l'investisseur qui souhaite rationaliser au maximum l'achat d'œuvre d'art, si tant est que cela soit possible.

Trois variables ont été analysées par les économistes, afin, pour la plupart, de comparer les performances de l'investissement en art par rapport à l'investissement classique : la rentabilité, le risque et la corrélation de l'art aux marchés financiers. Certains ont également essayé de déterminer la relation dans le temps entre les variations des marchés financiers et du marché de l'art (qui est à distinguer de la corrélation).

I.5.2. Trois méthodes d'évaluation

Trois méthodes principales ont été utilisées par les économistes. La première est celle de l'indice composite. Il s'agit, à la manière du CAC 40 ou du S&P 500, de créer un indice de prix qui agrège une sélection des « valeurs » du marché l'art et d'en suivre l'évolution.

La seconde est la méthode des ventes répétées (*repeat sales regression*, RSR). La RSR ne prend en compte que les prix d'œuvres passées plusieurs fois en vente sur la période observée, ce qui apporte une plus grande stabilité au portefeuille mesuré.

La troisième méthode est la régression hédonique, qui est une méthode utilisée sur le marché de l'immobilier. Elle consiste, pour un marché sur lequel les actifs sont hétérogènes, à identifier des caractéristiques génériques qui peuvent être évaluées pour chaque actif. Pour un tableau, on isole sa taille, le nom de l'artiste, la technique utilisée ou encore la date de création, et on s'efforce alors d'évaluer chacune de ces caractéristiques pour composer un actif « standard » sur lequel on construit un indice de prix.

La plupart des méthodes choisissent d'étudier des périodes longues. En particulier, Baumol (1986) et Frey et Pommerehne (1988 et 1989) qui utilisent les ventes répétées ont éliminé de leur échantillon toute œuvre ayant été vendue deux fois en moins de vingt ans. Les attitudes spéculatives et de détention courte (qui sont celles adoptées par certains investisseurs comme on le verra plus bas) ne sont donc pas mesurées par ces études.

I.5.3. Résultats obtenus

Nous montrons en annexe 3 les résultats obtenus par une sélection d'études, et nous comparons, dans les cas où cela est possible, la rentabilité et la volatilité (l'écart type) des œuvres d'art et des actifs financiers, et leur corrélation. Selon les études, différents actifs financiers sont choisis pour comparaison, parfois plusieurs. Lorsque cela était possible, nous avons préféré proposer les chiffres des actions, qui ont toujours le risque le plus élevé par rapport aux autres actifs considérés (par exemple les bons du trésor ou les obligations).

Il est à noter que certaines de ces études comparent la rentabilité et le risque de plusieurs catégories d'art (par exemple art contemporain, impressionnistes, maîtres anciens, etc. – les catégories varient selon les études), ce sont celles de Mei et Moses (2002), Worthington et Higgs (2004) et Renneboog et Spaenjers (2009). L'objectif est de voir quelle période ou quel mouvement est optimal en termes d'investissement.

Enfin, l'étude de Worthington et Higgs calcule également la corrélation des différents marchés d'art entre eux.

Nous avons également calculé le ratio de Sharpe selon la formule donnée plus haut (cf. *supra*, partie I.4.1.) et indiqué les résultats dans la dernière colonne. Le calcul a été fait pour les études donnant à la fois la volatilité de l'art et la rentabilité des placements sans risque.

Les conclusions générales qui peuvent être tirées de ces études sont les suivantes :

- l'art est un placement soit moins rentable, soit plus risqué que les placements classiques, souvent les deux à la fois, ce qui est confirmé par les mauvais ratios de Sharpe ;
- la rentabilité de l'art augmente dans la période récente ;

- certaines catégories d'art sont nettement plus rentables que d'autres (l'art contemporain selon Worthington et Higgs, le Pop art selon Renneboog et Spaenjers) ;
- les tableaux les plus réputés ont les rendements les plus faibles (Mei et Moses ; Worthington et Higgs).

Aucune conclusion ne semble pouvoir être faite sur la corrélation du marché de l'art aux marchés financiers tant les résultats de Goetzmann, élevés, sont éloignés de ceux de Mei et Moses et Worthington et Higgs, très bas. En revanche, les études qui ont cherché à mesurer les relations dans le temps entre les marchés financiers et le marché de l'art ont trouvé que les marchés financiers « provoquent » le marché de l'art, c'est-à-dire que les prix du marché de l'art ont tendance à suivre en décalé ceux des marchés financiers (Goetzmann ; Chanel *et al.*). Une autre étude d'Olivier Chanel confirme cette tendance et estime même le décalage entre les deux marchés à environ un an⁴⁰.

I.5.4. Discussion des méthodes et des résultats

On le voit, les résultats varient fortement selon les études, que ce soit d'une méthode à l'autre ou bien entre deux études suivant la même méthode. Les facteurs qui provoquent ces différences sont nombreux.

Les limites fixées par les données disponibles

Le premier provient du choix des données. La méthode des indices composites fait au final entrer et sortir les œuvres de l'échantillon au fil des transactions et, d'une année à l'autre, la composition de l'indice change. La méthode des ventes répétées, on l'a vu, corrige ce biais en ne conservant que les œuvres vendues au moins deux fois, mais par là même elle réduit considérablement la taille de l'échantillon par rapport au volume total des transactions. Enfin, la méthode de

⁴⁰ Chanel O., « Is art market behaviour predictable? », *European Economic Review*, vol. 39, 1995, pp. 519-527

la régression hédonique semble atteindre ses limites pour un actif comme l'art dont l'hétérogénéité est maximale (en tous cas bien plus grande encore que celle du marché immobilier).

Un biais supplémentaire concernant le choix des données est que les études ont une forte tendance – tendance parfois dictée par la méthode utilisée et la disponibilité des données – à ne prendre que des œuvres encore connues aujourd'hui. Par exemple, l'étude de Chanel *et al.* prend en compte 32 peintres qui sont tous extrêmement connus aujourd'hui. Cette méthode biaise l'évaluation à la hausse car elle omet tous les artistes qui n'ont pas survécu à l'histoire, alors qu'un acheteur de l'époque aurait pu les choisir tout aussi bien que Renoir, Kandinsky ou De Staël qui sont sélectionnés dans la liste.

Toujours concernant le choix des données, ces études ne peuvent pas prendre en compte les œuvres qui n'ont pas dépassé leur prix de réserve en vente publique et qui en conséquence n'ont pas été vendues (appelées en anglais les œuvres *bought-in*, ou ravalées). En effet ces œuvres ne figurent pas dans les ouvrages recensant les résultats de vente des siècles précédents, ou alors elles y figurent avec leur prix de réserve, ce qui est inexact. Voilà à nouveau un biais à la hausse.

Dernier biais lié aux données, toutes ces études ne peuvent se fonder que sur les résultats des ventes aux enchères car ce sont les seules informations publiques. Or, on l'a vu, cela ne représente qu'une petite partie du marché total de l'art (probablement moins de 25 %).

L'« oubli » des coûts de transaction et de la fiscalité

Enfin, les études ne prennent pas en compte les coûts de transaction. Mei et Moses s'en défendent en disant que les mesures de rentabilité des autres actifs ne le font pas non plus. Seulement, les coûts de transaction sur la plupart des marchés financiers sont très faibles (inférieurs à 1% du prix), et les oublier constitue une approximation acceptable. Ce n'est bien entendu pas le cas sur le marché de l'art où omettre des coûts qui dépassent 20% du prix provoque un

autre biais à la hausse. Sur cet aspect, il convient de préciser également que certains pays permettent de déduire fiscalement une partie du prix d'achat d'une œuvre d'artiste vivant (c'est le cas par exemple de la France et des Etats-Unis). Cet aspect n'est pas non plus pris en compte dans les mesures de rentabilité ; or, à la revente, le propriétaire de l'œuvre touche bien 100% du prix, alors qu'il n'en a payé de la moitié ou moins à l'achat. Les études citées comportent donc également un biais à la baisse.

Benchmark index et tradable index

L'étude menée par Mei et Moses a abouti à la création d'un index (le MeiMoses All Art Index) qui est sensé donner l'évolution du marché de l'art à la manière du CAC 40 ou du Footsie. Quoi qu'il en soit, du point de vue de l'investisseur, cet index, comme d'ailleurs les rentabilités mesurées par toutes les études, ne peut rester qu'une donnée purement indicative et en aucun cas un critère principal de décision. En effet, le CAC 40 est un indice réel, qu'il est possible d'« acheter » en investissant dans un *tracker* qui est un portefeuille pondéré de la même manière que l'indice. Les indices boursiers sont donc des *tradable index*, c'est-à-dire des indices réels. Le MeiMoses quant à lui est un *benchmark index*, c'est-à-dire un indice hypothétique dans lequel il n'est pas possible d'investir car le portefeuille suivi n'existe pas. Comparer le MeiMoses au S&P 500 ou au CAC 40 revient donc, en quelque sorte, à comparer l'incomparable.

Les professionnels du secteur que nous avons interrogés nous ont confirmé le fait que ces indicateurs n'étaient pas applicables en pratique. Olivier Maman, créateur du SGAM AI Art Fund dont nous reparlons plus bas⁴¹, et Olivier Fau, expert en art contemporain chez Sotheby's Paris⁴², n'utilisent pas de tels outils qu'ils considèrent faibles sur le plan de la méthodologie, préférant se fier à l'expertise des professionnels.

⁴¹ Olivier Maman, interview réalisée le 9 avril 2009

⁴² Olivier Fau, interview réalisée le 21 avril 2009

II. La spécificité des investisseurs en art

II.1. Ce que recherche un investisseur

Il convient de rappeler les motivations classiques de tout investisseur afin de mieux comprendre la spécificité de l'investisseur en art.

II.1.1. Rentabilité

C'est la première chose qu'un individu recherche en plaçant son argent dans un actif : qu'il lui rapporte des bénéfices. Cette rentabilité dépend à la fois des flux positifs que génère la détention de l'actif (dividendes, intérêts, loyer) et du prix de revente qui permet ou non de réaliser une plus-value.

II.1.2. Aversion au risque

Tout investisseur se caractérise également par son degré d'aversion au risque. Le risque, on l'a vu, forme avec la rentabilité le couple fondamental du choix d'investissement, mesuré par exemple par le ratio de Sharpe.

Chaque investisseur a un degré propre d'aversion au risque, certains préférant les placements dits « de père de famille », c'est-à-dire peu rentable et à faible volatilité (typiquement, les obligations d'Etat), d'autres, attirés par des rentabilités plus grandes, n'ayant pas peur d'investir dans des actifs extrêmement risqués.

II.1.3. Diversification

L'attitude rationnelle d'un investisseur est de chercher à diminuer le risque de ses placements, ainsi qu'à se protéger des fluctuations des marchés sur lesquels il investit. La diversification permet d'atteindre ces deux objectifs ; elle est d'ailleurs au centre de la théorie moderne du portefeuille déjà évoquée. Il faut

alors choisir des actifs faiblement corrélés entre eux et faiblement corrélés au marché. Concrètement, cette opération permet de réduire la volatilité (le risque) tout en conservant la même rentabilité.

Cependant, pour être appliqué le plus efficacement possible, le modèle de diversification proposé par la théorie moderne du portefeuille réclame une possibilité contraignante : la vente à découvert.

II.1.4. Utilisation d'outils financiers

Les outils au service de l'investisseur se développent toujours plus largement. La vente à découvert est un procédé qui consiste à emprunter un titre, le vendre immédiatement et, une fois le contrat arrivé à maturité, acheter le titre sur le marché pour le rendre à son propriétaire initial. C'est donc un pari sur la baisse de l'actif.

L'arbitrage est un procédé qui tire profit d'écarts de prix anormaux. Par exemple, un investisseur qui repère une différence de prix pour un même actif, ou une même devise, entre deux marchés différents, peut simultanément acheter sur le marché le moins cher et revendre sur le marché le plus cher, et ce jusqu'à ce que l'écart de prix soit nul et que l'anomalie disparaisse.

L'effet de levier est un outil par lequel un investisseur (en particulier un fonds) emprunte pour augmenter la taille du portefeuille constitué au départ uniquement de son propre apport ou, dans le cas d'un fonds, des apports des souscripteurs. Le postulat de l'emprunteur est qu'il parviendra à tirer des montants empruntés des revenus supérieurs aux taux d'intérêts qu'il paye sur l'emprunt.

Enfin, les produits dérivés se sont largement développés ces dernières années. Il s'agit de produits financiers adossés à des produits classiques alors appelés actifs sous-jacents (actions, matière première, etc.) : options, contrats futurs, etc. L'objet de ces produits dérivés peut être soit la spéculation, soit de couvrir le

reste du portefeuille contre des risques comme le risque de change ou le risque de crédit (les deux objectifs pouvant évidemment se compléter).

Les particularités du marché de l'art en font un marché où l'utilisation de ces outils est très difficile, à l'exception notable de l'arbitrage⁴³. La vente à découvert est en effet rendue quasiment impossible du fait de la nature même de l'œuvre d'art, qui est un bien physique unique. L'effet de levier, qui serait un bon outil pour les fonds d'investissement en art dont nous parlons plus bas (cf. *infra*, partie II.5.), est pour l'instant difficile à mettre en œuvre du fait des réticences des banques à prêter pour l'achat des œuvres d'art⁴⁴. Ce sont en particulier les déconvenues de la bulle spéculative de la fin des années 1980, dans laquelle les banques ont joué un rôle en augmentant artificiellement la liquidité du marché de l'art, qui les ont amené à ne plus proposer ce type de service. Les produits dérivés, enfin, ne se sont pas encore développés pour les œuvres d'art, bien qu'ils aient déjà fait l'objet de quelques projets récents de recherche académique⁴⁵.

II.1.5. Empathie de l'investisseur pour son actif

Enfin, certains investisseurs font entrer dans leur décision d'investissement un certain degré d'empathie avec une partie de leurs placements. C'est le cas par exemple de l'investissement socialement responsable où l'investisseur choisi volontairement de faire un investissement « utile » au prix, dans la plupart des cas, d'une rentabilité plus faible. Sur un autre plan, la finance islamique permet aux individus de souscrire à des fonds qui respectent les règles édictées par la religion musulmane, comme l'interdiction de l'intérêt (l'usure).

⁴³ Sur le marché de l'art, l'arbitrage est possible entre deux marchés géographiques distincts sur lesquels les prix peuvent différer. Il s'agit alors d'acheter l'œuvre sur le marché où elle est la moins chère pour la revendre sur l'autre marché. Ce n'est pas un arbitrage au sens strict dans la mesure où les deux transactions n'ont pas lieu simultanément.

⁴⁴ Olivier Maman, interview réalisée le 9 avril 2009

⁴⁵ Voir par exemple Ralevski O., « Hedging the Art Market: Creating Art Derivatives », University of Edimburgh, 2008

Les actifs dits alternatifs comme le vin, les biotechnologies, ou les fonds dédiés au cinéma font tous appel, dans une certaine mesure, à cette empathie de l'investisseur avec son actif. Pour les œuvres d'art, cette notion est bien entendu centrale comme on le verra dans la troisième partie de cette étude.

II.2. Pouvoir de marché

On l'a vu, le marché de l'art est un marché largement inefficent. Il est, de plus, relativement petit (les estimations de taille données plus haut (partie I.2.) peuvent être par exemple comparées au chiffre d'affaire et à la capitalisation boursière du groupe LVMH en 2006, respectivement 15,3 et 39,1 milliards d'euros⁴⁶). Ces deux caractéristiques en font un marché sur lequel quelques acteurs ensemble, ou même un seul, peuvent jouir d'un fort pouvoir.

II.2.1. L'impulsion des « rendements croissants d'information »

Comme l'expliquent Nathalie Moureau et Dominique Sagot-Duvaouroux, le mécanisme décrit par les économistes et les sociologues comme les « rendements croissants d'information » fonctionne particulièrement bien sur le marché de l'art. Selon cette théorie, plus l'information sur un produit se diffuse, plus le coût d'apprentissage sur le produit baisse, et en conséquence plus il séduit d'acquéreurs. Pour le marché de l'art, donc, « plus le travail d'un artiste est diffusé – à travers les achats des premiers collectionneurs, la réalisation d'exposition et de catalogues, d'essais critiques –, moins les coûts d'apprentissage nécessaires à la compréhension et à l'appréciation de l'œuvre sont élevés et plus donc, toutes choses égales par ailleurs, cet artiste a de chances de convaincre de nouveaux collectionneurs, la concentration de la demande sur certains artistes se trouve alors renforcée »⁴⁷. Or, il est possible pour un petit groupe d'acteurs, ou même pour un seul acteur particulièrement influent, de faire la promotion d'un artiste en organisant des expositions et une excellente

⁴⁶ LVMH, Rapport annuel 2006 (www.lvmh.com)

⁴⁷ Moureau N. et Sagot-Duvaouroux D., *op. cit.*, p. 68

couverture par les médias. Par là même, ce groupe ou cet individu peuvent influencer le marché et faire monter la cote de l'artiste qu'ils ont choisi. Ils sont alors assurés de faire une plus-value lors de la revente des œuvres de l'artiste qu'ils auront pu acheter à bas prix.

Raymonde Moulin explique bien comment peut fonctionner l'entente sur le marché de l'art :

« Une coalition informelle de marchands s'entendent pour promouvoir, chacun dans sa sphère, une même innovation artistique. Les formules d'entente sont variables et, de plus en plus souvent, portent sur des périodes courtes. Mobilisés autour de la galerie leader, tous les acteurs, économiques et culturels, agissent vite et de concert pour que les artistes soient placés partout où il faut, dans les grandes revues, les musées, les collections, les grandes manifestations culturelles internationales. »⁴⁸.

Cette description correspond tout à fait aux rendements croissants d'information.

Un cas d'école est celui de l'exposition *Sensation*, largement commentée, en 1997. L'alliance d'un grand collectionneur (Charles Saatchi) et d'une institution reconnue (la Royal Academy of Arts, à Londres) a braqué les projecteurs des médias – et des acheteurs – sur la carrière des Young British Artists, dont le plus brillant, au sens du marché, est Damien Hirst. L'opération a connu un écho retentissant en 1999 lorsqu'elle a été remontée à New York, au Brooklyn Museum. M. Saatchi et la Royal Academy ont d'ailleurs réitéré ce type de partenariat avec l'exposition *USA Today*, en 2006, composée là encore exclusivement d'œuvres de Saatchi.

⁴⁸ Moulin R., *Le marché de l'art, op.cit.*, pp. 44-45

II.2.2. Les faiseurs de marché

Plusieurs acteurs du marché de l'art ont acquis une position si importante que leur pouvoir fait d'eux de véritables faiseurs de marché. Prenons deux exemples pour illustrer ce phénomène.

Les Mugrabi

Le premier est celui de la famille Mugrabi. Le père, Jose, et ses fils, Alberto et David, gèrent ensemble la collection. Ils possèdent 800 œuvres d'Andy Warhol, 150 de Damien Hirst ou encore 100 de Jean-Michel Basquiat. Ainsi, comme l'explique le journaliste du New York Times Eric Konigsberg, pour les artistes qui font partie de leur collection, les Mugrabi « n'agissent pas sur le marché, ils sont le marché »⁴⁹. De l'aveu même d'Alberto Mugrabi, ils ne cherchent pas à collectionner, ils cherchent à augmenter leur stock d'œuvres d'un même artiste, et ce dans le but, selon eux, d'avoir une plus grande liquidité :

« "We're market makers," Alberto said. "You can't have an impact buying one or two pictures per artist. (...) We want inventory." He equated inventory with liquidity: "It gives you staying power." »⁵⁰

Le journaliste souligne également que ce comportement est comparable, sur un marché de commodités, à un raider attaquant un métal précieux pour manipuler les cours.

⁴⁹ Konisberg E., « Is anybody buying art these days ? », *The New York Times*, 1^{er} mars 2009

⁵⁰ « Nous sommes des faiseurs de marché, explique Alberto. On ne peut pas avoir d'impact en achetant une ou deux œuvres par artiste. (...) Nous voulons avoir du stock. » Il explique que le stock équivaut à la liquidité : « Cela vous donne de l'endurance. »

Charles Saatchi

Le second exemple est celui de Charles Saatchi, dont on a déjà évoqué l'importance sur le marché de l'art. En tant que grand collectionneur, il arrive à M. Saatchi de se trouver dans la situation que recherchent les Mugrabi, celle de posséder un grand nombre d'œuvres du même artiste. Dans les années 1980, M. Saatchi avait beaucoup d'œuvres de l'artiste italien Sandro Chia, dont il décida brutalement de se séparer en les vendant toutes d'un coup, en 1985. L'effet sur la cote de Chia fut évidemment désastreux, illustrant, selon les observateurs, le pouvoir qu'a M. Saatchi de faire et défaire les artistes. Pris en tant qu'investisseur, il a en tous cas la possibilité de manipuler seul la cote d'un artiste, ce qui réduit le risque de ses placements et augmente celui des autres investisseurs.

II.2.3. Autres exemples de pouvoir de marché

Les exemple pris plus haut sont évidemment spectaculaires et ne doivent pas occulter le fait que le pouvoir de marché n'est pas réservé aux seules superstars du marché. Ainsi Harry Bellet, dans un article du monde, relève le procédé utilisé par le galeriste new-yorkais Zach Feuer pour donner à ses clients un pouvoir sur le marché de l'artiste qu'ils achètent : « il propose à ses clients d'acheter deux œuvres d'un même artiste. Une pour eux, et une pour offrir à une institution publique. Ce geste permet d'une part d'installer l'artiste au musée, et donc de faire monter sa cote. D'autre part, il est fiscalement déductible »⁵¹. Ajoutons qu'il permet certainement à l'acheteur d'obtenir un rabais à l'achat.

La collusion entre les différents intervenants du marché de l'art est d'autant plus forte que de plus en plus de ces acteurs jouent plusieurs rôles. Un marchand ou un galeriste peuvent aussi être experts, critiques, collectionneurs et commissaires d'exposition, et un grand collectionneur siège souvent au conseil

⁵¹ Bellet H., « A New York, le marché des jeunes artistes est gagné par la fièvre », *Le Monde*, 12 avril 2005

d'administration d'un ou plusieurs grands musées. L'accumulation de plusieurs rôles pour un même acteur lui donne un fort pouvoir de marché, à commencer par celui d'être un prescripteur écouté de tous.

On peut alors imaginer qu'un collectionneur, membre du conseil d'administration de tel musée, y apprend (ou y décide) qu'un artiste va être tiré de la relative indifférence qui entoure son œuvre, dans quelque mois, lors de la rétrospective qui va lui être consacrée. Le collectionneur n'a plus qu'à acheter les œuvres de cet artiste : elles vaudront dix fois plus cher après l'exposition. Autre exemple, un marchand influent et un grand collectionneur peuvent s'allier pour acheter le plus possible d'œuvres d'un artiste, créant ainsi une pénurie sur le marché, avant de le promouvoir massivement par une campagne médiatique ou par une exposition. Sous le double coup de la pénurie et de la stimulation de la demande, les prix explosent.

Enfin, ajoutons également l'exemple de la maison de vente Christie's, qui possède une galerie, Haunch of Venison, et appartient au collectionneur François Pinault. Cette intervention possible sur tous les marchés (marché primaire, marché secondaire, en tant qu'acheteur, vendeur, prescripteur, etc.), pourquoi pas simultanément sur plusieurs d'entre eux, confère évidemment à M. Pinault un grand pouvoir de marché.

Le point essentiel à retenir pour un investisseur sur le pouvoir de marché est, dans le cas où il n'en jouit pas lui-même, qu'il doit le considérer comme un risque supplémentaire, tant il est facile de manipuler un prix : commissaire-priseur « bourrant » une enchère pour la faire artificiellement atteindre son prix de réserve⁵², marchands s'entendant sur un prix d'achat pour ne pas surenchérir les uns contre les autres, etc.

⁵² Dans ce cas, le commissaire-priseur est lui-même acquéreur de l'œuvre jusqu'à ce qu'une « vraie » enchère apparaisse.

II.3. Les particuliers

II.3.1. L'art patrimoine : valeur refuge et exonérations fiscales

La catégorie la plus courante d'investisseurs dans l'art sont ceux qui s'en défendent parfois : les particuliers dont les œuvres d'art constituent un placement refuge à long terme ainsi qu'un moyen de bénéficier d'exonérations fiscales.

Il s'agit pour ce type d'investissement de diversifier un patrimoine personnel important que l'art, au même titre que l'assurance-vie ou l'immobilier, complète efficacement tout en apportant un plaisir esthétique au propriétaire.

Ce type de placement profite particulièrement des exonérations fiscales attachées à la possession d'œuvres d'art. En France, par exemple, elle est exonérée de l'impôt sur la fortune⁵³. Certains régimes fiscaux permettent même de déduire de ses impôts une partie du prix d'achat des œuvres d'artistes vivants. Enfin, aux Etats-Unis par exemple, les plus-values réalisées lors de la vente d'une œuvre d'art sont moins taxées que celles réalisées sur les placements classiques.

Nous excluons les collectionneurs « passionnés » de cette catégorisation dans la mesure où ils ne sont pas des investisseurs en tant que tel : pour ces collectionneurs, comme le dit Antoine de Galbert qui est l'un d'entre eux, « une fois l'œuvre achetée, l'argent disparaît »⁵⁴. L'éventuelle plus-value effectuée à la revente des œuvres est alors appréciée parce qu'elle valide un choix esthétique bien plus que parce qu'elle représente un profit financier.

⁵³ Code général des impôts, article 885 I

⁵⁴ Conférence « La valeur et le prix des œuvres d'art », Collège des Bernardins, Paris, 24 mars 2009

II.3.2. Les super-collectionneurs

Nous avons déjà plusieurs fois évoqué le cas des super-collectionneurs (ou mégacollectionneurs), que nous différencions des « collectionneurs passionnés ». Ce sont des particuliers qui, du fait d'une fortune personnelle très importante issue d'un héritage ou de leur activité professionnelle, ou bien de la réalisation de plusieurs « coups » sur le marché leur ayant permis de s'enrichir, sont parvenu à accumuler une très grande quantité d'œuvres d'art. Les plus établis jouent souvent le rôle de marchand, sont membres des conseils d'administration de grands musées internationaux, et peuvent être considérés comme de véritables prescripteurs sur le marché de l'art. Beaucoup de ces super-collectionneurs disposent de liquidités quasi illimitées pour acheter sur le marché, et ce sont bien souvent eux qui, lors des ventes aux enchères, provoquent les envolées de prix qui font la une des journaux. Autrefois américains et européens, les super-collectionneurs sont aussi depuis une dizaine d'années russes, chinois, indiens ou saoudiens.

Raymonde Moulin affirme que les super-collectionneurs « ne sont pas des « boursicoteurs » de l'art » et ont « le souci constant de ne pas dévaloriser les artistes dont ils possèdent les œuvres »⁵⁵. Cette vision bienveillante nous semble pourtant inexacte. D'abord, il est logique pour tout investisseur de ne pas souhaiter dévaloriser un actif qui est en sa possession : boursicoteur ou non, ce n'est pas dans son intérêt. De plus, le cas de Saatchi et Chia est un contreexemple à cette affirmation : en vendant en bloc ses œuvres, Saatchi a dévalorisé les œuvres de Chia tant sur le plan économique que sur le plan artistique. Nous pensons plutôt que les super-collectionneurs sont des investisseurs passionnés d'art mais prêts à tous les coups pour enrichir leur collection et augmenter leur pouvoir de marché. Les manipulations qu'ils opèrent sont donc un outils pour atteindre ces deux objectifs, et ils sont bien des investisseurs qui cherchent à maximiser la valeur de leur portefeuille.

⁵⁵ Moulin R., *Le marché de l'art, op. cit.*, p. 46

II.3.3. Les collectifs d'acheteurs

Une dernière catégorie d'investisseurs particuliers est celle des collectifs d'acheteur. Il s'agit de groupes plus ou moins formels d'individus qui rassemblent leurs efforts financiers, mais également leurs ressources de réseau et d'information, pour acquérir des œuvres d'art.

Citons par exemple le groupe d'acheteurs bruxellois Néos, qui compte 30 membres. Le groupe est conseillé par le critique d'art Pierre Sterckx et dispose d'un budget annuel de 90 000 euros auquel tous contribuent à parts égales. Les membres de Néos partent ensemble en voyage, visitent les foires et se retrouvent régulièrement dans le lieu unique où sont exposées toutes les œuvres achetées⁵⁶.

Un autre fonctionnement est celui du Buy Art Club développé par l'agence française Art Process, qui propose à ses membres des déplacements communs pour visiter des ateliers d'artiste, des expositions, etc. En revanche, les membres choisissent chacun les œuvres qu'ils souhaitent acheter et il n'y a pas de mise en commun⁵⁷.

Le principal avantage pour le particulier est la réduction du risque de son achat – dans le cas où les achats sont mutualisés – ou bien l'acquisition d'information (au sens large) à un coût en temps et en argent plus faible que s'il faisait la même démarche tout seul.

II.4. Les entreprises

Dans la mesure où elles sont peu à peu devenues des acheteurs d'art, les entreprises doivent également être considérées comme des investisseurs importants du marché de l'art.

⁵⁶ *Le guide 2008 du marché de l'art*, Le Figaro / Beaux-Arts Magazine, 2008, p. 31

⁵⁷ www.art-process.com

Les collections d'entreprises sont un phénomène classique en Allemagne, pratiquement obligatoire pour toute grande entreprise (Bayer, Daimler, Deutsche Bank – qui revendique le titre de la plus grande collection d'entreprise du monde avec 50 000 œuvres –, Würth, etc.). Citons également UBS, qui possède une collection de plus de 40 000 œuvres, ou bien Louis Vuitton Malletier qui en a également plusieurs dizaines de milliers. Les entreprises sont plus ou moins discrètes sur leur collection mais il est à noter que certaines en font une très large publicité, souvent à travers des expositions (c'est le cas de Würth qui possède 14 centres d'exposition à travers l'Europe, ou d'UBS qui expose sa collection dans des musées du monde entier).

En dehors des raisons évidente d'image, de communication et d'attention portée aux salariés de l'entreprise, le but est alors de sécuriser une partie du patrimoine de l'entreprise au sein d'une collection diversifiée. Dans beaucoup de pays, l'acquisition d'œuvres d'un artiste vivant est en grande partie déductible fiscalement (en France, sous conditions, 100% du prix d'acquisition est déductible⁵⁸). Enfin, les différentes opérations visant à faire connaître la collection du publique sont également des moyens de faire monter la valeur des œuvres ainsi montrées, particulièrement dans le cas d'expositions faites dans des musées.

II.5. Les fonds d'investissement en art

La Peau de l'ours

L'idée de créer un fonds commun de placement en art remonte au début du XX^e siècle. En 1904, André Level a réuni douze investisseurs en plus de lui-même au sein d'un fonds à durée limitée (10 ans, terme fixé dès le départ) divisé en 11 parts. Les propriétaires de chaque part (un ou deux investisseurs par part) devaient verser 250 francs chaque année dans le fonds, et André Level était le seul habilité à choisir les œuvres achetées. Le fonds fut baptisé La Peau de l'ours et dirigé vers un segment

⁵⁸ Code général des impôts, article 238 bis AB

peu attractif pour l'époque : l'art moderne. Pendant dix ans, La Peau de l'ours a acquis 145 œuvres d'artistes comme Picasso, Matisse, Derain ou encore Van Gogh. Une fois achetées par Level, les œuvres étaient proposées aux membres qui pouvaient alors les accrocher chez eux. Puis, le 2 mars 1914, la vente de la totalité du fonds fut organisée à l'hôtel Drouot. Certaines œuvres se vendirent dix fois plus cher que leur prix d'acquisition, et les investisseurs de La Peau de l'ours quadruplèrent leur mise de départ (116 545 francs pour une mise totale de 27 750 francs). Notons que les treize membres de La Peau de l'ours étaient convenus de reverser 20% des bénéfices aux artistes dont ils avaient acheté les œuvres, créant le droit de suite qui n'entra dans la loi française que six ans plus tard⁵⁹.

II.5.1. Des premières expériences peu concluantes : les années 1970 et 1980

Le British Rail Pension Fund

Dans l'histoire récente, deux autres expériences significatives ont été tentées. Entre 1974 et 1980, le British Rail Pension Fund (le fonds de pension des chemins de fer britanniques) a investi 40 millions de livres en œuvre d'art, soit entre 2 et 3 % de ses actifs. L'espoir du fonds était alors que les œuvres d'art, contrairement aux actifs financiers et immobiliers, s'apprécieraient plus rapidement que l'inflation, très élevée dans ces années-là du fait des deux chocs pétroliers. Au total, le fonds a acquis environ 2 400 œuvres dans des domaines extrêmement diversifiés. Les œuvres furent dispersées entre 1987 et 1989 pour la plus grande partie, les dernières ventes s'étalant dans les années 1990. La dispersion du fonds fut décidée alors que les actifs classiques redevenaient intéressants avec la forte baisse de l'inflation. Au final, et malgré quelques ventes spectaculaires au plus haut de la bulle de la fin des années 1980, la rentabilité du fonds d'œuvres d'art du British Rail Pension Fund s'est établie à 11,3% par an entre 1976 et 2000 (rendement nominal), contre 11,5% environ pour des

⁵⁹ Fitzgerald, M. C., « Skin Games », *Art in America*, No. 80, février 1992, pp. 70-83

placements financiers classiques sur la même période. Notons que le fonds a fait mieux que le marché de l'art en général si l'on en croit l'étude menée par Worthington & Higgs (cf. annexe 3) qui donne une rentabilité réelle de 3% sur la période 1976 - 2001. En revanche, il ne faut pas douter que la volatilité du portefeuille d'œuvres du fonds a été bien plus élevée que celle des placements plus classiques, ce qui aurait exigé une rentabilité bien plus élevée. Au final, donc, si le British Rail Pension Fund n'a pas fait de pertes sèches, il a subi un coût d'opportunité de 0,2% environ avec de plus un risque élevé.

Les fonds de la BNP

L'expérience suivante a été tentée par la BNP. En 1989 et 1990, la banque française a créé deux fonds spécialisés, l'un en art ancien français pour 75 millions de francs, l'autre en dessin italien pour 50 millions de francs. Après avoir acheté les œuvres, la BNP a émis des parts d'une valeur nominale de 250 000 francs auprès de sa clientèle, pour une détention minimale de 5 ans. 20 % de frais de gestion ont été prélevés, et 20 % devaient être prélevés sur les bénéfices. Les deux fonds ont été dispersés par Christie's en 1998 et 1999 lors de deux ventes à New York et Londres, réalisant une moins-value de 20 à 30 %.

II.5.2. La renaissance des *art funds* dans les années 2000

Le début des années 2000 a été le théâtre d'un engouement inédit pour les fonds d'investissement en art : entre 2000 et 2009, on recense plus de 50 projets – aboutis ou non – en ce sens. Le « business model » de ce type de fonds n'est toujours pas fixé et chaque tentative a ses spécificités. En voici trois exemples, qui rassemblent les caractéristiques les plus intéressantes et les plus probantes.

Le Fine Art Fund : la force du réseau personnel

Le principal survivant de la vague de création des années 2000 à 2005 est le Fine Art Fund, fonds britannique basé au Delaware. Il a été lancé par Philip Hoffman, ancien directeur financier de Christie's, et reste fortement attaché à la

personnalité de son créateur. Initié en 2000 et lancé en 2004, le Fine Art Fund est très secret, du fait de son établissement au Delaware, et les seules informations publiques sur son fonctionnement et sa rentabilité sont celles que veut bien donner M. Hoffman.

Le Fine Art Fund était ouvert à des investissements de 250 000 dollars minimum, pour une durée de dix ans, les profits étant redistribués dès la troisième année. Il est désormais fermé aux nouveaux investisseurs. Le fonds prélève des frais de gestion annuels de 2% et 20% des profits. Philip Hoffman serait parvenu à lever plus de 110 millions de dollars dans au moins 10 pays, et son plus gros investisseur lui aurait confié 10 millions de dollars. Les investisseurs sont des familles « ultrariches », des banques privées, des banques pour leur propre compte, des fonds de fonds ou des fondations, mais au final très peu d'investisseurs institutionnels. Le Fine Art Fund permet aussi à un investisseur d'apporter le capital pour l'achat d'une œuvre désignée, et dans ce cas l'investisseur peut garder l'œuvre chez lui.

Afin d'éviter le problème de dispersion et de diversification trop forte auquel a fait face le fonds du British Rail Pension Fund, le Fine Art Fund limite ses acquisitions à 500 œuvres en tout et pour tout, réparties sur quatre segments : maîtres anciens, impressionnisme, art moderne et art contemporain. Le prix d'acquisition des œuvres se situe entre 200 000 et 2 millions de dollars, pour une durée de détention moyenne de l'œuvre d'un an.

Le fonds s'est attaché l'expertise de professionnels du marché, à la fois internes et externes au fonds, issus de maisons de vente ou bien marchands. Ces experts sont répartis en deux rôles : les conseillers et les acheteurs. Il s'agit de profiter de leur connaissance interne du marché et de leur capacité à sentir ou même à créer des « coups » qui peuvent rapporter gros. Le Fine Art Fund essaie autant que possible de négocier les achats et les ventes en privé, les ventes aux enchères ne représentant que 10% des acquisitions et 20% des cessions.

Les œuvres sont stockées dans un entrepôt en Suisse et peuvent faire l'objet de prêts à des musées. L'une des originalités du Fine Art Fund est que les investisseurs peuvent louer les œuvres acquises par le fonds pour les accrocher chez eux, moyennant un loyer d'1,25% de la valeur du tableau par an, et uniquement pour des œuvres dont la valeur ne dépasse pas le triple de leur mise.

La rentabilité du Fine Art Fund, de même que toutes les informations que nous venons de donner, n'est connue que de la bouche de Philipp Hoffman. En 2006, il donnait une rentabilité annuelle de 54% depuis 2004⁶⁰. En novembre 2007, elle était de 23%⁶¹, puis de 36% en février 2008⁶² et enfin 14% en novembre 2008⁶³. Ces chiffres sont à comparer à l'objectif de 10 à 15% que le fonds s'est fixé.

Le Fine Art Fund ne se positionne pas comme un club de collectionneurs mais bien comme un fonds de placement : « It's about making money. We take a completely cold view »⁶⁴.

La principale force du Fine Art Fund et le fait qu'il soit aujourd'hui le plus gros fonds d'investissement en art semble tenir à son fondateur, Philipp Hoffman, qui a su faire jouer son excellent réseau pour recruter des investisseurs et s'attacher de bons experts.

L'Osian's Art Fund : le mérite de la transparence

Egalement l'un des rares survivants à la ruée vers l'« or artistique » du début des années 2000, l'Osian's Art Fund est un fonds indien lancé en juillet 2006 avec 1,02 milliards de roupies (17,4 millions d'euros). Son originalité est que

⁶⁰ Gopinath D., « The deal of the art », *Bloomberg Markets*, mars 2006

⁶¹ Hoffman P., interview avec *Gestion Alternative Magazine*, 1^e novembre 2007

⁶² Bouglé F., « Fonds commun de placement en art ; un véhicule haut de gamme proposé par la SGAM », *L'Agefi*, 29 février 2008

⁶³ Wilmot S., « The fine art of investing », *The Financial Times – FT Adviser*, 24 novembre 2008

⁶⁴ « Il s'agit de gagner de l'argent. Notre approche est totalement rationnelle. » Philipp Hoffman cité par Gopinath D., « The deal of the art », *Bloomberg Markets*, mars 2006

contrairement à tous les fonds existant, il publie sur son site internet des rapports d'activité détaillés (rentabilité et volatilité, composition du portefeuille, nombre d'œuvres vendues, sélection d'œuvres vendues avec leurs prix d'achat et de revente, bilan et compte de résultat, etc.)⁶⁵. Cette transparence fait figure d'exception et, on le verra plus bas, nous semble être un élément clé pour la réussite du modèle des fonds d'investissement en art. Notons que l'Osian's Art Fund n'achète que des œuvres d'art indien, ce qui en fait un fonds « national » en ligne avec les habitudes d'achat de beaucoup des grands acheteurs russes, indiens et chinois qui, par fierté ou par patriotisme, privilégient les œuvres de leur pays.

D'après les chiffres donnés dans le rapport d'activité de janvier 2009, le fonds a eu une rentabilité annuelle de 10,59% avec un ratio de Sharpe de 0,16, les chiffres s'étant nettement détériorés sur la période de juillet à décembre 2008 (en juillet 2008, la rentabilité annuelle était de 17,8% pour un ratio de Sharpe de 0,73).

Le SGAM AI Art Fund : le retour des banques ?

Dernier exemple, le SGAM AI Art Fund⁶⁶ est aussi un cas remarquable. En effet, depuis l'échec cuisant des fonds de la BNP, il s'agit du premier fonds émanant d'une banque, et qui plus est d'une banque généraliste, la Société Générale. Ce nouveau fonds diversifie l'offre de SGAM, qui propose déjà d'investir dans le vin, la production d'huile d'olive ou encore les biotechnologies.

Le projet a été lancé en 2005, et la levée de fonds a commencé en 2008. D'après Olivier Maman, le gérant du fonds, environ 20 millions d'euros ont été réunis. En revanche, la conjoncture baissière du marché de l'art depuis la fin de l'année

⁶⁵ www.osians.com

⁶⁶ Société Générale Asset Management Alternative Investment Art Fund

2008 a conduit M. Maman à retarder le lancement du fonds à proprement parler (c'est-à-dire sa fermeture aux nouveaux investisseurs)⁶⁷.

Il s'agit d'un fonds luxembourgeois de type FIS (fonds d'investissement spécialisé), créé pour une période de 8 ans prolongeable deux ans. Chaque investisseur doit apporter au moins 125 000 euros. Les coûts sont de 2% de frais de gestion annuels et 20% des profits. Ces frais sont donc les mêmes que ceux du Fine Art Fund, et sont en ligne avec les frais prélevés par la plupart des fonds de private equity ou bien les hedge funds, dont les coûts de structure sont beaucoup moins lourds. Selon M. Maman, le fonctionnement d'un fonds d'investissement en art exigerait des frais plus élevés, mais il est nécessaire de s'aligner sur le marché afin d'attirer les investisseurs. Le profit réalisé par SGAM sera donc faible, mais si le fonds est un succès, il jouera le rôle de vitrine et SGAM pourra se permettre d'augmenter les frais des fonds suivants.

Le fonds compte investir dans trois segments : art moderne, impressionnistes et art contemporain. Certains critères « durs » encadrent les choix d'investissement, comme le fait qu'aucun artiste ni aucune œuvre ne doit dépasser un certain pourcentage du portefeuille à l'achat. Au bout de quatre ans, plus aucune acquisition ne sera réalisée et les œuvres seront cédées au fur et à mesure jusqu'à l'expiration du délai de huit ans.

En plus d'un comité d'investissement qui prend les décisions finales d'achat et de cession, le SGAM AI Art Fund est piloté par un comité artistique (historiens de l'art, commissaires, experts, etc.) qui se prononce sur la valeur historique et artistique des œuvres, et un comité marchand qui traite des aspects « marché » (dimension logistique, expositions, stratégie de sortie).

Selon Olivier Maman, les investisseurs du SGAM AI Art Fund sont surtout des particuliers qui s'intéressent à l'art mais ne sont pas des grands collectionneurs qui, eux, n'ont pas besoin de ce type de structure pour investir dans l'art. Les

⁶⁷ Olivier Maman, interview réalisée le 9 avril 2009

investisseurs attendent du fonds une dimension pédagogique, culturelle et éducative, en se formant au contact de la prise de décision. Ils sont ainsi réunis une fois par an pour prendre connaissance des œuvres acquises par le fonds. Enfin, les plus gros investisseurs pourront demander à se faire prêter des œuvres.

Sans s'interdire de profiter de situations d'arbitrage à court terme lorsqu'elle se présenteront, la stratégie principale du fonds de SGAM est de participer activement à l'appréciation de la valeur des œuvres en sa possession. En formant des partenariats sur le long terme avec des acteurs importants du marché, le fonds compte promouvoir les œuvres de son portefeuille en les exposant ou en les prêtant par exemple. De ce point de vue, la stratégie se rapproche de celle d'un fonds de « private equity » (capital investissement) dont l'objectif est d'investir dans une société, en faire activement augmenter la valeur, et revendre ses parts. La stratégie de sortie sera préparée longtemps à l'avance et conditionnera les vecteurs de promotion choisis (notamment au niveau géographique).

Il nous semble important de mentionner ici que le lancement du SGAM AI Art Fund est intervenu trois ans après l'abandon de la banque ABN AMRO qui avait essayé de créer un fonds de fonds d'investissement en art. La banque hollandaise avait mené une phase de *due diligence* qui l'avait amenée à la conclusion qu'il n'y avait pas encore assez de fonds lancés, et surtout aucune garantie sur leurs résultats.

II.5.3. Les atouts des fonds d'investissement en art

La mutualisation des placements en art au sein d'un fonds présente de nombreux avantages pour l'investisseur. Elle reprend toutes les forces du collectif d'acheteurs en les portant à un tout autre niveau.

D'abord, les fonds d'investissement en art sont capables de s'attacher l'expertise d'un large panel d'acteurs du monde de l'art, et savent souvent convaincre les

meilleurs de rejoindre leurs comités de pilotage et de consultation. C'est donc l'assurance de faire jouer un réseau extrêmement puissant, que ce soit pour la validation des choix d'investissement ou même pour le « sourcing » (la phase de recherche des opportunités). Les conseils des « initiés » du marché de l'art permettent en effet de savoir qui va vendre quoi et dans quelles conditions, quel collectionneur est en mauvaise situation de trésorerie et va devoir se séparer de ses œuvres d'art rapidement – et donc à bas prix –, etc. Élément supplémentaire, le fait que les fonds aient plusieurs conseillers permet de limiter le risque d'une erreur en mutualisant et en recoupant les informations.

De plus, cet excellent réseau permet aux fonds de jouir d'une qualité qui change tout sur le marché de l'art : la rapidité. Philipp Hoffman cite l'exemple d'un de ses acheteurs qui avait repéré une œuvre mal cataloguée par une maison de vente. Le Fine Art Fund l'a achetée pour 180 000 dollars et immédiatement revendue pour 300 000. Pour ce genre d'opérations, les fonds ont « la capacité de payer cash et de réaliser une transaction en 24 heures »⁶⁸, ce qui n'est pas le cas d'un investisseur isolé. Incontestablement, les « art funds » sont les investisseurs qui ont la plus grande agilité sur le marché de l'art (à l'exception des super-collectionneurs dont la surface financière et le réseau en font des intervenants extrêmement puissants).

Le SGAM AI Art Fund semble posséder quelques atouts supplémentaires sur les fonds lancé par des gérants indépendants. Il y d'abord le nom : le fait d'être adossé à une grande banque reconnue est une qualité indéniable quand il s'agit de convaincre les investisseurs, et quand il s'agit de nouer des partenariats avec les acteurs du marché de l'art. Deuxièmement, l'application au fonds en art des mêmes règles appliquées à tous les fonds gérés par SGAM constitue une garantie supplémentaire pour les investisseurs. Par exemple, Olivier Maman explique que SGAM fait des *due diligences* sur tous les acteurs avec lesquels elle traite, ce qui donne de la confiance aux investisseurs. Enfin, l'appartenance à une grande banque permet de profiter d'un immense réseau de client, que ce soit pour la

⁶⁸ Hoffman P., interview avec *Gestion Alternative Magazine*, 1^e novembre 2007

levée de fonds, mais aussi pour le sourcing des acquisitions du fonds qui peut être fait auprès des clients de la Société Générale.

II.5.4. Limites et pistes de réflexion

Malgré leur apparence très séduisante, les fonds d'investissement en art sont face à plusieurs défis dont la résolution leur permettrait de convaincre beaucoup plus largement les investisseurs, y compris institutionnels.

D'abord, les nombreux conseillers auxquels ils font appel sont pour la plupart indépendants et établis à leur propre compte, et présentent le risque de situations de conflits d'intérêt. Le cas le plus évident est celui des marchands : ils sont à la fois vendeurs et conseillers de l'acheteur, ce qui ne garantit évidemment pas la neutralité de leur position.

Second point, les fonds manquent d'outils quantitatifs efficaces. C'est certes un problème pour évaluer eux-mêmes leurs acquisitions, mais cela pose également problème pour présenter les résultats aux investisseurs. La création d'outils à la fois nouveaux, adaptés à l'actif art, méthodologiquement satisfaisant et aussi rationnels que possible serait incontestablement un atout pour valoriser les résultats des fonds. De ce point de vue, le perfectionnement et l'affinement des méthodes de régression hédoniques semblent une piste probante.

Troisièmement, les fonds d'investissement en art présentent un paradoxe fort lié à la nature de l'œuvre d'art. On ne peut pas ignorer le fait que les investisseurs qu'ils séduisent sont certes intéressés par le rendement financier, mais également par le rendement social et le rendement esthétique qu'apporte la possession d'une œuvre d'art, même partielle et même temporelle. Les systèmes de prêt ou de location sont une solution pour résoudre ce paradoxe, mais il faut sans doute réfléchir à d'autres moyens de satisfaire des investisseurs qui se veulent collectionneurs. Une proposition serait l'organisation d'expositions privées qui permettraient aux investisseurs de montrer à leur entourage la qualité de leur placement. La difficulté est cependant de conserver la discrétion

qui est la règle pour ces fonds : il n'est pas question de montrer au grand public les choix d'investissement du fonds, au risque de divulguer les subtilités de la stratégie d'investissement et d'incommoder les investisseurs.

Un autre problème des fonds d'investissement en art concerne le coût élevé du ticket d'entrée, supérieur à 100 000 euros pour la plupart des fonds créés. Ce prix élevé provient de la forme juridique de la plupart des fonds, qui leur interdit de dépasser un certain nombre de souscripteurs. A ce prix là, un individu peut préférer s'acheter soi-même une œuvre de qualité dont il aura la pleine jouissance. En effet, l'investissement en art à travers les fonds doit être avant tout compris comme une diversification de placement (cf. *infra*, partie III.2.), et les chiffres le plus souvent évoqués par les professionnels oscillent entre 5% et 10% du patrimoine total. Investir 100 000 euros serait donc réservé aux personnes disposant d'un patrimoine de 1 à 2 millions d'euros au moins. Une piste sérieuse pour le développement des fonds est donc la création de fonds offrant des parts à quelques milliers d'euros seulement, ce qui augmente drastiquement le nombre de souscripteurs potentiels tout en reprenant l'argument populaire auprès des professionnels du marché de l'art : « tous collectionneurs ».

Enfin, le handicap le plus important, commun à tous les fonds, est l'absence de *track record*, c'est-à-dire d'historique des performances. En effet, les quelques exemples du passé (British Rail et BNP) ne sont pas convaincants et les fonds actuels ont tout au plus 3 ou 4 ans d'historique. Pour pouvoir se battre d'égal à égal avec d'autres classes d'actifs alternatifs, les gérants de fonds d'investissement en art devront donc attendre plusieurs années avant de pouvoir bénéficier de l'outil que tous les autres fonds utilisent : la performance passée. Certains créateurs de fonds (qui ont tous échoué à lancer leur affaire) ont essayé de contourner cet obstacle en affirmant, indice MeiMoses à l'appui, ou pire encore, en donnant l'exemple du British Rail Pension Fund, que l'art a été aussi rentable que la bourse à la fois sur le long et sur le court terme. Ils oublient – volontairement pour les moins honnêtes et involontairement pour les plus amateurs – de parler de la volatilité du marché de l'art. Dire que l'art a été plus

rentable que les placements boursiers sur une période donnée est vrai, mais dire qu'il a été plus performant est faux. Ce type de discours est donc plus inquiétant que convaincant pour un investisseur rationnel, ce qui explique sans aucun doute l'échec de beaucoup des fonds lancés depuis 2000.

Pour conclure sur les fonds d'investissement en art, il faut réaffirmer que le business model n'est pas encore fixé. Certains reproduisent des modèles classiques (fonds de capital investissement, *hedge funds*, etc.), d'autres essaient d'inventer de nouvelles structures (mise en commun de collections déjà constituées et répartition du risque à la revente, investissement à parts égales entre des marchands et des investisseurs avec priorité aux investisseurs pour la répartition des profits, etc.). La fixation progressive des modèles, la professionnalisation des intervenants et la formation d'un historique amèneront, selon nous, de plus en plus d'investisseurs, y compris institutionnels, à s'intéresser à ces fonds.

II.6. Le rôle des banques dans l'investissement en art

Il semble important, dans la mesure où l'on parle d'investissement, d'analyser spécifiquement le rôle que jouent les banques lorsque l'on parle de l'art comme actif. Elles peuvent prendre trois positions dans ce marché : investisseurs, prêteurs ou conseils.

II.6.1. Investisseurs directs

Nous avons déjà traité les deux moyens pour les banques d'être elles-mêmes investisseurs dans l'art : en constituant des collections d'entreprises (cf. *supra*, partie II.2.) ou en créant des fonds d'investissement en art (cf. *supra*, partie II.5.)

II.6.2. Prêteurs

On l'a vu, l'achat d'œuvres d'art demande une grande surface financière, à la fois parce que cela coûte cher, et parce que c'est risqué. Du point de vue d'un

investisseur, demander un prêt pour acheter une œuvre semble donc rationnel. Pourtant, depuis l'éclatement de la bulle du marché de l'art en 1990, les banques sont peu enclines à ce type de prêt. En effet, l'emballement du marché à la fin des années 1980 a fait que certaines banques ont beaucoup prêté pour permettre à des investisseurs de spéculer à découvert. Mais avec le retournement du marché, les banques se sont retrouvées en possession d'œuvres dépréciées récupérées auprès de spéculateurs malheureux incapables de les rembourser. Dès lors, les banques ont une attitude beaucoup plus raisonnable, voir même méfiante, à l'égard de l'art comme actif car elles ne saisissent pas plus que les autres acteurs du marché les mécanismes de formation de la valeur des œuvres – et, quand elles les comprennent, elles savent que rien n'est vraiment prévisible. Les prêts pour permettre à des investisseurs d'acheter des œuvres sont donc rares. On l'a vu, c'est ce qui empêche pour l'instant les fonds de faire fonctionner l'effet de levier.

II.6.3. Conseils

Le rôle que semblent avoir choisi unanimement les banques est donc celui de conseillères. Beaucoup de banques privées ont en effet un département réservé aux œuvres d'art et destiné à leurs clients les plus aisés. Ces départements portent les noms de gestion de patrimoine artistique, *art banking* ou encore *art advisory* et proposent des services différents selon les établissements. Certains se limitent au conseil pour la gestion d'une collection déjà existante : restauration, conservation, assurance et, le cas échéant, vente. C'est le cas par exemple de Neulize Art, service de la banque privée Neulize OBC, filiale d'ABN Amro. D'autres conseillent effectivement à l'achat en proposant à leurs clients une diversification de leurs placements. C'était le cas jusqu'en 2009 d'UBS Art Banking (le service a été fermé suite à la crise financière de 2008), et c'est aujourd'hui le service qu'offrent la BNP ou l'UFG, qui ont externalisé leurs équipes (Conseil Investissement Art pour la BNP et Fin'Art Consulting pour l'UFG). Enfin, les banques américaines ont développé un métier particulier qui a fait école dans le monde, le *family office* qui est un service offert pour la gestion du patrimoine familial des plus grosses fortunes. Le conseil en placement d'art fait partie intégrante des activités des *family offices*.

En France, le conseil proposé par les banques est largement tourné vers le plaisir esthétique et social que procure une œuvre, et il ne s'agit pas de ne parler que de rendement financier aux clients. Le conseiller en gestion de patrimoine artistique a comme premier objectif de comprendre quel type d'œuvre plait à son client, et doit lui proposer des acquisitions en accord avec ses goûts. Le client souhaite presque toujours être impliqué dans le processus, et le cas de clients ne s'intéressant pas à l'œuvre mais seulement à sa rentabilité est encore très rare⁶⁹. L'idée sous-jacente pour ces conseillers en gestion de patrimoine artistique est qu'une œuvre de bonne qualité est toujours un bon placement.

Pour le client, la valeur ajoutée du service est la réduction du risque à l'achat, l'accès à un réseau beaucoup plus large pour trouver les œuvres, mais aussi le fait de bénéficier d'une véritable expertise artistique (le conseiller fait appel aux meilleurs experts et connaît le fonctionnement et les « us et coutumes » du marché), juridique (sécurisation de la provenance et de l'authenticité de l'œuvre) et fiscale (déductions d'impôts). Le conseiller s'assure ainsi de l'excellence du triptyque authenticité, qualité et prix pour garantir le meilleur placement au client. Enfin, le conseiller est également présent aux côtés de l'acheteur après l'acquisition et joue un rôle tout au long de la période de détention de l'œuvre en donnant des estimations régulières ou des conseils sur sa bonne conservation. Enfin, le conseiller organise, le cas échéant, la vente des œuvres dans les meilleures conditions de marché.

La banque peut aussi participer à l'augmentation de la valeur de l'œuvre grâce à sa capacité à travailler avec le réseau des musées et des conservateurs. C'est par exemple le cas de Conseil Investissement Art. Les clients collectionneurs de la BNP peuvent être sollicités par son intermédiaire pour prêter l'œuvre pour des expositions prestigieuses. L'intérêt pour la BNP est alors de voir son nom mentionné sur le cartel de l'œuvre dans l'exposition, celui du client est de voir son placement s'apprécier.

⁶⁹ Delphine Brochand (Fin'Art Consulting), interview réalisée le 24 avril 2009

Le métier de conseil en gestion de patrimoine artistique n'est pas encore totalement fixé. Il devrait évoluer, avec l'apparition de nouveaux outils quantitatifs et l'application de « bonnes pratiques » importées d'autres types de gestion de patrimoine (par exemple l'immobilier de luxe), et se professionnaliser d'avantage. Il représente en tous cas pour l'instant la participation la plus efficace des banques à l'évolution de l'art comme actif de placement en permettant aux amateurs d'art de n'être plus seulement « aussi des investisseurs », mais bien de vrais investisseurs avisés.

III. L'art ne deviendra pas une classe d'actif

III.1. La délicate entrée de l'art sur les marchés financiers

III.1.1. Le jeu risqué de la spéculation

La leçon des années 1980

La fin des années 1980 a été le théâtre d'une bulle sans précédent sur le marché de l'art. Les profits réalisés sur les marchés financiers avant et après le krach boursier de 1987 ont provoqué un afflux de capitaux démesuré sur le marché de l'art – démesuré par rapport à la taille du marché. Jouant le jeu, les professionnels du marché ont accompagné et amplifié ce mouvement, à l'instar des maisons de vente, toujours plus audacieuses dans la mise à prix. Elles ont également facilité l'investissement en art en proposant des crédits aux acheteurs afin de favoriser la montée des enchères. De la même manière les banques, on l'a vu, ont prêté aux acheteurs pour leur permettre d'acheter aux prix toujours plus élevés du marché.

L'adoption par un très grand nombre d'acteurs d'un comportement purement boursier a provoqué une explosion du nombre de lots vendus, les périodes de détention devenant très courtes en profitant d'opportunités d'arbitrages et de montée soudaine des prix. La liquidité des œuvres a artificiellement augmenté, faisant oublier à beaucoup que ce n'était qu'une situation de marché temporaire et anormale. Beaucoup d'observateurs ont expliqué que l'art était devenu un actif pur, une seule valeur financière parfaitement déconnectée de l'œuvre sous-jacente. En rappelant ici la notion des « cascades informationnelles », on peut expliquer que le seul critère de valorisation utilisé alors par les investisseurs était l'« opinion moyenne » présente et future.

Le retournement du marché en 1990 a alors été extrêmement brutal et les investisseurs ont payé durement le fait d'avoir acheté des œuvres à des prix si élevés :

« Les « vrais » spéculateurs bénéficiant d'informations d'initiés et manifestant une bonne capacité d'anticipation sont certes parvenu à faire avec l'art, sur le court terme et jusqu'à la veille même du krach de 1990, des profits conséquents, mais ce ne fut pas le cas du cortège des suiveurs. »⁷⁰

La bulle des années 1980 est donc principalement due à l'arrivée massive de capitaux, en quantités telles que le marché n'a finalement pas pu tout absorber. En effet, le marché de l'art est si petit par rapport aux marchés financiers, que toute spéculation à grande échelle en provoque nécessairement l'implosion. Tout investisseur avisé comprendra donc que l'arrivée de centaines et de centaines de millions de dollars sur un marché qui n'en pèse que quelques milliards doit inviter à la prudence. C'est d'ailleurs ce que les professionnels du marché eux-mêmes ont retenu, et la plupart voient maintenant l'arrivée des « financiers » sur le marché de l'art comme l'annonce d'un retournement du marché à quelques mois ou quelques années.

Ce constat empirique corrobore les résultats des études citées plus haut (cf. *supra*, partie I.5.) qui expliquent que les marchés financiers « provoquent » le marché de l'art. En revanche, le résultat de l'étude d'Olivier Chanel *et al.*⁷¹ qui estime à une année le décalage est moins vérifiable dans les grands mouvements : le krach de 1987 n'a pas provoqué de baisse du marché avant 1990 et l'éclatement de la « bulle internet » en 2001 n'a pas eu d'impact important sur le marché de l'art. En revanche, la crise financière de 2007-2008 a bien mis entre un an et un an et demi à atteindre le marché de l'art qui connaît depuis début 2009 un retournement brutal.

⁷⁰ Moulin R., *Le marché de l'art, op. cit.*, p. 71

⁷¹ Chanel O., « Is art market behaviour predictable? », *European Economic Review*, vol. 39, 1995, pp. 519-527

La nature spéculative de l'art contemporain

Plusieurs auteurs se sont interrogés sur la « vocation spéculative » de l'art contemporain. Maximisation de l'incertitude, extrême vulnérabilité aux effets de conjoncture, information médiatique prenant le pas sur l'information artistique (issue des instances de légitimation classiques), signaux brouillés par la « crise idéologique » que traversent les institutions culturelles, et mimétisme informationnel généralisé soumettent le segment de l'art contemporain à des mouvements encore plus imprévisibles que sur le reste du marché, avec des variations de prix phénoménales à court terme⁷².

En conclusion donc, il faut retenir que la spéculation à grande échelle est fatale au marché de l'art et à la très grande majorité des « joueurs ». Le constat est que les investisseurs venus de la « haute finance » arrivent trop tard et payent des œuvres à des prix bien trop élevés. Il faut alors fuir ces valeurs incertaines et nécessairement surpayées et se concentrer sur des valeurs non spéculatives en attendant l'éclatement de la bulle. A ce moment, il y a alors beaucoup de rachats à bon compte à faire. En revanche, cela ne signifie pas qu'il faille éliminer tout comportement dit « spéculatif », et les situations d'arbitrage ou les poches d'inefficience restent des opportunités qu'il faut saisir.

III.1.2. Le scandale Salander

L'adoption d'attitudes purement financières sur le marché de l'art peut également provoquer d'autres types de déconvenues pour l'investisseur. Un bon exemple est celui de l'arnaque mise en place par le galeriste et marchand Lawrence Salander, que beaucoup d'observateurs ont baptisé le « Madoff du marché de l'art ». M. Salander proposait à ses clients une forme de placement a priori très séduisante : les clients achetaient une participation dans une œuvre du marchand, le plus souvent à 50% (pour une œuvre à 500 000 dollars, les

⁷² Voir notamment Moulin R., *Le marché de l'art, op. cit.*, pp. 69-75 et également Moureau N. et Sagot-Duvaurox D., *Le marché de l'art contemporain, op. cit.*, pp. 82-84

clients en versaient 250 000 à M. Salender), contre la promesse écrite de recevoir le double de la somme investie après quelques mois et la revente de l'œuvre. Mais M. Salender ne possédait aucune des œuvres dont il vendait des parts, et payait ses « investisseurs » avec l'argent des suivants. Les œuvres proposées par M. Salender étaient en fait des œuvres qui lui avaient été confiées pour qu'il les vende. Il lui est ainsi arrivé de vendre plusieurs fois la même œuvre à différents investisseurs alors qu'elle n'était pas à lui. Au total, lorsque le système a commencé à implorer à partir de 2006, M. Salender a fait perdre à ses clients investisseurs plusieurs dizaines de millions de dollars.

La principale leçon de ce scandale est que les particularités du marché de l'art doivent inviter les investisseurs à beaucoup de prudence. En effet, on l'a vu, toutes les transactions hors salle des ventes sont parfaitement opaques ce qui permet à un marchand de tenir deux discours opposés à deux clients distincts – quand bien même les deux clients se connaissent – sans prendre trop de risque. Le montage proposé par M. Salender était terriblement attirant (un gain de 100% en seulement quelques mois), mais il reposait sur le seul cloisonnement des transactions. Des montages frauduleux a priori détectables sur les marchés financiers soumis à plus de transparence (à l'exception notable de celui de Bernard Madoff) peuvent fonctionner de longues années sur le marché de l'art dominé par l'impératif de discrétion.

III.1.3. L'art comme collatéral d'un prêt

Le prêt sur œuvre d'art

Dernier exemple d'intervention de la haute finance sur le marché de l'art, celui du prêt contre une ou plusieurs œuvres d'art est également intéressant. Des banques, des maisons de vente ou des organismes de crédit indépendants et spécialisés proposent de prendre des œuvres d'art comme garantie d'un prêt. Le plus souvent, le prêt ne dépasse pas 50% de la valeur de l'œuvre, et le taux d'intérêt est élevé (plus de 10%). Cette pratique est largement développée aux Etats-Unis où les artistes, les marchands et même le Metropolitan Opera de New

York en font usage. Elle a l'avantage, pour l'emprunteur, de transformer temporairement en liquidités son œuvre d'art qui sinon immobilise un capital important.

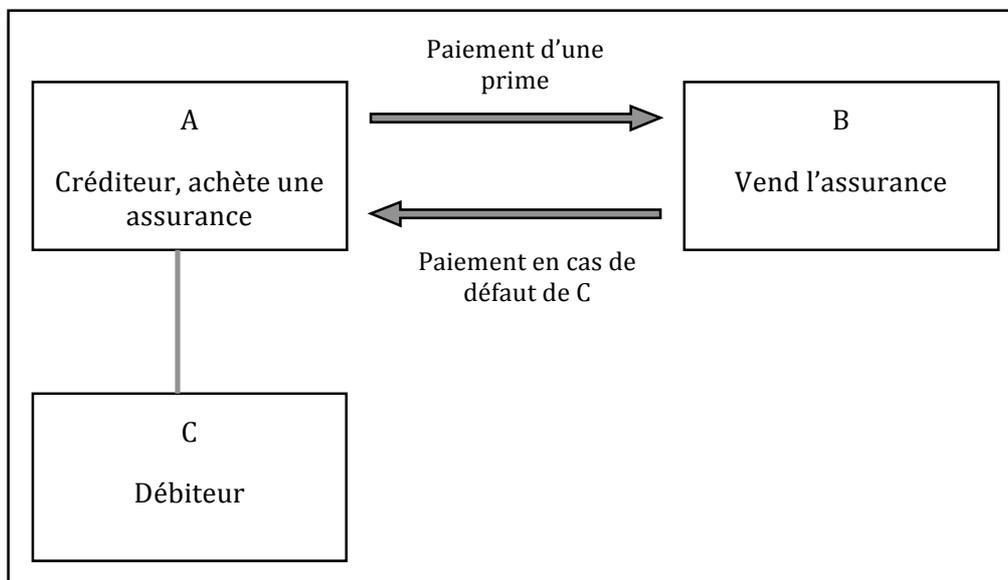
L'investisseur dans ce cas est bien entendu le prêteur qui a fait le choix de se retrouver à la fin de l'opération soit avec la somme prêtée augmentée des taux d'intérêts, soit avec une œuvre d'art. Il est donc important pour le prêteur d'être au fait du fonctionnement du marché de l'art pour, dans le cas où il reçoit l'œuvre parce que son client est en défaut de paiement, savoir qu'en faire et la valoriser au maximum. En effet, un investisseur ayant prêté contre une œuvre, même évaluée dans le contrat à sa juste valeur, qui n'est pas introduit dans le monde de l'art et ne sait pas comment vendre un tableau, fera nécessairement une mauvaise opération.

La principale limite de ce procédé tient à l'incertitude maximale qui pèse toujours, et malgré toutes les expertises, sur le prix d'une œuvre d'art. Le risque est donc très élevé pour le prêteur. En cas de retournement du marché de l'art, la combinaison presque inévitable du défaut de paiement du client et de la baisse du prix de l'œuvre forme un cocktail explosif pour le prêteur qui peut se retrouver en grandes difficultés.

De même que pour les avances faites aux marchands, comme dans le scandale Salender, ce procédé est aussi soumis au risque dû au secret qui règne sur le marché. Ainsi en avril 2009, les banques ABN Amro et JP Morgan et le Rijksmuseum d'Amsterdam se sont retrouvés tous trois propriétaires de la même œuvre, un tableau du XVII^e siècle de Gerrit Adriaensz Berckheyde. Le propriétaire précédent l'avait en effet donné en garantie contre deux prêts différents dans les deux banques, avant de le vendre au musée pour plusieurs millions d'euros quelques mois plus tard. Les trois parties auront mis 8 mois à découvrir le montage frauduleux.

L'Art CDS, une bonne idée ?

Certains économistes spécialistes de l'art comme placement, comme Rachel Campbell de l'Université de Maastricht, ont mené des recherches sur la possibilité d'appliquer aux œuvres d'art un outil utilisé couramment en finance pour se défaire du risque qui pèse sur un prêt : le *credit default swap* (CDS). Le CDS est un contrat financier passé entre un créancier (A) et un investisseur (B) par lequel le créancier s'assure contre le défaut de paiement de son débiteur (C). A paye une prime annuelle à B, et en cas de défaut de C, B rembourse à A la valeur de recouvrement du prêt (c'est-à-dire sa valeur sur le marché).



Le fonctionnement des credit default swaps

L'espoir que Rachel Campbell exprime dans une étude non publiée menée avec Christian Wiehenkamp est que la mise en place de CDS pour les prêts adossés aux œuvres d'art (des Art CDS ou ACDS) rende ces prêts plus efficaces et plus attractifs, notamment en permettant de dépasser la limite de 50% de la valeur de l'œuvre⁷³. Campbell et Wiehenkamp relèvent pourtant deux obstacles qui nous semblent majeurs. Le premier est que la validité du modèle des CDS dépend de la qualité des données sur lesquelles il est calculé, notamment en termes de

⁷³ Campbell R. et Wiehenkamp C., « Art Credit Default Swap Pricing », Maastricht University / Goethe University Frankfurt, 2008

volatilité et de dispersion. Or ces données sont justement imparfaites pour le marché de l'art, et vont le rester sur le long terme. Le second point est lié à ce que les économistes appellent l' « aléa moral ». En se défaussant du risque qui pèse sur les prêts qu'ils ont engagés, les crédateurs risquent de se comporter comme si ce risque n'existait plus dans la mesure où ils « passent la main » au vendeur du CDS (une partie du risque est transférée mais ne disparaît pas pour autant). Ce risque est d'autant plus vrai lorsque le prix des CDS est anormalement bas, comme c'était le cas jusqu'en 2007. Les CDS sont d'ailleurs pointés du doigt comme étant l'une des causes de la crise dite des *subprimes*.

Il n'est donc pas évident que le prêt contre les œuvres d'art se développe significativement, tant le risque qui pèse sur une œuvre d'art est difficile à mesurer.

III.2. L'argument de la diversification

L'un des atouts souvent cité pour l'investissement en art est qu'il serait découplé des marchés financiers et qu'il permettrait de diversifier efficacement un portefeuille.

III.2.1. La théorie du portefeuille de Markowitz

La théorie moderne du portefeuille, qui est, on l'a vu, la théorie la plus largement utilisée par les investisseurs, propose un modèle pour calculer la meilleure allocation des différents actifs au sein d'un portefeuille. Ce modèle a été développé par Harry Markowitz⁷⁴ et repose sur le « modèle d'équilibre des actifs financiers » (MEDAF, en anglais *Capital asset pricing model* ou CAPM).

Selon la théorie moderne du portefeuille, un investisseur possédant une somme d'argent donnée cherche à placer cette somme dans plusieurs actifs ayant chacun une rentabilité et une volatilité propre, afin de répartir le risque en maximisant

⁷⁴ Markowitz H., « Portfolio selection », *Journal of Finance*, 2, 1952, pp. 184-199

la rentabilité globale du portefeuille. En effet, en choisissant des actifs faiblement ou même négativement corrélés entre eux, il est possible de corriger la baisse des uns par la hausse des autres, et ainsi de réduire la volatilité totale. Chaque combinaison d'actifs possible peut être représentée dans un graphique présentant le risque (la volatilité) en abscisse et la rentabilité en ordonnée. Il est alors possible de tracer une courbe sur laquelle se situent les combinaisons d'actifs qui ont, pour un risque donné, la plus grande rentabilité, et pour une rentabilité donnée, le plus faible risque. Cette courbe est appelée frontière efficiente et constitue le cœur de la théorie de Markowitz. C'est sur cette frontière que l'investisseur, en fonction de sa plus ou moins grande aversion au risque, choisit alors l'allocation optimale de son portefeuille.

Pour l'investisseur, optimiser son portefeuille revient alors à rechercher à y incorporer des actifs faiblement corrélés à ceux qui y sont déjà présents tout en présentant une rentabilité satisfaisante. C'est ce qu'on appelle la diversification.

III.2.2. Le difficile calcul de la corrélation de l'art aux marchés financiers

La faible corrélation, un argument empirique

Les études économétriques ont eu le mérite de tester mathématiquement l'argument, souvent proposé par les acteurs du marché de l'art pour convaincre leurs clients d'acheter, selon lequel les prix de l'art sont faiblement corrélés, voire même corrélés négativement (ce qui signifierait que quand les prix des actions, par exemple, baissent, les prix de l'art augmentent) aux marchés d'actions. Le principe de la diversification par l'art est alors souvent avancé. Pourtant, ce n'est pas nécessairement parce qu'un actif est « exotique », c'est-à-dire inhabituel et différent, en nature, des actifs classiques, qu'il est intéressant pour un portefeuille de placement.

Les limites d'un outil statistique

Comme on l'a vu dans les différentes études menées sur la rentabilité de l'art (cf. annexe 3), la corrélation entre le marché de l'art et les marchés financiers est difficile à mesurer. Selon les méthodes et les données utilisées, les résultats sont très différents et ne permettent pas de trancher la question de la corrélation, que ce soit entre le marché de l'art et les marchés financiers ou bien entre les différents segments du marché de l'art.

En revanche, les études comme celle d'Olivier Chanel⁷⁵ concluant que les marchés financiers et le marché de l'art fonctionnent en décalage dans le temps – les marchés financiers étant la cause d'une grande partie des mouvements du marché de l'art – vont dans le sens de la faible corrélation, qui est une mesure à l'instant t . Le décalage d'un an entre les deux sphères laisse tout à fait le temps aux investisseurs de profiter d'une faible corrélation, si celle-ci existe.

Il n'est donc pas possible de conclure sur cette question de la corrélation, et ce toujours à cause des mêmes biais sur les données qui sont déjà les failles principales des études de rentabilité. En effet, les données disponibles sur le marché de l'art sont très hétérogènes (chaque œuvre est unique) et dispersées (la volatilité est très grande). Or, comme la corrélation est une mesure de moyenne, elle a d'autant plus de sens que les données sont resserrées et homogènes. De plus, on utilise ici des formules qui appliquent le même traitement à un actif effectivement disponible sur les marchés (*tradable*) et à un actif virtuel (*benchmark*), ce qui pose les mêmes problèmes que ceux évoqués dans la partie I.5.4. Pour l'art, donc, la corrélation mathématique telle qu'elle est utilisée en statistiques n'est toujours qu'une approximation assez grossière de la réalité.

⁷⁵ Chanel O., « Is art market behaviour predictable? », *European Economic Review*, vol. 39, 1995, pp. 519-527

Enfin, le modèle utilisé pour valoriser les actifs dans la théorie moderne du portefeuille, le MEDAF, repose sur une hypothèse extrêmement forte qui veut les marchés soient efficients. Or, ce n'est certainement pas le cas du marché de l'art.

III.2.3. L'efficacité de la diversification reste à prouver

Malgré les failles méthodologiques, Worthington et Higgs, dans l'étude déjà citée⁷⁶, se sont lancés dans la construction d'un portefeuille efficient selon la méthode de Markowitz.

Notons d'abord que si, comme le mesure Goetzmann, la corrélation entre les marchés financiers et le marché de l'art est élevée (0,78 entre l'art et le *London Stock Exchange* sur la période 1900-1986), alors le modèle de Markowitz exclura presque certainement l'actif art du portefeuille du fait de son mauvais ratio de Sharpe (rentabilité trop faible par rapport au risque). Ce n'est pas le cas de Worthington et Higgs qui eux trouvent une faible corrélation (par exemple 0,16 entre l'art et les actions de grandes entreprises, et -0,07 entre l'art et les obligations d'entreprises à long terme, sur la période 1976-2001).

Il est alors raisonnable de penser que l'art peut faire partie d'un portefeuille efficient, et c'est ce que teste la seconde partie de leur étude. Worthington et Higgs proposent de construire un portefeuille composé d'actions de petites et grandes entreprises, d'obligations d'entreprises à long terme, d'obligations d'Etat à long terme, de bons du Trésor, et d'art. Le résultat du modèle est clair : l'art ne rentre dans aucun des portefeuilles efficients, quel que soit le niveau de risque choisi. Comme l'expliquent les auteurs, malgré des corrélations très faibles aux différents actifs financiers choisis, l'art a des caractéristiques de risque et de rentabilité bien trop faibles par rapport aux autres actifs. A titre de comparaison, les actions de grandes entreprises ont un ratio de Sharpe de 0,56 alors que celui de l'art est de -0,35.

⁷⁶ Worthington A. and Higgs H., « Art as an investment: risk, return and portfolio diversification in major painting markets », *Accounting and Finance*, n°44, 2004

La conclusion en est donc que la diversification par l'actif art n'apporte aucun bénéfice au portefeuille.

Mais si l'on se refuse à accepter les conclusions trop optimistes des études de rentabilité du fait de leurs failles méthodologiques, il est logique de refuser tout autant les conclusions pessimistes de cette étude, ce que les auteurs eux-mêmes font en affirmant qu'avec des données plus précises et un échantillonnage plus fin, le résultat pourrait être différent. Quoi qu'il en soit, rien ne permet d'affirmer que l'art est un bon actif de diversification au sens des marchés financiers, ce dont un investisseur doit être conscient.

III.3. La distorsion du couple traditionnel risque - rentabilité

III.3.1. La base de réflexion de tout investisseur : risque et rentabilité

Comme nous l'avons déjà expliqué, l'investisseur rationnel fait son choix de placement en fonction de deux variables principales : la promesse de rentabilité et le risque qui y est attaché. L'investisseur frileux choisira des placements sûrs mais peu rentables (bons du trésor, obligations, etc.), et l'investisseur « tête brûlée » adoptera une attitude spéculative avec des placements très risqués mais avec l'espérance d'une très grande rentabilité.

Or, ce couple risque - rentabilité rencontre ses limites pour les œuvres d'art, notamment parce que le risque réel qui pèse sur le marché de l'art est considérablement plus grand que celui mesuré par la volatilité mathématique des prix. D'autre part, on l'a vu, le risque et la rentabilité mesurés par le MEDAF évoqué plus haut sont d'autant plus proches de la réalité que le marché concerné est efficient ce qui, à nouveau, n'est pas le cas du marché de l'art.

III.3.2. Le couple devient un triptyque : « Passion, risque et rentabilité »

Le rendement esthétique

Il convient alors d'insérer une troisième variable dans le choix de l'investisseur, variable qui est difficile à nommer : passion, plaisir ou encore rendement esthétique. En effet, le fait que l'art reste toujours de l'art implique de transformer le modèle classique et de prendre en compte le fait que l'utilité de l'investisseur pour son placement n'est plus seulement son aversion au risque mais également le plaisir qu'il retire du fait de posséder une œuvre. Malheureusement, il n'est pas possible de mesurer mathématiquement cette utilité. Les économistes des années 1970 et 1980, dans la foulée de leurs conclusions sur la faible rentabilité financière de l'art, ont parfois affirmé que le rendement esthétique d'une œuvre d'art était égal à la différence entre la rentabilité du placement dans l'œuvre et la rentabilité des actifs classiques. Ainsi John Stein a estimé le rendement esthétique à 1,6%⁷⁷. L'expression en pourcentages d'un plaisir esthétique semble pourtant nécessairement artificielle et approximative.

En revanche, le rendement esthétique – qui inclus dans notre définition l'impact social et de prestige que peut également rechercher l'acheteur – doit rentrer en compte dans la réflexion de tout investisseur, qui doit mesurer avant l'achat d'une œuvre si elle va lui plaire ou bien s'il compte uniquement la stocker dans un coffre. Dans le second cas alors, le rendement financier de l'œuvre et le risque qui y est associé doit le satisfaire et, dans le cas contraire, il doit se détourner de ce type de placement.

⁷⁷ Stein J., « The monetary appreciation of paintings », *Journal of political economy*, vol. 85, 1977

Un concept qui ne rentre dans aucun modèle classique

Pour autant, la notion de « rendement esthétique » semble atteindre rapidement ses limites dès lors qu'on veut l'incorporer comme variable d'un modèle économique. En effet, contrairement à l'argent issu des rendements financiers, le rendement esthétique ne se capitalise pas et, lorsque l'investisseur se sépare de l'œuvre et fait ses comptes, il ne reste vraiment que l'argent. *Ex post*, donc, seul le rendement financier semble pouvoir être comptabilisé. En allant plus loin, on peut même ajouter que si le propriétaire de l'œuvre l'aime beaucoup, il risque de trouver déplaisant de s'en séparer, même s'il réalise un profit. On pourrait donc diminuer le rendement financier d'une utilité négative perçue à la cession.

Pour conclure, la notion de rendement esthétique reste un concept difficilement palpable pour l'investisseur, mais pourra entrer en compte dans la définition de ses objectifs, dont nous pensons qu'elle apportera une meilleure évaluation du placement en art (cf. *infra*, partie III.4.2.).

III.4. Le besoin de nouveaux modèles

L'application parfois trop systématique de notions venues de la finance classique rencontre rapidement ses limites, et oblige les professionnels de l'art comme investissement à trouver de nouveaux modèles pour une discipline qui en est toujours à ses balbutiements.

III.4.1. D'insurmontables résistances

Quelles que soient les évolutions futures du marché de l'art, il convient de rappeler ici ce qui ne changera pas et fera toujours de l'art un placement à part – au mieux, une « semi classe » d'actifs.

Un marché inefficent

L'asymétrie d'information qui règne sur le marché de l'art ne pourra en aucun cas être totalement levée, du moins tant qu'il n'y aura pas plus de régulation. En effet, on l'a vu, la maîtrise du savoir procure un pouvoir de marché presque imbattable, de sorte que les « initiés » n'ont aucune raison d'y renoncer.

Second point difficilement surmontable, l'hétérogénéité des œuvres d'art continuera à être un obstacle à la normalisation du marché. Deux tableaux ne deviendront jamais aussi substituables que deux actions, ce qui empêche le marché de progresser vers une véritable efficience.

Ensuite, la liquidité des œuvres d'art n'a que peu de chances d'augmenter. Elle progresse temporairement lorsque la richesse et la trésorerie des acheteurs d'art augmentent, notamment à la suite de bulles boursières, ce qui a pour effet d'accélérer la fréquence des transactions. Sur le long terme cependant, il sera toujours plus long et plus cher de céder une œuvre que de céder un titre financier ou une commodité.

Un marché secret

Quatrième difficulté, les ventes de gré à gré et le premier marché restent largement opaques. Marchés secrets et difficiles à appréhender, les échanges d'œuvres d'art hors vente aux enchères empêcheront toujours de saisir le marché de l'art dans sa globalité et permettront sans cesse la création de poches d'inefficience, que ce soit entre deux marchés géographiques distincts ou entre deux réseaux de vendeurs et d'acheteurs. A moins d'obliger par la loi galeries et marchands à publier les résultats de leurs transactions, les rumeurs et les promesses seront toujours reines et empêcheront les investisseurs d'être parfaitement sûrs de ce qu'ils achètent et du prix qu'ils payent. Il est en effet difficile de savoir ce qu'est « le prix du marché » pour une œuvre : est-ce celui atteint dans une vente aux enchères où deux collectionneurs rivaux ont fait anormalement monter les prix ? est-ce celui proposé par un marchand sur son

stand à une foire internationale alors qu'un concurrent propose une œuvre similaire du même artiste 20% moins cher à quelques mètres de là ?

L'annexe 4 montre les ventes publiques d'œuvres de Zao Wou-Ki entre décembre 2006 et décembre 2008, répondant à ces critères : huile sur toile, hauteur comprise entre 80 et 100 cm, largeur comprise entre 115 et 130 cm. Lequel des prix obtenus est celui du marché quand, le même soir du 1^{er} décembre 2008, dans la même ville de Hong Kong, deux œuvres très proches sont parties l'une pour plus d'un million de dollars et l'autre pour 650 000, soit un écart de prix de 64% ?

L'irréductible poésie de l'art

Enfin, il nous semble important de rappeler que, malgré toutes les tentatives d'objectivation de l'œuvre d'art, on ne peut ignorer que l'art reste de l'art. En effet, il est selon nous impossible, ou alors déraisonnable, d'occulter complètement ce qu'est une œuvre d'art, c'est-à-dire un objet unique dont la portée dépasse tout cadre théorique : une œuvre d'art est à la fois un discours et quelque chose d'indicible. Un investisseur pourra bien sûr se désintéresser totalement de la part esthétique et poétique de l'œuvre qu'il acquiert, mais il devra toujours prendre cette dimension en compte pour l'évaluer car d'autres que lui accordent de la valeur à cet irrationnel. Ainsi, là où le blé, le pétrole ou les actions deviennent uniquement des dollars et disparaissent, sur les marchés, derrière leur prix, l'œuvre d'art reste.

Toutes ces failles structurelles du marché rendent, on l'a vu, la tâche difficile aux études économétriques qui tentent de donner une lecture rationnelle et « classique » de la rentabilité et de la valeur de l'art. La particularité du marché de l'art opposera sans cesse une résistance farouche à des modèles financiers plaqués un peu artificiellement, et demande de la part des investisseurs d'inventer d'autres moyens d'appréhender l'art comme placement.

III.4.2. L'objectif de l'investisseur

La théorie postmoderne du portefeuille que nous avons évoquée plus haut apporte des éléments très intéressants à l'art comme investissement. En effet, cette théorie insiste sur les objectifs que se fixe l'investisseur et en tire deux conclusions. D'abord, le risque pour l'investisseur est aussi le risque de ne pas atteindre ses objectifs. Voilà qui complète efficacement la notion de risque telle que nous l'avons évoquée jusqu'à maintenant. Il ne s'agit plus simplement de volatilité et de risque matériel, mais bien un risque mesuré par rapport à un référentiel personnel. Le deuxième point important est que la théorie postmoderne du portefeuille propose un nouvel indicateur, le *minimum acceptable return* ou MAR (rentabilité minimale acceptable), au lieu de la rentabilité moyenne qui est habituellement utilisée comme outil de comparaison. L'investisseur ne compare plus la performance de son placement à la moyenne du marché mais au taux qu'il s'est fixé *ex ante*.

Concrètement, l'investisseur en art, au lieu de vouloir un placement aussi performant que ceux faits sur les marchés financiers, se fixe un objectif de rendement en plus d'éventuels objectifs qualitatifs. Ce modèle permet alors de réintégrer la notion de rendement esthétique, que chaque investisseur doit alors définir et se fixer comme objectif. De cette façon, l'investisseur accepte une rentabilité éventuellement inférieure à celle d'autres placements risqués dans la mesure où il atteint le but qu'il s'était fixé.

III.4.3. L'étude comportementaliste du marché de l'art

Une nouvelle lecture des marchés d'échange

Comme nous l'avons évoqué plus haut, le marché de l'art est un marché sur lequel de forts mécanismes sont en action, à l'instar du mimétisme informationnel qui en est l'un des plus évidents. Constatant la relative faiblesse des modèles économiques et financiers classiques (en particulier l'hypothèse des marchés efficients et le modèle d'espérance de l'utilité) pour expliquer le

fonctionnement des marchés financiers organisés et OTC (*over the counter*, de gré à gré), des économistes ont développé de nouveaux modèles qui auront mis plusieurs décennies à intéresser réellement les acteurs de la finance. Ces modèles sont partis des anomalies du marché pour étudier les comportements des agents, et sont regroupés dans la discipline d'économie comportementaliste (*behavioral economics*). La discipline a été récompensée par le prix Nobel de Daniel Kahneman, l'un de ses principaux concepteurs, en 2002.

Comme nous avons pu le constater, les limites des modèles classiques appliqués au marché de l'art sont encore plus flagrantes que sur les marchés financiers. Il est donc légitime – et à notre avis essentiel – de s'intéresser à ces modèles pour comprendre le fonctionnement du marché et l'attitude à adopter pour un investisseur.

Ainsi, selon l'économie comportementaliste, il y a aussi bien des agents rationnels que des agents irrationnels sur un marché. De plus, le comportement des agents rationnels ne permet pas nécessairement de compenser le comportement des agents irrationnels, de sorte que les marchés sont effectivement inefficients. Sur le marché de l'art, alors, il ne faut plus chercher un « prix du marché » ou un « point d'équilibre » mais plutôt comprendre que les prix des œuvres d'art sont le résultat des anticipations croisées d'acheteurs rationnels et d'acheteurs irrationnels. Ce cadre théorique correspond tout à fait à la nature intrinsèque de l'œuvre d'art qui comporte une forte dose d'incertitude.

Heuristiques et biais

Les économistes comportementalistes ont identifié plusieurs attitudes récurrentes (heuristiques) chez les investisseurs, dont la plupart ont été définies et testées par Amos Tversky et Daniel Kahneman⁷⁸.

⁷⁸ Tversky A., Kahneman D., « Judgement under uncertainty: heuristics and biases », *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157, 1974, pp. 1124-1131

Celle dont la validité est la plus évidente pour le marché de l'art est l'« heuristique d'ancrage » ou « heuristique d'ajustement » (*anchoring heuristic*). Dans une situation où ils n'ont aucune idée précise sur une valeur, les individus ont tendance à commencer par chercher un point de référence artificiel puis à ajuster leur estimation à partir de ce point. Pour les œuvres d'art, dont l'estimation comporte la plus grande part d'irrationnel et de subjectif, l'heuristique d'ajustement fait que les experts ou les investisseurs se donnent une valeur fictive de l'œuvre en fonction d'un référentiel qui n'est pas valide (prix d'une œuvre précédemment passée aux enchères, ou bien de même taille, ou encore du même artiste).

La seconde heuristique caractéristique du marché de l'art est l'« heuristique de disponibilité » (*availability heuristic*). C'est un biais qu'adopte l'individu lorsque, pour prendre une décision dans une situation d'incertitude, il ne se réfère qu'aux informations qui lui sont immédiatement disponibles et leur accorde en conséquence une importance démesurée. Pour un investisseur en art, cette attitude consiste donc à considérer comme base de sa réflexion les événements les plus récents sur le marché, comme le nouveau record d'un artiste en vente aux enchères par exemple. Il se dit alors qu'il est peut être temps de vendre et se sépare d'une ou plusieurs œuvres de l'artiste. Il risque fort d'être déçu, car beaucoup des facteurs qui entraînent un record ne sont pas reproductibles (par exemple, l'apparition sur le marché d'une œuvre longtemps cachée). L'heuristique de disponibilité provoque un autre biais, qui consiste à se fonder sur l'historique récent du marché pour bâtir un schéma futur sur le long terme. C'est dans ce biais que tombent ceux qui considèrent le prix record atteint par telle œuvre et voient immédiatement dans l'artiste concerné une « valeur sûre » de placement pour l'avenir.

Troisième phénomène récurrent, l'« heuristique de représentativité » (*representativeness heuristic*) est un phénomène selon lequel les individus voient les événements comme des schémas classiques ou représentatifs quand bien même ils ne le sont pas. Les études des économistes comportementalistes ont montré que face à n'importe quel événement, l'esprit humain cherche à se

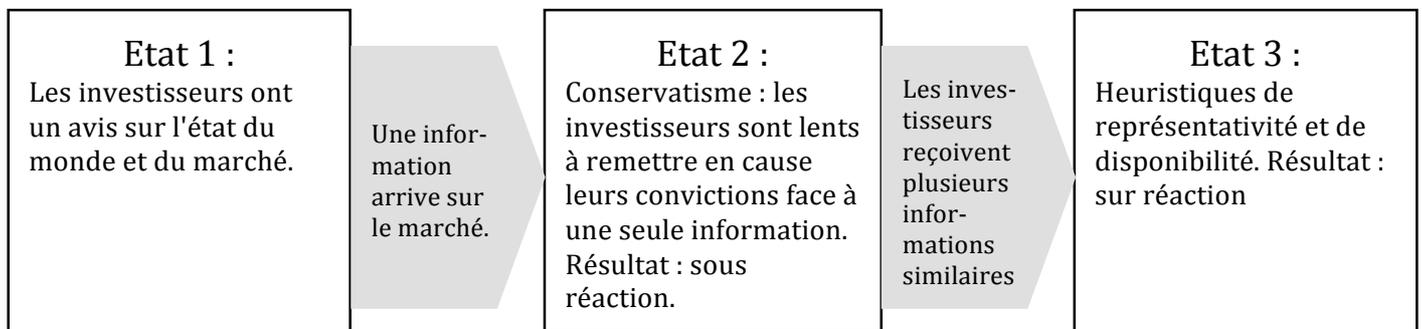
rattacher à des cadres prédéfinis qu'il connaît déjà. L'investisseur en art peut refuser de voir qu'une situation est nouvelle et inédite, et reproduit alors un modèle qui ne convient pas. Il cherchera par exemple à valoriser une œuvre d'art conceptuel de la même manière qu'un tableau ou une sculpture « classique », alors que la première est une idée (et dans ce cas, qu'achète-t-on ?) là où les seconds sont des objets.

Enfin, les économistes comportementalistes ont également mesuré le « biais d'engagement » (*commitment bias*), selon lequel les investisseurs, mis face à des preuves irréfutables, refusent d'admettre que leur jugement était mauvais. Sur le marché de l'art où, on l'a vu, l'empathie des investisseurs avec leur placement est probablement la plus forte, ce biais fonctionne tout à fait. En effet, dans un domaine où, même pour l'investisseur le plus rationnel, l'effet de snobisme est très fort, un investisseur aura du mal à reconnaître qu'il a choisi un mauvais artiste. Cela revient en effet à dire qu'il a eu mauvais goût ou qu'il a fait preuve d'amateurisme. Ainsi, face à la baisse de la cote d'un artiste de son portefeuille ou même à sa disparition du marché, l'investisseur a tendance à retarder le moment où il devra réorienter ses placements. Pire, il peut même se dire, seul contre le marché, que ce sont les autres qui se trompent et que l'artiste en question finira par être reconnu.

Ces différents biais ne sont pas systématiquement mauvais conseillers et peuvent parfois conduire à prendre les bonnes décisions. Par exemple, les observateurs et les investisseurs qui ont vu dans l'augmentation des prix du marché en 2007 et 2008 une reproduction de la bulle spéculative de 1990 ont peut-être comparé deux phénomènes différents (la première bulle intervenant surtout sur l'impressionnisme et l'art moderne, la seconde sur l'art contemporain), mais ils ont pu prévoir le retournement rapide du marché en 2009. Ainsi, si certaines des heuristiques citées ici sont peu rationnelles (notamment l'heuristique d'ancrage et le biais d'engagement), d'autres correspondent au contraire à des comportements rationnels et il est normal pour un investisseur de les suivre, comme le mimétisme informationnel (cf. *supra*, partie I.2.3.).

Sous réaction et sur réaction

L'une des applications pratiques des heuristiques en économie comportementaliste est celle qu'a proposée Richard Thaler, qui a développé un modèle qui explique les mouvements de prix non plus comme une correction progressive des anomalies du marché mais comme une succession de sous réactions et de sur réactions aux informations données au marché. Le schéma est le suivant :



La compréhension de tels mécanismes par les acteurs du marché de l'art, et en particulier par un investisseur, peut leur permettre de mieux évaluer les risques et d'ajuster leurs positions en conséquence.

Les modèles comportementalistes et la théorie postmoderne du portefeuille partagent le même défaut : aucun n'a été capable de proposer un paradigme de remplacement des théories financière classiques. Concrètement, là où la théorie moderne propose des modèles financiers et quantitatifs précis, l'économie comportementaliste n'offre que des modèles qualitatifs non chiffrés, ou bien des modèles mathématiques encore expérimentaux. Il faut donc admettre que, pour le moment, il n'y a pas d'application opérationnelle possible de ces modèles pour l'art comme investissement. En revanche, elles permettent de comprendre pourquoi les théories classiques échouent à expliciter le marcher de l'art, ce qui est déjà une avancée importante. Si nous sommes convaincus que l'art ne pourra pas devenir une classe d'actif comme les autres, la rationalité intrinsèquement

limitée du marché de l'art justifie que l'investissement en art ne pourra pas se passer de modèles mathématiques qui restent à inventer.

Conclusion

L'art comme investissement, au fil des études économétriques et d'expériences plus ou moins heureuses, en particulier celles des fonds d'investissement en art, semble acquérir de plus en plus de pertinence. La discipline impose cependant de bien comprendre le fonctionnement du marché de l'art et de prendre conscience de ses inefficiences intrinsèques. L'œuvre d'art comme classe d'actif à part entière reste une illusion, et l'art résistera toujours à des modèles financiers inadaptés.

Il semble donc qu'on n'investisse pas dans l'art au sens d'un placement financier classique, mais que la démarche de placer de l'argent sur le marché de l'art dans l'espoir de le voir fructifier soit particulière. Elle demande de la part de l'investisseur de définir *ex ante* son objectif en termes de prise de risque et de rentabilité financière et esthétique. Au cours de la période de détention, elle demande également une participation active à la vie de son investissement, activité dont le coût doit être pris en compte.

En dernière analyse, la professionnalisation et la généralisation de l'investissement en art passent par une approche pluridisciplinaire dépassant le seul cadre de la finance et empruntant de nouveaux modèles à la sociologie et à l'économie.

Bibliographie

Ouvrages et études

- AKERLOFF G., « The market for lemons : quality uncertainty and the market mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, pp. 488-500
- BAUMOL W. J., « Unnatural value, or art investment as a floating crap game », *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 10-14
- CAMPBELL R. et WIEHENKAMP C., « Art Credit Default Swap Pricing », Maastricht University / Goethe University Frankfurt, 2008
- CHANEL O., GERARD-VARET L.A. and GINSBURGH V., « Prices and Returns on Paintings: An Exercise on How to Price the Priceless », *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, vol. 19, 1994, pp. 7-21
- CHANEL O., « Is art market behaviour predictable? », *European Economic Review*, vol. 39, 1995, pp. 519-527
- FITZGERALD, M. C., « Skin Games », *Art in America*, No. 80, février 1992, pp. 70-83
- FREY B. et POMMEREHNE W., « Is art such a good investment ? », *The Public Interest*, n°91, printemps 1988, pp. 79-86
- FREY B. et POMMEREHNE W., « Art investment: an empirical inquiry », *Southern Economic Journal*, Vol. 56, 1989, pp. 396-409
- GOETZMANN W., « Accounting for Taste: Art and the Financial Markets Over Three Centuries », *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 5, 1993, pp. 1370-1376
- GRAMPP, W., *Pricing the Priceless: Art, Artists and Economics*, New York, Basic Books, 1989
- KEHNEMAN D., TVERSKY A., « Judgement under uncertainty: heuristics and biases », *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157, 1974, pp. 1124-1131
- MARKOWITZ H., « Portfolio selection », *Journal of Finance*, 2, 1952, pp. 184-199
- MEI J. and MOSES M., « Art as an investment and the underperformance of masterpieces », *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, 2002, pp. 1656-1668
- MOULIN R., *L'Artiste, l'institution et le marché*, Paris, Flammarion, 1992
- MOULIN R., *Le marché de l'art*, Paris, Champs Flammarion, 2003
- MOUREAU N. et SAGOT-DUVAUROUX D., *Le marché de l'art contemporain*, Paris, La Découverte, Collection Repères, 2006
- QUEMIN A., *L'art contemporain international : entre les institutions et le marché (le rapport disparu)*, Nîmes, Jacqueline Chambon / Artprice, 2002

- RALEVSKI O., « Hedging the Art Market: Creating Art Derivatives », University of Edimburgh, 2008
- RENNEBOOG L. and SPAENJERS C., « Buying beauty: on prices and returns in the art market », Tilburg University, 2009
- ROUGET B., SAGOT-DUVAUROUX D. et PFLIEGER S., *Le marché de l'art contemporain en France, prix et stratégies*, Paris, La Documentation Française, 1991
- SCHMITT J.-M., *Le marché de l'art*, Paris, La Documentation Française, 2008
- SORTINO F., SATCHELL S. et al., *Managing downside risk in financial markets: Theory, practice and implémentation*, Butterworth-Heinemann, 2001
- STEIN J., « The monetary appreciation of paintings », *Journal of political economy*, vol. 85, 1977, pp. 1021-1035
- THOMPSON D., *The \$12 million stuffed shark*, London, Aurum, 2008
- WORTHINGTON A. and HIGGS H., « Art as an investment: risk, return and portfolio diversification in major painting markets », *Accounting and Finance*, n°44, 2004, pp. 257-271

Articles de presse

- « A New York, le marché des jeunes artistes est gagné par la fièvre », *Le Monde*, 12 avril 2005
- « The state of art funds », *artnet Magazine*, 14 septembre 2005
- « Art funds struggling », *The Art Newspaper*, 20 septembre 2005
- « The Deal of the Art », *Bloomberg Markets*, March 2006
- « Interview avec Philip Hoffman, gérant de The Fine Art Fund », *Gestions Alternatives Magazine*, No. 8, Novembre-Décembre 2007
- « Fonds commun de placement en art ; un véhicule haut de gamme proposé par la SGAM », *L'AGEFI*, 29 février 2008
- « Alternatives: Value for Monet ? », *FT.com*, 27 mars 2008
- « The fine art of investing », *FT Adviser (Financial Times)*, 24 novembre 2008
- « Investing in art », *The Times*, 16 décembre 2008
- « Interview with Olivier Maman, Investment Manager, SGAM AI Art Fund », *Fine Art Wealth Management*, 2008
- Le Guide 2008 du marché de l'art*, Le Figaro / Beaux-Arts Magazine, 2008
- « Is anybody buying art these days ? », *The New York Times*, 1^{er} mars 2009

Internet

LVMH, site du groupe, www.lvmh.com

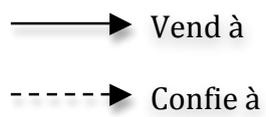
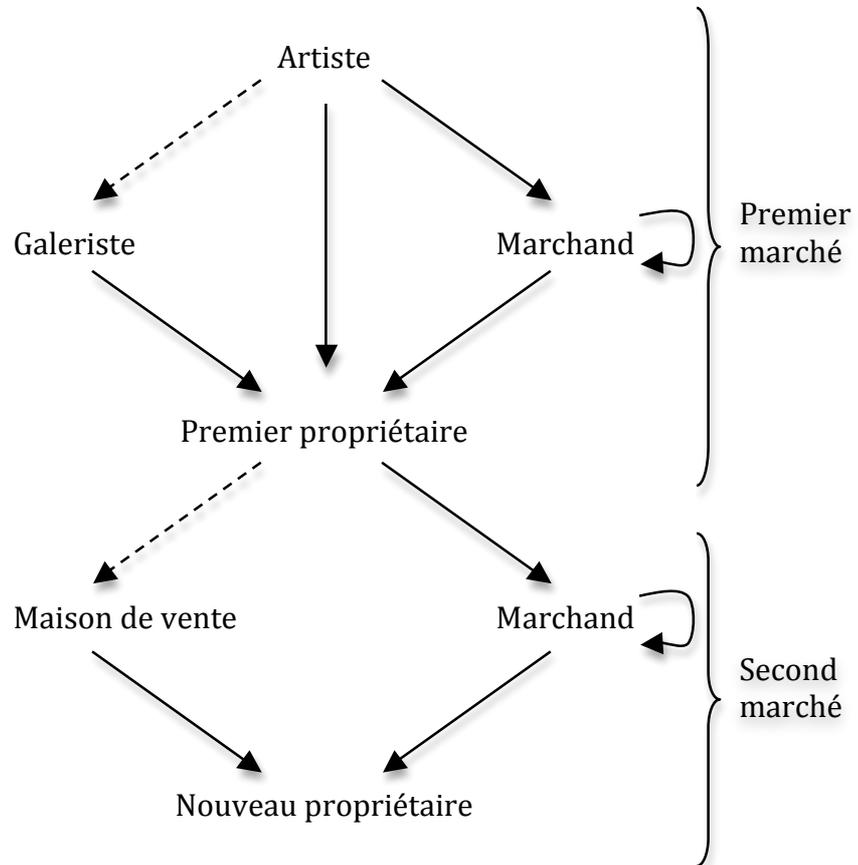
Osian's Art Fund, site d'Osian's, www.osians.com

Conférence

« La valeur et le prix des œuvres d'art », Collège des Bernardins, Paris, 24 mars 2009

Annexes

Annexe 1 : Structure simplifiée du marché de l'art



Annexe 2a : le Kunstkompass 2008

Source : <http://www.manager-magazin.de>

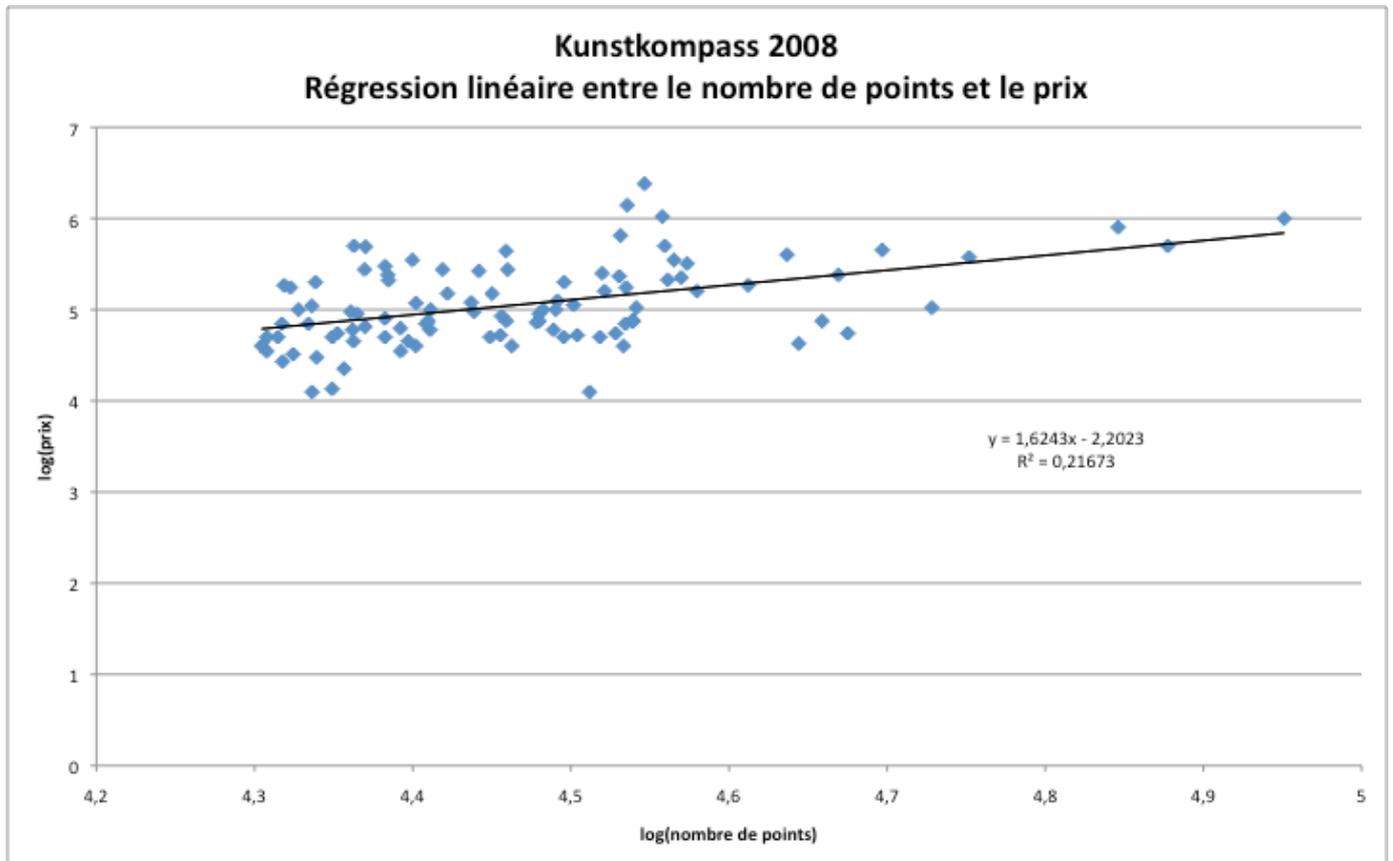
Les deux dernières colonnes (prix moyen et prix par point) ont été ajoutées et ne figurent pas dans le Kunstkompass.

Rang 2008	Rang 2007	Nom	Naissance	Pays	Média	Points totaux	Points supplémentaires	Galerie	Prix (k€)	Prix moyen (k€)	Prix par point
1	1	Richter, Gerhard	1932	D	Peinture	89365	15375	Goodman	800-1200	1000	11,19
2	2	Nauman, Bruce	1941	USA	Performance, Video-Art	75425	13425	Fischer	450-550	500	6,63
3	3	Polke, Sigmar	1941	D	Peinture	70155	11325	Werner	700-900	800	11,40
4	7	Baselitz, Georg	1938	D	Peinture	56480	16500	Ropac	350-400	375	6,64
5	4	Trockel, Rosemarie	1952	D	Art conceptuel	53500	5700	Sprüth/Magers	60-150	105	1,96
6	5	Bourgeois, Louise	1911	USA	Sculpture	49765	7425	Greve	300-600	450	9,04
7	6	Sherman, Cindy	1954	USA	Photographie	47335	5925	Sprüth/Magers	30-80	55	1,16
8	8	Kelley, Mike	1954	USA	Art critique	46690	8775	Jablonka	180-300	240	5,14
9	9	Eliasson, Olafur	1967	DK	Sculpture, Installation	45595	9375	Neugerriemschneider	50-100	75	1,64
10	10	Kentridge, William	1955	ZA	Dessin, Film	44066	8286	Goodman	30-55	42,5	0,96
11	12	Kiefer, Anselm	1945	D	Peinture	43320	9150	Ropac	300-500	400	9,23
12	11	Schütte, Thomas	1954	D	Sculpture	40940	6300	Fischer	170-200	185	4,52
13	14	Viola, Bill	1951	USA	Video-Art	38000	4500	Kukje	120-200	160	4,21
14	39	Cattelan, Maurizio	1960	I	Installation	37455	10950	Goodman	190-450	320	8,54
15	20	Barney, Matthew	1967	USA	Sculpture, Art numérique	37135	5850	Gladstone	50-400	225	6,06
16	16	Ruscha, Ed	1937	USA	Pop-Art	36750	4200	Waddington	300-400	350	9,52
17	15	Gordon, Douglas	1966	GB	Video-Art	36420	3075	Lisson	125-300	212,5	5,83
18	28	Hirst, Damien	1965	GB	Peinture, Sculpture	36255	7200	White Cube	400-600	500	13,79
19	42	Serra, Richard	1939	USA	Sculpture	36130	9075	m	900-1200	1050	29,06
20	33	Johns, Jasper	1930	USA	Pop-Art	35205	6525	Castelli	800-4000	2400	68,17
21	19	Rist, Pipilotti	1962	CH	Video-Art	34790	2850	Hauser & Wirth	85-125	105	3,02
22	37	Fischli/Weiss	1952/46	CH	Video-Art	34640	7425	Sprüth/Magers	50-100	75	2,17
23	45	Weiner, Lawrence	1942	USA	Art conceptuel	34585	8175	Fischer	60-90	75	2,17
24	27	Twombly, Cy	1928	USA	Peinture	34330	5100	Greve	1200-1600	1400	40,78
25	23	Gursky, Andreas	1955	D	Photographie	34275	4275	Sprüth/Magers	100-250	175	5,11
26	29	Demand, Thomas	1964	D	Photographie	34245	5175	Sprüth/Magers	50-90	70	2,04
27	17	Boltanski, Christian	1944	F	Installation	34140	1875	Klüser	30-50	40	1,17
28	36	Koons, Jeff	1955	USA	Peinture, Performance	33995	6150	Hetzler	500-800	650	19,12
29	30	Wall, Jeff	1946	CDN	Photographie	33930	4950	Johnen + Schöttle	75-390	232,5	6,85
30	18	Ruff, Thomas	1958	D	Photographie	33760	1950	Johnen + Schöttle	30-80	55	1,63
31	21	McCarthy, Paul	1945	USA	Art critique	33215	2850	Hauser & Wirth	120-200	160	4,82
32	22	Kabakov, Ilya und Emilia	1933/45	RUS	Installation	33100	2325	Ropac	200-300	250	7,55
33	24	West, Franz	1947	A	Performance, Mobilier	32985	2850	Grässlin	40-60	50	1,52
34	25	Pettibon, Raymond	1957	USA	Dessin	32500	2925	Contemporary Fine Arts	10-15	12,5	0,38
35	48	Alys, Francis	1959	B	Art numérique	31920	6450	Kilchmann	35-70	52,5	1,64
36	43	Baldessari, John	1931	USA	Photographie	31755	5175	Sprüth/Magers	75-150	112,5	3,54
37	40	Rauch, Neo	1960	D	Peinture	31320	4875	Eigen + Art	160-240	200	6,39
38	31	Neshat, Shirin	1957	IRN	Art numérique	31295	2850	Gladstone	30-70	50	1,60
39	35	Gilbert & George	1943/42	GB	Art conceptuel	31010	3075	Jablonka	100-150	125	4,03
40	34	Höllner, Carsten	1961	D	Installation	30940	2475	Schipper	80-120	100	3,23
41	32	Huyghe, Pierre	1962	F	Art numérique	30830	2475	Schipper	50-70	60	1,95
42	50	Buren, Daniel	1938	F	Art conceptuel	30370	4500	van der Koelen	80-120	100	3,29
43	41	Struth, Thomas	1954	D	Photographie	30200	3300	Hetzler	80-100	90	2,98
44	55	Holzer, Jenny	1950	USA	Art critique	30195	6300	Sprüth/Magers	50-100	75	2,48
45	44	Hatoum, Mona	1952	GB	Installation, Performance	30080	3525	White Cube	55-90	72,5	2,41
46	51	Rehberger, Tobias	1966	D	Sculpture, Installation	29020	3900	Grässlin	30-50	40	1,38
47	69	Prince, Richard	1949	USA	Peinture, Collage	28845	7725	Jablonka	150-400	275	9,53
48	47	Orozco, Gabriel	1962	MEX	Art conceptuel	28790	2550	Crousel	50-100	75	2,61
49	38	Christo und Jeanne-Claude	1935/35	USA	Emballage	28775	1650	Nothelfer	280-600	440	15,29
50	56	Knoebel, Imi	1940	D	Peinture, Installation	28590	5025	Grässlin	70-100	85	2,97
51	57	Hirschhorn, Thomas	1957	CH	Installation, Sculpture	28540	5025	Arndt & Partner	35-70	52,5	1,84
52	46	Graham, Dan	1942	USA	Art conceptuel	28195	1800	Johnen + Schöttle	130-170	150	5,32
53	49	Förg, Günther	1952	D	Peinture, Sculpture	28115	2025	Capitain	40-60	50	1,78
54	58	Gober, Robert	1954	USA	Art conceptuel	27665	4575	Hetzler	230-300	265	9,58
55	70	Schneider, Gregor	1969	D	Installation	27465	6825	Campana	70-120	95	3,46
56	66	Horn, Rebecca	1944	D	Installation, Performance	27355	6150	Lelong	110-130	120	4,39
57	59	Kounellis, Jannis	1936	GR	Arte Povera	26425	3300	Klüser	140-160	150	5,68
58	64	Kelly, Ellsworth	1923	USA	Peinture	26240	4875	Strelow	250-300	275	10,48
59	85	Walker, Kara	1969	USA	Art critique	25785	6675	Sikkema Jenkins & Co.	50-150	100	3,88
60	52	Bonvicini, Monica	1965	I	Installation	25765	1275	Fontana	40-80	60	2,33
61	53	Ackermann, Franz	1963	D	Peinture	25690	1575	Neugerriemschneider	50-100	75	2,92
62	54	Uecker, Günther	1930	D	Zero	25615	1425	Storms	60-80	70	2,73
63	90	Genzken, Isa	1948	D	Mixed Media	25240	6675	Buchholz	85-150	117,5	4,66
64	68	Bock, John	1965	D	Installation, Performance	25235	4350	Klosterfelde	30-50	40	1,59
65	74	Doig, Peter	1959	GB	Peinture	25110	4800	Comtemporary Fine Arts	300-400	350	13,94
66	76	Meese, Jonathan	1970	D	Peinture, Installation	24960	4725	Comtemporary Fine Arts	30-60	45	1,80
67	80	Abramovic, Marina	1946	SRB	Performance	24685	4500	Kelly	30-40	35	1,42
68	61	+Tiravanija, Rirkrit	1961	T	Sculpture, Installation	24675	2625	Neugerriemschneider	45-80	62,5	2,53
69	71	Dumas, Marlene	1953	NL	Peinture	24251	3411	Zeno X	120-300	210	8,66
70	67	Tuymans, Luc	1958	B	Peinture	24225	3300	Zeno X	160-320	240	9,91

Investit-on dans l'art ?

Rang 2008	Rang 2007	Nom	Naissance	Pays	Média	Points totaux	Points supplémentaires	Galerie	Prix (k€)	Prix moyen (k€)	Prix par point
71	60	Oldenburg, Claes	1929	USA	Pop-Art	24130	1350	Waddington	280-320	300	12,43
72	81	Rainer, Arnulf	1929	A	Peinture	24125	4350	m	70-90	80	3,32
73	72	Calle, Sophie	1953	F	Installation	24125	3450	Arndt & Partner	30-70	50	2,07
74	63	Hamilton, Richard	1922	GB	Pop-Art	23455	2025	Gagosian	380-600	490	20,89
75	77	Graham, Rodney	1949	CDN	Art numérique	23435	3375	Johnen + Schöttle	30-100	65	2,77
76	82	Whitread, Rachel	1963	GB	Sculpture	23420	3675	Gagosian	200-350	275	11,74
77	84	Fritsch, Katharina	1956	D	Performance	23165	3375	White Cube	60-120	90	3,89
78	73	Hockney, David	1937	GB	Pop-Art	23060	2175	Juda	300-700	500	21,68
79	102	Sugimoto, Hiroshi	1948	J	Photographie	23045	5850	Fraenkel	30-60	45	1,95
80	62	Becher, Bernd u. Hilla	1931-2007/34	D	Photographie	23015	1350	Sonnabend	55-65	60	2,61
81	75	Smith, Kiki	1954	USA	Sculpture	22955	2475	Lelong	70-120	95	4,14
82	106	Feldmann, Hans-Peter	1941	D	Photographie/Performance	22730	5700	Johnen + Schöttle	15-30	22,5	0,99
83	101	Gillick, Liam	1964	GB	Installation	22505	5250	Hetzler	30-80	55	2,44
84	93	Pernice, Manfred	1963	D	Installation	22345	4125	Neu	40-60	50	2,24
85	118	Tillmans, Wolfgang	1968	D	Photographie	22340	6300	Buchholz	10-17	13,5	0,60
86	79	Dean, Tacita	1965	GB	Mixed Media	21840	1950	Frith Street	20-40	30	1,37
87	83	Darboven, Hanne	1941	D	Art conceptuel	21805	2250	Fischer	180-220	200	9,17
88	86	Sierra, Santiago	1966	E	Art critique	21695	2775	Kilchmann	10-15	12,5	0,58
89	88	Wurm, Erwin	1954	A	Performance	21690	2850	Krinzinger	70-150	110	5,07
90	78	Pardo, Jorge	1963	C	Installation, Architecture	21580	1425	Capitain	60-80	70	3,24
91	87	Horn, Roni	1955	USA	Photographie, Sculpture	21275	2025	Jablonka	90-110	100	4,70
92	65	Dijkstra, Rineke	1959	NL	Photographie	21105	0	Hetzler	20-45	32,5	1,54
93	92	Lüpertz, Markus	1941	D	Peinture, Sculpture	21025	2100	Werner	150-200	175	8,32
94	91	Cragg, Tony	1949	GB	Sculpture	20830	1875	Buchmann	150-220	185	8,88
95	98	Sala, Anri	1974	AL	Art critique	20785	2625	Johnen + Schöttle	9-45	27	1,30
96	99	Pistoletto, Michelangelo	1933		Arte Povera	20765	2925	Tanit	50-90	70	3,37
97	94	Oursler, Tony	1957	USA	Video-Art	20640	2325	Lisson	40-60	50	2,42
98	109	Morris, Sarah	1967	GB	Peinture/ Film	20320	3600	Hetzler	30-70	50	2,46
99	89	Slominski, Andreas	1959	D	Performance, Installation	20310	1350	Jablonka	20-50	35	1,72
100	107	Douglas, Stan	1960	CDN	Video-Art	20160	3225	Zeno X	30-50	40	1,98

Annexe 2b : Kunstkompass 2008, régression linéaire



Annexe 3 : Résultats des études économiques

Auteur (Année)	Méthode	Période	Art			Actif financier		Corrélation art - actif financier	Ratio de Sharpe ⁷⁹
			Rendement réel (%)	Rendement nominal (%)	Ecart type (%)	Rendement nominal (%)	Ecart type (%)		
Anderson (1974)	RSR	1780 - 1970		3,7					
Anderson (1974)	Régression hédonique	1800 - 1970		3,3					
Baumol (1986)	RSR	1652 - 1961	0,55	1,25		3,25 (Bons du trésor)			
Frey & Pommerehne (1988 et 1989)	RSR	1635 - 1987	1,5			3* (Bons du trésor)			
Ibid.	RSR	1950 - 1987	1,6		4,7	2,5* (Bons du trésor)		- 0,19	
Goetzmann (1993)	RSR	1716 - 1986	2,0	3,2	56,5	1,5 (Actions)	19,6	0,67	
Ibid.	RSR	1900 - 1986	13,3	17,5	52,8	4,9 (Actions)	21,9	0,78	
Chanel <i>et al.</i> (1994)	Régression hédonique	1960 - 1988	6,7	11,8				0,20**	
Mei & Moses (2002)	RSR	1875 - 1999	4,9		42,8	6,6* (Actions)	8,7	0,07	
Ibid.	RSR	1950 - 1999	8,2		21,3	8,9* (Actions)	16,1	0,04	
Worthington & Higgs (2004)	Indice	1976 - 2001	3,0		10,1	14,0* (Actions)	13,2	0,16	
Renneboog & Spaenjers (2009)	Régression hédonique	1951 - 2007	4,0	8,0	16,5	12,9 (Actions)	16,3	0,18	
Ibid.	Régression hédonique	1982 - 2007	4,5	7,7	14,4	16,8 (Actions)	16,6	0,17	

* Rendement réel

** Corrélation entre art et marché des actions de New York

⁷⁹ Ratio calculé pour cette étude. L'actif sans risque utilisé est le taux de la Banque d'Angleterre (pour Goetzmann) ou les bons du Trésor américain (pour les autres études).

Annexe 4 : Sélection de ventes de Zao Wou-Ki entre décembre 2006 et décembre 2008

Titre	Technique	Année	Dimension (cm)	Prix (US \$)	Date de la vente	Ville	Maison de vente
22. 3. 79	Huile sur toile	1979	97 x 130	1 074 808	01/12/2008	Hong Kong	Ravenel
15. 4. 70	Huile sur toile	1970	97 x 130	652 372	01/12/2008	Hong Kong	Christie's
23. 3. 68	Huile sur toile	1968	89 x 130	958 758	09/12/2007	Taipei	Zhong Cheng Auctions
5. 11. 62	Huile sur toile	1962	81 x 116	1 038 629	02/12/2007	Taipei	Ravenel
22. 2. 67	Huile sur toile	1967	81 x 130	615 384	07/04/2007	Hong Kong	Sotheby's
10. 2. 77	Huile sur toile	1977	89 x 116	698 039	09/02/2007	Londres	Christie's
8. 11. 79	Huile sur toile	1979	89 x 116	893 573	26/11/2006	Hong Kong	Christie's
31. 1. 62	Huile sur toile	1962	81 x 116	481 391	09/02/2006	Londres	Christie's

Source : Artnet.com