[조사연구]

조각투자의 허와 실: 예술금융과 아트펀드에 대한 소고

홍 기 훈* (홍익대학교)

요 약

본 기고문은 2023년 현재 빠르게 성장하는 국내 예술시장을 더 잘 이해하고 활성화시키기 위한 방법으로 예술산업과 예술금융에 대해 논의한다. 예술품 구매는 심미적 만족을 추구하는 수집가들과 금융적 수익을 기대하는 투자자들의 두 가지 관점으로 나눌 수 있다. 예술품 투자의 재무적 수익률은 다른 금융자산에 비해 높지 않으나, 아트테크 업체들은 마치 예술품 투자가 높은 수익률을 제공하는 것처럼 주장한다. 이는 예술금융에 대해 가지고 있는 잘못된 인식과 여러 문제점들 때문이다. 이러한 문제를 해결하기 위한 대안으로 본 고는 아트펀드를 제안한다. 아트펀드는 고액의 예술품에 직접 투자할 수 없는 투자자들을 위해 전문 투자인력이 운용하는 방식으로, BRPF 사례를 통해 그 효과를 설명하였다.

[1] 들어가며

1.1 예술시장의 성장

코로나19로 인한 팬데믹이 종식됨에 따라 예술시장에도 훈풍이 불고 있다. 2023년 한국국제아트페어는 세계 3대 아트페어 중 하나인 프리즈와 같이 개최되면서 많은 이들의 이목을 끌었다. 글로벌 아트페어와 토종 아트페어의 조합은 7만명이 넘는 관람객을 모았고 한국은 세계예술시장의 이목을 집중시킬 수 있었다. 이러한 성공은 MZ세대가 예술품을 자신의 취향을 투영하는 대상인 동시에 자산 증식 수단으로 바라보고 이 시장에 적극적으로 참여하고 있기 때문이라는 분석이 있다.

이에 국내 예술시장이 빠르게 성장할 것이라는 기대가 커지고 있다. 물론 이런 기대는 최근일만은 아니다. 우리는 1990년대 중반, 2000년대 초반, 2010년대 중반 그리고 가장 최근인 2020년대 초반에 국내 예술시장이 급격하게 성장할 것이라는 전망을 마주했다.

2022년 한국의 예술 시장 규모가 사상 처음으로 1조 원을 넘어선 것으로 나타났다. 이는 코로나19 팬데믹으로 발생한 사회적 거리두기가 2021년 해제되고 나서 아트페어가 활성화된 데 기인한다. 아트페어의 활성화는 예술품 투자에 대한 관심을 증가시켜

* 교신 E-mail : hong.jimmy@gmail.com

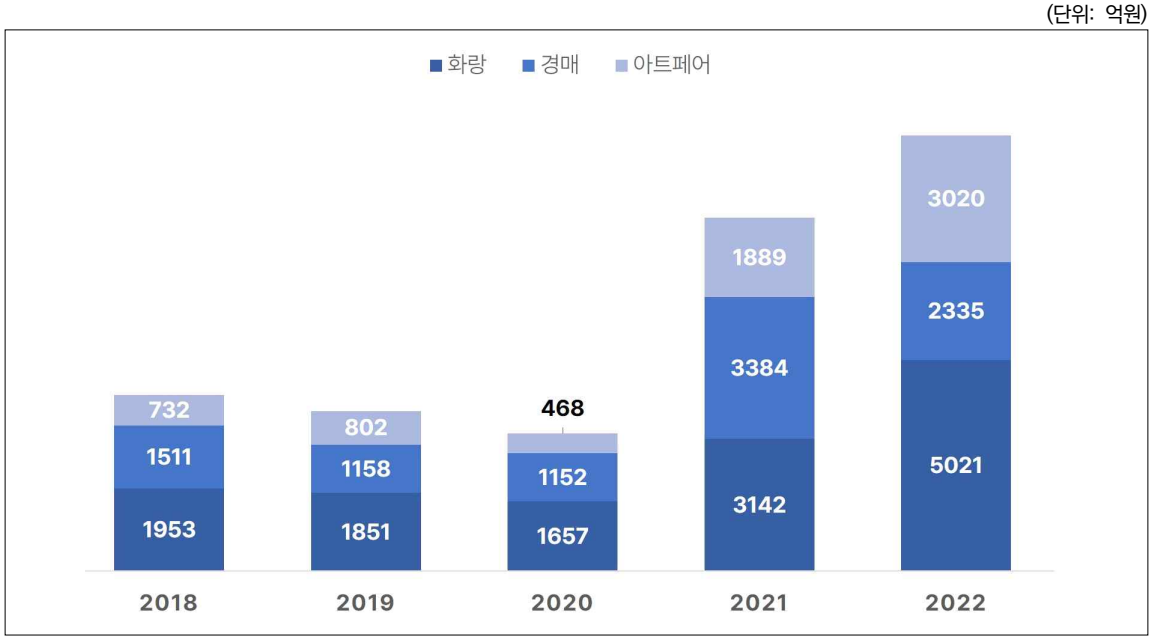
www.kci.go.kr

예술품 시장이 크게 팽창한데 기인한다. 문화체육관광부와 예술경영지원센터의 보고에 따르면, 2022년 예술품 유통액은 약 1조 377억 원으로, 2021년 대비 37.2% 증가했다.

특히, 아트페어의 매출액이 2021년 1,889억 원에서 2022년 3,020억 원으로 59.8%나 상승했으며, 방문객 수도 2021년 77만 4000명에서 2022년 87만 5000명으로 13.1% 증가한 것으로 나타났다. 가장 큰 규모를 자랑한 아트페어는 '아트부산(ART BUSAN)'으로, 매출액이 2021년 대비 2배 이상 증가한 746억 원을 기록했다. 그 뒤를 이어 '한국국제아트페어(KIAF)'가 700억 원의 매출을 올렸다. 반면, 경매를 통한 판매액은 30.9% 감소한 2,335억 원을 기록했다. 최근 예술시장의 성장은 아트페어와 갤러리들이 주도하였다.

〈그림 1〉 국내 미술시장 규모 추이

(단위: 억원)



출처: 주요 유통처 합산

이러한 시장 성장은 코로나19 위기 완화와 함께 새로운 고객 유입, 주식시장의 불안정성, 전 세계적인 경제 위기 속에서 자산 포트폴리오 다각화를 모색하는 경향이 강해짐에 따라 2021년 하반기부터 본격화되었다. 또한, NFT(Non-Fungible Token)와 같은 4차 산업혁명 기술의 영향으로 디지털 예술산업에 유동성이 공급되어 빠른 성장이 가능했으며, 이는 국내외 예술산업의 외적 성장에 크게 기여했다.

1.2 아트테크 업체들의 예술금융 인식의 오류

여기에 더해 예술품 조각투자의 성장 또한 국내 예술시장의 낙관적 기대에 일조했다. 업계리더인 아트투게더를 필두로 아트앤가이드, 테사 등과 같은 예술품 조각투자 기업들은 고액자산가들의 전유물로 여겨지던 예술품을 여러 사람이 나누어 살 수 있게 하여 예술시장에 추가적인 유동성을 공급하고 있다. 이들의 비즈니스모델은 자산유동화의 한 종류로 볼 수 있다.

www.kci.go.kr

이들은 이러한 비즈니스 모델이 블록체인 기술을 기반으로 하는 혁신적인 기술기반 모델이라 주장한다.

그러나 예술품 조각투자는 기술적으로도, 비즈니스 모델적으로도 혁신으로 보기는 힘들다. 예술품 조각투자 업체들은 스스로를 '아트테크' 기업이라 지칭한다. 말 그대로 예술과 기술의 조합이다. 그러나 초기에 아트테크라는 단어가 쓰일 때는 블록체인과 같은 혁신 기술의 테크가 아닌 재테크의 테크라는 맥락에서 사용되었다. 2018년 "KACPA 홍보대사 오지호 아트테크 소개영상"을 보면 "우아하게 투자하는 방법! 품격있는 재테크, 배우 오지호가 안목이 수익이 되는 확실한 재테크 아트테크를 여러분에게 소개합니다." 라고 쓰여 있다. 조각투자 업체들은 원래 스스로를 재테크 업체로 정의하였다.

〈그림 2〉 2018년 아트테크 광고

출처: Gallery K 블로그 〈https://band.us/band/71536754/post/20〉

www.kci.go.kr

그러나 뮤직카우로 인해 발생한 증권성 문제로 인해 규제 리스크가 대두되자 이들은 갑작스럽게 블록체인 기술을 도입하겠다고 주장하며 기술기업으로 변모한다. 다만 블록체인 개발자나 기술에 대한 이해가 있는 인력을 고용하지 않았다. 즉 조각투자 업체들이 스스로를 아트 '테크' 업체로 부른다 하더라도 이들을 기술혁신기업으로 보기는 어렵다는 의미이다.

또한 이들의 비즈니스의 본질은 자산유동화이다. 재미있는 것은 일반적으로 금융산업에서 자산유동화 비즈니스를 한다면 하나의 자산이 아니라 자산의 포트폴리오를 유동화 하는 것을 뜻한다. 왜냐하면 하나의 자산을 유동화 하는 것은 분산효과나 유동화 증권이 가져오는 위험 감소 효과를 기대할 수 없기 때문이다. 그러나 아트테크 업체들은 하나의 자산을 다수의 투자자들을 위해 유동화 시켜 역분산효과, 즉 위험집중을 야기한다. 이렇듯 역분산효과를 야기하는 자산유동화는 금융산업의 트렌드를 역행하는 것이다. 아마도 아트테크 업체들은 이러한 효과를 이해하지 못한 채 비즈니스 모델을 만들었을 것으로 생각된다. 즉, 이들의 비즈니스 모델은 금융 산업의 관점에서 보았을 때 15년 전 금융위기를 야기한 MBS 보다도 10년 이상 후퇴한 모델로 이해할 수 있다.

또 다른 문제가 있다. 아트앤가이드는 2016년 설립부터 2023년까지 무려 27%의 평균 수익률을 기록했다고 주장한다. 심지어 이 수치는 2021년에는 29%였다. Mei and Moses(2002)에 따르면 1875년부터 1999년까지 예술품 투자 평균 수익률은 4.9%였다. 같은 기간 중 S&P500은 6.6%, 다우존스지수는 7.4%, 미국국채는 2%, 미국의 기업채권은 2.9%의 수익률을 기록했다고 한다.

전 세계에서 아트펀드의 가장 성공적 사례로 꼽히는 British Rail Pension Fund(BRPF)가 1970, 80년대에 조성한 예술품 포트폴리오는 연 평균 11.3%의 수익률을 기록했다. 그러나 1980년대 일본이 주도한 예술시장 버블로부터 큰 이득을 얻을 수 있었고 당시 인플레이션이 10%에 육박하였음을 감안하면 당시 11.3%라는 수익률은 현재 기준으로는 많이 할인해야 함을 알 수 있다.

국내에서도 많은 갤러리들은 높은 수익을 올리고 있지 못하다. 10년 이상 영업한 갤러리 30여 곳을 설문조사한 결과, 이들의 연 평균 수익률은 대략 1~3% 정도로 추정된다. 현금성 거래나 간헐적으로 일어나는 수익성 높은 큰 거래들이 설문에 드러나지 않았을 확률을 감안하더라도 연평균 수익률은 5% 전후가 될 것이라 예상한다. 수년에 걸쳐 연 평균 27%, 29%라는 수치는 아트테크 기업들을 제외하면 예술시장 참여자 그 누구도 달성하지 못한 수치이다.

1.3 예술금융에 대한 이해가 중요하다

아트테크들이 상식적으로 납득하기 어려운 주장을 할 수 있는 이면에는 이들의 주장을 검증할만한 전문가와 연구, 분석의 부족이 자리하고 있다. 결국 예술투자와 예술금융에 대한 이해부족의 문제이다. 특히, 국내에서의 연구는 매우 적은 실정이다.

금융시장의 경우 애널리스트들과 수많은 연구자들이 객관적 시각에서 치열한 분석과 연구를 통해 시장효율성에 기여하고 있다. 예술시장도 마찬가지다. 경제, 금융학계의 예술금융에 대한 연구는 시장효율성 향상으로 이어질 것이다. 시장효율성이 향상되면 오류가 있는 주장이나 투자자들을 현혹시키는 행위들이 근절될 것이기 때문에 소비자보호와 산업성장에 기여할 수 있다.

이런 맥락에서 본 기고는 예술금융이라는 분야를 개괄적으로 소개하는 목적을 가지고 있다. 본 기고문은 학문적 연구 결과를 추구하지 않을 뿐만 아니라, 예술금융에 대한 정책적 대안을 제시하지 않는다는 목적을 가지고 있다. 다만, 본 기고문을 통해 학계에서 예술금융에 대한 연구가 증가하길 기대하며, 정책 입안자들이 이 기고문을 참고하여 합리적이고 적절한 제도를 도입하기를 바랄 뿐이다. 또한, 본 기고문은 개인적인 의견을 바탕으로 하고 있어, 오류가 있을 수 있으며 소속 기관의 공식적인 의견과는 차이가 있을 수 있다. 독자분께서는 기고문의 제목처럼 '작은 생각'을 듣는다는 마음으로 가벼운 마음가짐으로 읽어 주시길 바란다.

www.kci.go.kr

[2] 예술산업과 예술금융의 이해

2.1 예술산업의 구조와 참여자들

가. 공급자: 예술가

예술가는 예술 작품을 창작하거나 나타내는 것을 직업으로 삼는 개인을 지칭한다. 이들은 사회학적 관점에서 예술을 생산하는 사람들로, 화가나 작가 등으로 불리기도 한다. 예술가의 자격에 대한 제도는 명확하게 정해져 있지 않기 때문에 예술가에 대한 기준도 분명하지 않다. 본고에서는 특히 예술을 하는 예술가들에 초점을 맞추려 한다.

예술시장은 이러한 예술가들이 생산하는 작품들이 거래하는 것을 일컫는다. 일반적으로 국내외 예술가들은 갤러리나 아트페어를 매개체 삼아 대중에게 알려진다. 그러나 최근에는 스스로 홍보하며 자생적인 발판을 마련하는 추세도 보인다. 2015년에 열린 〈굿-즈 2015〉 전시회는 예술가들이 스스로 판로를 개척하는 새로운 흐름을 보여주는 대표적인 사례로 언급된다.

나. 1차 시장: 갤러리

갤러리는 2차 시장과 대조적으로 예술가들이 최초로 작품을 소개하는 주요 매개체로 작용한다. 갤러리는 아트페어 참여, 공공예술프로젝트, 아트펀드 등에 진입하며 영역을 넓혀가고 있다.

갤러리는 크게 개인 갤러리와 공공 갤러리로 나눌 수 있다. 개인 갤러리는 주로 상업적 목적을 가지고 있으며, 상업 갤러리로도 불린다. 이와 반대로 공공 갤러리는 비영리적 성격을 띠며, 아트뮤지엄과 비슷한 기능을 한다. 한국의 갤러리들은 대부분 작품 거래를 하며, 서울의 인사동이나 청담동 같은 특정 지역에 집중되어 있는 것이 특징이다. 그러나 최근에는 직접적인 판매가 어려워지고 비용 부담으로 인해 인사동과 청담동에 있던 많은 갤러리들이 문을 닫는 추세이다. 이에 따라 많은 갤러리들이 단기간에 많은 사람들에게 노출되는 아트페어에서의 판매에 더 초점을 맞추어 운영 중에 있다.

다. 2차 시장: 경매

경매회사는 예술 시장의 2차 시장을 주도하며, 1차 시장에서 매매된 작품들을 공개적으로 재거래하는 기업이다. 공개적인 거래 과정과 결과는 작품 거래에 대한 신뢰를 구축하는 데 기여하여, 많은 이들에게 선호되는 시장으로 성장할 수 있었다.

세계적으로 유명한 경매회사로는 영국의 소더비와 크리스티가 있으며, 한국에서는 1998년에 설립된 서울옥션과 2005년에 설립된 K옥션이 주요 기업으로 입지를 다지고 있다. 특히 K옥션은 한국 최초로 경매에서 낙찰률 80% 이상을 달성하며 국내 경매 시장과 예술시장의 확장에 크게 기여했다. 그러나 경매 과정에서 대형 갤러리의 단기 투자 형식 개입여부나 작품과 시장의 가치를 훼손할 수 있는 위작 논란 등이 지속되고 있음에도 불구하고, 예술시장의 구조를 법적으로 제한하기는 어려운 상황이다.

라. 예술품 감정

예술품 감정은 예술품의 진위를 판단하는 'authentication'과 예술품의 가치를 평가하는 'appraisal'을 포함한다. 이 두 과정은 서로 연결되어 있지만, 각각 다른 자료와 절차를 필요로 하는 전문 영역이기 때문에 이 둘을 구별하여 논의해야 한다.

한국에서는 1970년대 초부터 예술시장이 형성되기 시작하면서 예술품의 진위 여부에 대한 감정이 시작되었다. 한국에서는 'authentication'을 '진위감정'으로, 'appraisal'을 '시가감정'으로 구분하여 사용하고 있다. 현재 한국에는 국가가 공인하는 예술품 감정 기관은 없지만, 한국고예술협회와 한국갤러리협회가 예술품 진위 감정 업무를 담당하고 있다. 또한 2001년에 설립된 한국예술품감정협회는 더욱 객관적이고 과학적인 시스템을 구축해 나가기 위해 노력

www.kci.go.kr

중에 있으며, 예술품 감정을 위한 데이터베이스를 체계적으로 수집하고 분석하는 작업을 진행하고 있다고 한다.

2.2 예술금융

예술금융을 통한 예술시장 활성화 및 투명화를 논의하기 위해서는 우선 예술금융에 대한 정의를 내릴 필요가 있다. 한국의 예술금융은 역사적으로 짧고, 체계적으로 정립되지 않아 성과 역시 성공적이지 못해 주요 금융기관들은 관심은 가지고 있지만 적극적인 참여는 이루어지지 않고 있다. 예술시장에 참여하는 다수 주체들은 주로 예술품을 낮은 가격에 입수한 후 높은 가격에 판매하여 수익을 창출하는데 중점을 두고 있다. 그러나 이는 마치 금융이 투자자의 이익을 위해 정해진 투자목적에 따라 전문적이고 효율적으로 자산을 운용하는 것에만 국한된다고 볼 수 있다. 본 장에서는 먼저 예술금융을 정의하고 예술금융의 해외와 국내사례들의 조사를 통하여 예술시장 활성화 및 투명화에 대한 예술금융의 기여방안에 대해 논의하고자 한다.

금융(Financing)은 자금이 필요한 자금수요자에게 투자 가능한 자금을 갖고 있는 자금공급자가 화폐 및 금융자산으로 자금을 빌려주는 것을 뜻한다. 금융을 활용하여 자금을 조달할 때, 일반적으로 발생하는 비용은 이자이다. 다시 말하면, 금융은 특정 기간 동안 원금 및 이자 상환을 약속하고 상대방에게 신용을 부여하여 자금을 이동시키는 것을 의미한다. 금융은 신용을 기반으로 금융자산을 움직이며, 타인에게 자금을 대여하는 과정에서는 채무자의 반환 능력과 반환 의사를 신용하여 자금을 이동시킨다. 예술금융은 이러한 금융의 한 형태이다.

이 맥락에서 예술금융은 자금이 필요한 수요자들에게 자금을 공급하는 과정을 의미한다. 예술금융에서의 수요자는 주로 예술품 거래 시장에 속하는 예술가, 예술품을 구매하려는 수집가나 투자자뿐만 아니라 소유한 예술품을 담보로 자금을 융통하고자 하는 자, 전시회를 기획하려는 개인 및 기관, 예술품을 중개하려는 브로커와 경매사 등을 포함한다. 다시 말해, 예술금융은 갤러리나 경매와 같은 1차 및 2차 시장에서 예술품을 구매하려는 투자자들뿐만 아니라 예술품을 활용하여 수익을 창출하려는 다양한 목적을 가진 이들을 아우르는 것이다. 따라서 예술금융은 금융 분야의 한 부류로 간주된다. 예술금융에 있어 자금공급자는 이러한 모든 이윤추구 행위들에 투자할 의향이 있는 투자자들이다.

따라서, 예술금융은 1) 자금을 조달할 때 자본금이 아닌 부채를 활용하여 예술품을 구매하는 행위, 2) 예술품을 담보로 활용하여 자금을 조달하는 행위, 3) 예술품을 활용하여 이윤을 창출하기 위한 자금조달 행위를 모두 포함한다. 2000년대 중반에 특히 인기를 끈 아트펀드와 같은 기존의 다양한 투자 방식은 단순히 예술금융의 부분적인 활동으로 간주되며, 예술금융은 예술품 관련 모든 자금조달 활동을 아우르는 개념이다.

위의 예술금융 정의를 기반으로 하여 예술금융업과 예술금융자문업은 경매사, 컨설팅 회사, 은행 등 금융기관들이 예술가, 예술품 수집가, 또는 예술품 투자자 등 다양한 고객에게 제공하는 금융 및 자문 서비스를 통칭한다. 이러한 서비스의 범위는 제공하는 조직이나 기업에 따라 다르지만, 일반적으로 예술품 구매, 예술 전시회 또는 예술품을 활용한 행사 개최를 위한 자금조달 및 자문, 예술품 담보 대출, 예술품 보험, 예술품 평가, 시장 조사, 출처 확인, 예술 투자 자문, 큐레이터 서비스, 개인 구매 서비스 등을 포함할 수 있다.

www.kci.go.kr

[3] 예술품 투자

3.1 금융자산으로서의 예술품

예술품 구매의 이유는 크게 두 가지로 나뉠 수 있다. 첫 번째는 순수한 심미적 만족을 위한 것으로, 예술품을 개인적인 취향과 감상의 대상으로 보는 수집가들에게 해당한다. 두 번째는 예술품을 재산의 일부로 간주하고, 다른 투자 자산과 마찬가지로 금융적 수익을 기대하는 투자자들의 관점이다. 물론, 이 두가지 목적을 동시에 추구하는 사람들도 많다.

예술품은 시간이 지남에 따라 희소성과 내구성으로 인해 가치가 증가하는 경향이 있다. 이러한 작품들은 실용적 기능보다는 심미적 가치와 경제적 가치, 즉 매매차익을 중요시한다. 이는 예술시장의 독특한 특성을 형성하는데, 예술품의 희소성과 심미적 가치는 1차 시장보다는2차 시장에서 더 활발한 거래를 유도할 수 있다.

예술품은 경제학적으로 사치재(Luxury Good)의 범주에 속하며, 소득이 증가함에 따라 그 수요가 탄력적으로 변하는 특징을 가지고 있다. 또한, 예술품은 위치재(Positional Good)의 성격도 가지고 있어, 그 가치는 다른 사람들이 소비하는 재화나 서비스와는 상대적인 비교에 의존한다. 즉, 예술품 소유자들은 자신이 소유한 예술품 자체보다는 다른 사람들이 소유한 예술품과의 비교를 통해 만족감을 얻을 수 있다.

예술시장에서는 예술품의 급격한 수요 증가가 단시간 내에 공급 증가로 이어지지 않고, 주로 가격 상승만을 초래할 수 있다. 이로 인해 구매자들 사이에서는 예술품을 둘러싼 일종의 제로섬 게임이 발생한다. 예술품에서의 가격 상승은 특히, 활발히 창작활동을 하는 현대 작가들의 작품이나 더 이상 창작활동을 하지 않는 과거의 작가들의 작품 모두, 단시간 내에 많은 수의 예술품을 조달하는 것은 불가능하기 때문이다. 파손이나 분실 등으로 인해 절대적인 공급량이 감소할 수도 있으므로, 수요가 증가할 때마다 공급은 항상 부족한 상태가 된다. 이러한 시장 구조는 구매자들 사이의 경쟁을 강화시켜며, 예술품 가격 상승의 주요 원인이 될 수 있다.

예술시장은 주식이나 채권과 같은 전통적인 금융자산에 비해 상대적으로 거래 빈도가 낮고 유동성이 매우 제한적일 수 있다. 이는 예술품을 투자 자산으로 고려할 때 생각해봐야 할 중요한 요소이다. 일반적으로 유동성이 높은 자산은 현금화가 쉽고 내재가치에 더 근접해 거래될 수 있으므로 투자 매력이 높아진다. 반면, 유동성이 낮은 자산은 빈번한 거래가 이루어지지 않고 가격 변동성이 높아지며, 때로는 투기적 거래가 일어날 확률이 높아진다.

예술품의 가치 평가에 있어서는 절대적 가치보다 상대적 가치의 정확한 측정이 필요하다. Mei and Moses(2002)와 같은 연구들은 예술품 시장에서 거래가격, 수익률, 리스크 등의 이상 현상을 발견했고, 이는 시장의 비효율성을 시사해 준다.

예술품은 전통적인 금융자산에 비해 더 복잡한 추정 방법을 요구하지만, 21세기에 들어서 대체투자자산에 대한 관심이 증가함에 따라 유효한 투자 자산으로 인정받고 있다. 이러한 인식은 경제성장이 둔화되고 전통적 자산의 투자 기대수익률이 감소하는 상황에서 높은 수익률과 분산효과를 기대할 수 있는 대체투자자산으로서의 예술품의 가치를 높이고 있다. 이러한 시점에서 예술금융에 대한 연구는 금융시장과 예술시장 모두에 중요한 시사점을 제공할 수 있다.

3.2 예술품 투자의 기대수익

지난 수백 년 간 유럽과 미국의 예술시장은 금융권의 외부 수요와 내부적 발전을 통해 예술품이 투자 자산으로서 충분한 가치를 지닌다는 것을 보여주었다. 예술시장에 대한 투자 분석에 있어 기본적으로 고려되어야 하는 것은 시간에 따른 현금 가치로 환산한 재무적 투자수익률이다. 여기에 추가적으로, 많은 예술품 투

www.kci.go.kr

자자들은 예술품 소유를 통해 얻을 수 있는 정신적 가치를 중요시한다. 이러한 정신적 가치는 투자의 관점에서 보면 재무적 가치와는 별개로 간주될 수 있으며, 이를 재무적 가치로 환산하는 방법에 대해서는 별도의 논의가 필요하다.

재무적 시각에서 예술품 투자의 기대수익률을 계산할 때는 주로 재정적 수익만을 고려해야 한다. 그러나 이러한 접근에는 몇 가지 문제점이 있다. 예술품은 매우 낮은 유동성을 가지고 있으며, 이로 인해 예술시장은 비유동적이다. 예를 들어 주식 투자에서는 다양한 지표를 기반으로 한 객관적인 접근이 가능하지만, 특정 예술품이나 작가의 가치를 파악하고자 할 때 주기적으로 가격을 확인할 수 있는 방법이 부족하다. 이러한 예술품의 이질성과 비정기성을 극복하기 위해 많은 경제학자들은 다양한 연구 방법론을 발전시켜왔다. 이는 예술품 시장의 특성을 이해하고 투자전략을 수립하는 데 중요한 역할을 한다.

예술품 투자의 특수성 때문에 다른 자산과 비교할 때 고려해야 할 많은 요소들이 있다. 예술품에는 보관 비용이라는 중요한 비용 요소가 포함되는데, 여기에는 수리, 복원, 보험 등이 있을 수 있다. 이러한 비용들은 실제 물리적인 자산인 동산이나 부동산에도 적용되지만, 예술자산에서는 더욱 중요한 요소로 작용한다. 예술품 투자에 특화된 접근 방식과 이를 통해 도출되는 다른 자산과의 비교 결과는 투자 분석에서 매우 중요하다.

또한, 예술품 거래와 관련된 비용도 중요한 고려사항이 될 수 있다. 주식이나 채권 등 다른 자산들도 거래 비용이 있지만, 예술품 거래의 비용은 상대적으로 훨씬 높은 수준이다. 예를 들면, 경매의 수수료와 커미션은 구매자에게 최대 25%까지 부과될 수 있으며, 보험과 운송료도 중요한 비용 요소이다. 이러한 비용은 다른 자산과 비교할 때 특히 높은 편이며, 예술품 투자의 전체 비용 구조에 중대한 영향을 미칠 수 있다.

그럼에도 불구하고, 예술품 투자는 세금 절약의 측면에서 긍정적인 효과를 제공할 수 있다. 많은 국가에서 예술품 투자는 절세 수단으로 활용되고 있으며, 이는 투자자의 최종 수익률을 높이는데 기여하고 있다.

예술품 투자의 구체적인 투자수익을 논의함에 있어 Mei and Moses(2002)는 매우 중요한 역할을 한다. Mei and Moses(2002)에 따르면 1875년부터 1999년까지 예술품 투자 평균 수익률은 4.9%였다. 같은 기간 중 S&P500은 6.6%, 다우존스지수는 7.4%, 미국국채는 2%, 미국의 기업채권은 2.9%의 수익률을 기록했다. Goetzmann(1993)은 1900년부터 1986년까지 예술품 투자 평균 수익률을 5.2%로 추정하였다. Pesando(1993)에 따르면 1977년부터 1992년 사이의 예술품 투자 평균 수익률은 7.8%였고, 예술품 투자 수익은 주식보다는 낮고 채권보다는 높다는 것을 발견하였다.

이들 연구는 예술품 투자의 위험 수준은 모든 투자자산의 위험을 상회함을 보여주었다. 이는 이미 언급하였듯이 예술품 투자는 재무적 수익만이 아니라 만족감을 포함하는 비재무적 효용도 제공하기 때문이다. 그러므로 예술품 투자의 위험 대비 수익은 투자 가능한 자산과 비교하여 상대적으로 낮을 수밖에 없다. 이는 재무적 수익만을 바라보고 투자하는 투자자들에게 예술품은 좋은 투자처가 아닐 수 있다는 의미이다.

국내 예술품 투자 수익률도 크게 다르지 않다. 1999년부터 2022년까지 서울옥션과 케이옥션에서 거래된 작품들의 데이터에 따르면 2000년부터 2022년까지 재거래 된 작품들을 이용해 추정한 평균 수익률은 10.71%이다. 이러한 상대적으로 높은 수익률은 예술품 시장이 탄생한 초창기에 극단적으로 높은 수익들이 발생한 여파이다. 시계를 조금 더 좁혀 2010년부터 2022년까지의 평균 수익률이 4.78%라는 것을 통해 알 수 있다.

3.3 예술품 투자의 위험

예술시장에서 구매자들은 다양한 목적을 가지고 예술품을 구입한다. 이들은 순수 수집가에서 투기 목적의 투자자에 이르기까지 다양하며, 각각은 예술품 구매로부터 다른 형태의 효용을 기대한다. 이 연구에

www.kci.go.kr

서 중점을 두는 투자자들에게는 예술품의 변동성이 중요한 고려 사항이다. 이 변동성은 예술품의 가격 변동성, 작품과 관련된 불확실성 및 추가 비용(구매, 판매, 보관, 보증)의 가격 변동 등 여러 요소로 나눠 볼 수 있다. 특히, 이러한 비용은 세금, 국제 거래 제한 등 외부 규제의 영향을 크게 받는다. 반면, 순수 수집가들은 가격 변동에 대해 덜 민감하며 주로 예술품의 주관적 가치에 중점을 둔다. 이들은 보관 비용이나 관련 규제에 대해서도 상대적으로 덜 민감한 태도를 보인다.

재무경제학 이론에 따르면, 예술품 구매의 경우 한계 선택은 개인의 선호와 기대 수익률 사이에서 이루어진다. 목적에 관계없이, 이 두 기준의 극단적 접근은 최적의 투자 방법이 될 수 없다. 유동성이 낮은 예술 시장에서 투기 목적의 투자 전략은 매우 제한적이고 위험할 수 있다. 이에 반해 차익을 기대하지 않고 세금 감면이나 상속과 관련된 이슈에 주목하는 수집가들은 투자자들과는 다른 예술품 구매 전략을 수립할 수 있다.

투자 수익은 자산의 위험에 대한 보상으로 간주된다. 예술품 투자는 다양한 장르, 작가, 사조에 분산하여 투자함으로써 위험을 분산시킬 수 있다. 이를 통해 투자자들은 다양한 예술품 포트폴리오를 구성하여 효율적인 위험조정 투자수익률을 기대할 수 있다. 그러나 예술품은 물리적인 자산이므로 주식이나 채권과는 달리 손상, 결함과 같은 물리적 위험도 함께 가지고 있다. 이러한 물리적 위험은 보험을 통해 일부 손실을 경감할 수 있다.

예술품 투자의 또 다른 중요한 위험 요소는 작품의 진위 여부이다. 작품의 출처, 작가의 확실성, 소유권 문제 등은 예술품의 평가와 검증에 크게 의존하며, 이는 전문가의 의견에 대한 의존도가 높다. 그러나 인간의 주관적 가치 판단은 실수나 편향과 같은 인적 위험을 내포하고 있으며, 이러한 위험은 전문가가 속한 기관의 명성과 전문성, 그리고 적절한 조사 방법을 통해 일부 경감될 수 있다. 하지만 심지어 명성 있는 경매소나 딜러조차도 예술품의 가치 측정에 있어서의 위험을 완전히 제거할 수는 없다. 이러한 요소들은 예술품 투자 시 고려해야 할 중요한 부분이다.

3.4 대체투자 관점에서의 예술품 투자 포트폴리오 운용

모든 종류의 투자와 마찬가지로, 예술품 투자에서도 가격 변동성은 중요한 위험 요소이다. 예술품의 가격 변동성을 이해하고 객관적으로 측정하는 것은 위험을 최소화하는 데 중요한 역할을 한다. 예술품에 적용할 수 있는 다양한 통계적 기법들이 이러한 가격 측정에 도움을 줄 수 있다. 그러나 예술시장은 장기 투자가 필수적인 대체 투자 상품의 특성을 가지고 있어, 단순한 역사적 데이터 분석에 의존한 미래 위험 예측은 충분하지 않다. 따라서 예술품 투자에서는 장기적 관점의 가치 평가 방법이 필요하다.

대체 투자의 관점에서 예술품을 포함하는 포트폴리오의 주요 목적과 매력은 다양한 자산들 간의 낮은 상관관계를 통해 위험을 분산하는 것이다. 예술품의 수익률은 주식이나 채권과 같은 전통적인 자산들의 수익률과 낮은 상관관계를 가지고 있으며, 이는 포트폴리오 내에서 예술품을 포함하는 주된 이유이다. 예술시장의 비유동성은 경제 상황을 반영하는 데 시간이 소요되기 때문에, 예술품 투자는 다양한 자산들 간의 분산 효과를 제공하는 것은 물론, 다양한 예술품 장르에 걸쳐 투자함으로써 추가적인 분산 효과를 얻을 수 있다.

예술품 투자의 위험 측정에 있어서는, 변동성과 Value at Risk 같은 전통적인 방법 외에도, 경매 과정에서 나타나는 가치 평가를 통한 독특한 접근 방식이 유용하다. 이 방법은 경매에서의 예상 낙찰가와 실제 낙찰가 간의 차이를 분석함으로써 하락 위험을 측정한다. 경매에서 작품이 추정된 범위보다 높은 가격에 팔릴 경우 예상치 못한 추가 수익이 발생하고, 반대의 경우에는 투자 위험으로 간주될 수 있다. 이러한 접근 방식은 특히 낙찰가가 예상가보다 낮을 때 발생하는 손실 위험에 주목한다.

예술시장에 대한 위험 분석은 아직 초기 단계에 있으며, 성장 가능성이 높음에도 불구하고 지속적인

www.kci.go.kr

발전과 개선이 필요하다. 대체 투자 시장에서 예술 자산의 역할이 증가하고 있으며, 예술금융의 활용은 예술시장 활성화에 중요한 역할을 할 것으로 보인다. 이러한 추세는 향후 예술 투자의 위험 분석과 금융적 접근 방식에 대한 연구와 개발에 주목해야 할 필요성을 강조한다.

3.5 예술품의 수요와 공급

예술 시장은 전통 금융 시장과는 다른 독특한 가격 결정 요인을 가지고 있다. 예술시장의 규모가 클지라도 예술품 거래를 규제하거나 조정하는 공식적인 기관이 다른 자산 시장에 비해 상대적으로 적다. 또한, 예술시장은 구매자와 판매자 간의 개인적 관계와 암시적 신뢰에 크게 의존하는 분절된 시장의 특성을 지니고 있다. 이러한 시장의 분절화와 자산 가치 평가의 불투명성 및 주관적 요소는 비대칭적 정보를 제공하며, 높은 거래 비용을 발생시키고, 예술 전문가들의 역할을 중요하게 만든다.

예술시장은 본질적으로 공급 주도형 시장이라는 점에서 다른 금융 시장들과 크게 다르다. 수집가와 투자자들이 구매 가능한 작품은 제한적이며, 특히 과거 세대 작가의 작품은 더욱 희소하기 때문에 공급 부족 현상이 일어날 수 있다. 시장에 드물게 나오는 특별하고 의귀한 작품들은 그만큼 높은 가격을 형성하는 경향이 있다. 평균적으로 대작 예술품이 시장에서 거래되기까지 약 30~40년이 걸린다는 점을 고려하면, 이러한 작품들의 희소성이 얼마나 중요한지 이해할 수 있다.

거의 효율적인 시장에서 주식은 거의 실시간으로 거래되며, 이러한 빈번한 거래는 시장의 유동성을 증가시킨다. 반면, 예술품 시장은 거래 빈도가 낮으며, 특히 2차 시장에서는 유명한 작품의 경우 공급 부족 현상이 더욱 두드러진다. 예술품의 공급 부족 현상은 이른바 '3Ds' (Divorce, Death, Debt)와 같은 상황에서만 고가의 희귀한 예술품이 공급된다는 사실에 기인하며, 이로 인해 약간의 공급 증가만으로도 가격에 큰 하락 효과가 발생할 수 있다. 그러나 작가의 활동 수는 단기적으로 고정되어 있어, 추가 공급이 수요를 충족시키기 어려운 경우가 많다. 따라서 예술품의 공급은 가격 변화에 크게 영향을 받지 않으며, 비탄력적인 특성을 보인다. 이는 수집가가 드물게 찾아오는 기회에 예술품을 소유할 때, 가격이 상한선 없이 오를 수 있음을 의미한다.

예술시장의 수요는 수집가, 투자자, 박물관, 딜러, 기업 등 다양한 시장 참여자에 의해 결정된다. 이들의 수요는 개인의 인식, 취향, 다른 수요자와의 경쟁 등 여러 요소에 의해 결정되며, 시간에 따라 변화할 수 있다. 소득이 증가함에 따라 예술품의 수요도 일반적으로 증가하는데, 특히 사치재인 예술품에서는 소득 상승에 따른 수요 증가가 더욱 탄력적이다. 소득 증가에 따른 예술품 수요의 증가는 개인 및 국가 수준에서 모두 나타날 수 있다. 예를 들어, 1980년대 일본의 버블 경제하에서 부동산시장의 거품과 함께 예술시장의 가격 상승이 나타났고, 최근에는 중국, 러시아, 인도와 같은 신흥 경제에서도 유사한 현상이 관찰되고 있다.

유행은 예술품 수요에 중요한 영향을 미친다. 일시적인 유행이나 대중 취향의 변화는 예술품 소비의 방향을 주도한다. 소비자는 제품의 품질을 인식하고 취향에 맞는 구매 결정을 내리기 쉬운 제품이 있지만, 예술품과 같은 사치품은 초기 진입 장벽이 높고 구매 경험이 제한적일 수 있다. 구매자의 개인적 취향과 선호도가 구매 기준 중 하나이지만, 많은 구매자들은 자신의 취향보다는 전문가나 비평가의 의견에 의존하는 경향이 있다.

예술시장에서 구매 경험이 부족한 구매자들은 종종 유명한 작가나 널리 알려진 작품을 구매하는 방식을 사용하여 정보 탐색에 드는 시간과 비용을 줄인다. 이러한 방법으로 구매자는 이미 시장에서 인정받은 가치 있는 작품을 선택하며, 개인적 취향에 따른 위험을 줄일 수 있다. 이 '슈퍼스타 현상'은 유명 작가의 작품에 대한 수요가 증가하고 있는 추세로, 이미 인정받은 작품에만 집중하는 수요자의 행동은 신진 작가의 시장 진입을 어렵게 하며, 전반적인 시장 발전에 장애요소가 될 수 있다. 이는 예술품 시장의 다양성과 활력을 저해하는 중요한 문제로 여겨진다.

www.kci.go.kr

[4] 예술품 조각투자의 문제점

이번 장에서는 지금까지 논의한 예술금융과 예술품 투자의 내용을 바탕으로 현재 논란이 되고 있는 예술품 조각투자가 무엇이 문제인지를 구체적으로 논의해 보려 한다.

4.1 투자자 보호에 대한 문제

실제 가지고 있지 않은 물건을 찍어서 팔 수 있는 것이 조각투자 업체들이다. 실제를 갖지 않는 것을 거래하는 만큼 이에 대한 문제가 많다. 판매 시에는 물건이 존재하더라도 유동화 이후 소비자들의 동의 없이 물건을 팔 수도 있다. 또한 실물의 도난과 사고의 위험성이 있다. 실제로 이런 문제로 소송도 진행중이다. 이러한 문제가 제기되는 이유는 예술품 조각투자 업체가 아주 작다는 것이며, 고가의 예술품 같은 물건들을 안전하게 오랜 기간 보관하고 유지할 수 있는지도 확실하지 않다.

4.2 매각시점과 매각결정의 문제

증권은 2차시장이 존재한다. 그런데 예술품, 부동산과 같은 것들은 언젠가 기초자산을 매각하여 수익을 돌려주어야 한다. 조각투자 업체들은 '테크, 기술'기업이라 블록체인을 기반으로 투표해서 매각 여부를 결정한다고 말하지만 이것이 완벽한 해결책은 아니다. 예를 들어 10억에 예술품을 구매한 투자자들 중 일부가 유동화 시점에서 3개월만에 15억에 이 물건의 조각증권 중 10%를 2차 시장을 통해 팔았다고 가정해보자. 유동화 시점에서 6개월 뒤에, 즉 15억에 10%의 투자자들이 15억 가치로 자신의 증권을 판지 3개월 뒤에 14억에 이 물건을 매각할 기회가 생기면 초기 투자자들은 6개월만에 50% 수익이 생김으로 이를 매각할 것이다. 그런데 중간에 들어온 투자자들은 3개월만에 6.7%의 손실을 보게 된다. 하지만 투자자의 90%가 매각에 투표하면 중간에 온 투자자들은 아무런 권리도 보장받지 못한 채 손실을 볼 수밖에 없다.

4.3 비즈니스 모델의 혁신성에 대한 문제

자산유동화라는 비즈니스 모델은 지난 100여년간 활용되어 왔다. 무려 20년 전에 자산유동화의 전성기를 경험했고 2008년에 대 폭락으로 인해 인류는 유래없는 고통을 받아야 했다. 이로 인해 여러가지 안정장치를 마련하게 되었다. 그런데 조각투자 업체들은 자산유동화를 활용한 자신들의 비즈니스 모델이 혁신이라 주장한다. 심지어 조각투자의 경우 자산 풀링(여러 자산을 하나의 포트폴리오에 포함하는 것)이 없어 분산효과도 없다. 그렇기 때문에 이미 20년전에 전 세계적 스케일로 시도했던 유동화상품들 보다 훨씬 더 후진적이다. 자산 유동화라는 비즈니스 모델에서 혁신을 찾는다면 지금 조각투자 업체들보다 자산유동화 상품들을 발행하는 증권사들이 금융의 기준으로 최소 20년, 길게는 100년은 더 혁신적이라고 볼 수 있다.

4.4 제공되는 정보의 불투명성

제대로 된 투자 결정을 위해서 투자자는 투자 대행인(조각투자업체)이 어떤 과정을 거쳐서 자산을 매입하고 어떻게 수익을 낼 만큼의 가격으로 이 자산을 매각하는지 알아야 한다. 또한 매각 타이밍은 어떻게 결정할 것인지, 매각을 원치 않는 일부 투자자가 있다면 어떻게 되는 것인지에 대해서도 알아야 할 것이다. 여기에 더해 목표 수익률을 달성하지 못할 시 자산을 어떻게 처리할 것인지 수수료가 있다면 어디서 얼만큼 가져 가는지, 세금은 어떻게 되는지 등과 같은 수많은 질문에 대한 답을 얻은 후 일반적으로 우리는 투자를 결정한다.

그러나 대부분의 조각투자 업체들은 이런 문제들에 대해 많은 사람들이 쉽게 찾아볼 수 있도록 설정해 놓지 않았다. 정말 신기하게도 "예치금을 넣고 원하는

www.kci.go.kr

만큼 소유권을 구매하고 매각되면 수익금을 받습니다"가 끝이다. 이 외의 정보는 어렵게 찾을 수밖에 없다. 심지어 예술품 조각투자 플랫폼의 경우 작품 매각 진행상황을 홈페이지에 공시한다. 그런데 개인이 아니라 경매에 작품을 내놓아서 매각한 경우, 경매 수수료를 제외하지 않은 금액으로 공시하면서 이 부분에 대한 설명을 찾을 수 없다. 그런데 놀랍게도 수많은 이들이 투자하고 있다.

4.5 자산 가격에 대한 가치 분석 방법론의 불확실성

조각투자 플랫폼을 보면서 가장 처음으로 의문이 들었던 점은 '플랫폼에서 제시한 자산의 가격을 신뢰할 수 있는가?'였다.

주식의 발행가는 증권사의 수많은 전문가들이 거시경제상황, 기업의 경쟁력, 시장과 산업 등과 같은 여러 요인들에 대한 분석을 바탕으로 제시된다. 그럼에도 불구하고 항상 맞지 않는다. 대부분의 조각투자 플랫폼들은 소유권을 분할해 판매하는 자산의 가격이 어떻게 산출되었는지에 대한 정확한 정보를 주지 않는다.

특히나 예술품의 경우 가치를 분석하는 것은 더욱 까다로울 수 있다. 요소를 정량적으로 측정하기 어렵기 때문이다. 그렇기에 적어도 작품 판매처가 어디인지, 어떻게 이 가격을 형성하게 된 것인지에 대한 정보가 필요하다. 이런 맥락에서 예술품 조각투자 업체들이 제공하는 작품과 작가 설명 페이지에 설명하고 있는 작품 가격 상승률에 대한 데이터 정보는 심각하게 빈약해 보인다. 또한 모든 경매 거래 데이터를 확보해 지속적으로 경매 가격을 분석하고 있는 필자가 보기에 전문성과 객관성 또한 찾기 어렵다고 생각한다. 심지어 이 물건들은 미리 플랫폼에서 구매한 후 투자자들에게 되파는 형식이라는 것이다. 문제는 조각투자 업체가 구매한 가격보다 얼마나 더 비싸게 투자자들에게 파는지 알 수가 없다는 것이다. 구매 가격에 대해 충분히 전문적인 분석, 충분한 설명 그리고 투명한 공개는 매우 중요하다.

4.6 공시 매각 가격과 수익률의 현실성 문제

예술시장은 시세조종과 자전거래에 아주 취약하다. 예술품으로 27%의 수익이 난다고 하지만 대부분의 갤러리는 적자이다. 5년이 좀 넘은 스타트업의 큐레이터와 작가출신으로 국내 예술산업에서 30년간 갤러리를 운영한 대표가 있을 때, 스타트업의 큐레이터가 지속적으로 30% 가까이 더 수익이 나도록 작품을 고를 확률은 얼마나 되는가? 루나테라의 경우 20% 수익률을 준다고 말했으나 결국 망했다. 여기에 더해 발행을 일부러 비싸게 하고 낮은 가격으로 중계를 하면 초기투자자들은 큰 손해를 볼 수도 있다.

예술품 조각투자 플랫폼들은 공동구매 금액을 공개한다. 예를 들면 2021년 7월 28일 아트앤가이드가 공동구매한 문형태의 2017년 작〈Diamond〉는 300만원을 모금해 구매가 완료되었다. 그런데 7월 28일에 300만원에 구매했다는 정보가 인터넷에 공개되어 있는데도 불구하고 48일만에 2100만원으로 무려7배의 금액으로 누군가가 구매했다는 의미이다. 상식적으로 이러한 상황은 납득하기 어렵다. 약 두 달 전에 300만원에 거래된 작품을 오늘 2100만원에 살 사람이 세상에 존재할 지에 대해 합리적 의심이 들 수밖에 없다.

4.7 가격 검증 강도에 대한 문제

이 문제는 플랫폼의 문제라고 하기보다 투자자들이 유의해야 할 점이라고 볼 수 있다. 비싼 자산을 분할된 소유권일지라도 싼 가격에 살 수 있다는 생각 때문에 자신이 사려는 자산에 대해 꼼꼼하게 확인하지 않는 것이 문제가 될 수 있다.

예를 들어 가격이 5억인 예술품을 구매한다고 생각해보자. 이 작가가 예술계에서 얼마만큼의 위치에 있는 사람인지, 작품 가격이 적정한지, 위작은 아닌지, 누가 소장하고 있던 작품인지 등에 대해 꼼꼼히 확인하고 나서도 이 작품을 살지 말지 100번도 넘게 고민할 것이다. 그러나 5억의 예술품을 1만원에 구매한다고 생각하면 여기에 대해 얼만큼 깊게 고민하는가?

www.kci.go.kr

이렇듯 불특정 다수가 소액만을 투자하게 되면 일반적으로 엄청나게 높은 수준의 가격검증과 가치분석이 이루어져야 할 자산에 거래에 있어 가격검증이 충분히 일어나지 못한다는 문제가 생길 수 있다.

5 아트펀드

조각투자의 문제점을 조목조목 짚어 보았다. 그래도 예술품에 투자하고 싶은 소액 투자자들은 어떻게 해야 할까? 그래서 집합투자가 존재한다. 아트펀드에 투자하면 되는 것이다. 그리고 아트펀드는 소액 투자자들만이 아닌 기관과 고액 자산가들에게도 매력적일 수 있다.

5.1 아트펀드에 대한 소고

21세기에 이르러 빠른 속도로 변화한 세계 경제와 같이, 예술시장 또한 여러 차례의 혼란기를 겪었다. '위기는 기회다'라는 말과 마찬가지로 이러한 급격한 변화는 어떤 면에서는 투자자들에게 가치 있는 기회를 제공할 수 있었지만, 다른 측면에서는 상대적으로 변화의 속도가 느렸던 예술시장에 불안정성을 도입하여 위험을 증가시켰다. 그러나 예술품 거래 및 투자 메커니즘이 더욱 정교하게 발전하는 과정이 중요한 변화의 원동력이었음을 고려할 때, 이러한 변화는 반드시 부정적으로만 평가될 수는 없다. 더불어 변동성의 증가로 인해 합리적인 투자자들은 예술경제에 기반한 합리적이고 적절한 투자 결정을 내리기 위해 점점 더 정교한 분석 모델과 금융적 측정법을 활용하여 예술시장의 발전에 기여하고 있다.

2007-2009년의 금융위기를 시작으로 한 세계경제의 장기 침체로 인해 대부분의 국가들의 자본시장에서의 기대수익률은 극단적으로 낮아졌으나 기대수익의 불확실성에 대한 위험은 줄어들지 않았다. 이러한 뉴노멀 시대에서 투자자들은 계속해서 위험 대비 수익률을 향상시킬 수 있는 대체 투자 자산을 찾게 되었고, 주식과 채권과 같은 전통적인 자산들과 낮은 상관관계를 갖는 예술품에 대한 관심이 더욱 높아졌다. 다만, 예술품의 개별 가격이 상당히 높기 때문에 대형 투자자가 아니라면 일반 투자자가 예술품의 낮은 상관관계와 상대적으로 높은 수익률을 누리기 어려운 실정이다. 이로 인해 아트펀드와 같은 집합 투자 수단에 대한 수요가 증가하고 있다. 아트펀드는 기본적으로 모든 예술품에 투자할 수 있는 펀드를 나타내지만, 본 보고서에서는 예술품에 투자하는 다양한 펀드를 편의상 아트펀드로 지칭하겠다.

즉 아트펀드의 주요 목적은 고액의 예술품에 직접 투자할 정도의 금융자산을 보유하지 않았지만 예술시장이 제공하는 혜택을 누리고 싶어 하는 투자자들의 자산을 모아 전문 투자인력이 대신 운용해주는 것이다. 예술품 자산이 상대적으로 작은 투자자들에게는 예술시장에 투자할 기회를 제공하는 장점과 함께, 예술시장에 투자 가능한 자금 규모를 확대하여 유동성을 공급함으로써 투명성과 효율성 측면에서 예술시장의 발전에 기여할 수 있는 장점이 있다.

예술시장은 이미 언급한대로 비효율적이고 유동성이 낮은 특성을 갖고 있기 때문에, 뮤추얼펀드보다는 높은 위험을 감당할 수 있는 적격 투자자나 기관투자자, 그리고 대규모 연기금과 같은 기관투자자를 중심으로 고려되고 있다. 특히 많은 헤지펀드들이 지난 20년 동안 예술품 투자에 큰 관심을 보여왔으며, 최근에는 전문적으로 예술품을 다루는 많은 펀드가 등장하면서 이 분야에 대한 투자자들의 선택 폭을 확장하는데 기여하고 있다. 이러한 펀드들의 주요 판매 포인트는 투자자들이 더 다양한 예술품을 선택할 수 있도록 함으로써 포트폴리오의 효율성을 높인다는 점이다.

예술품에 투자는 매력적일 수 있지만, 동시에 상당

www.kci.go.kr

한 위험을 내포하고 있기 때문에 운용자산이 상대적으로 작은 개인 투자자들은 예술시장에 투자하고 싶어도 쉽게 접근하기 어려운 현실이다. 이러한 수요를 충족시키기 위한 집합 투자 수단이 아트펀드이다. 보통 아트펀드는 어느 정도 규모가 아닌 개인 투자자나 연금기금, 보험사 등 장기 투자를 목표로 하는 기관 투자자들에게 매력적이다.

대부분의 아트펀드들은 '장기투자'와 '포트폴리오 다각화'를 목표로 설정되어 있으며, 필립 호프만이 설립한 파인아트펀드그룹의 The Fine Art Fund I, II, III나 BNP 파리바의 BNP Pariabs Fund, Fernwood Art Fund, China Fund 등이 대표적인 예이다. 아트펀드의 장점은 이미 언급한대로 불투명하고 비유동적이며 수수료가 비교적 높은 예술시장에 직접 뛰어들기보다는 전문가들이 운용하는 펀드에 집합 투자함으로써 경비와 세금을 절감하고 개인 컬렉터 수준에서는 어려운 대작에 공동으로 투자할 수 있으며, 예술에 대한 깊은 지식 없이도 예술시장에 투자할 수 있다는 점이다. 그러나 많은 아트펀드들은 구조적으로 금융권에서 일반적으로 언급하는 펀드보다는 예술품 담보대출에 더 가깝다고 할 수 있다. 이는 1차시장인 예술품 경매시장에서 항상 낮은 가격으로 예술품을 구매하고 이후 더 높은 가격에 매도하는 것이 어렵기 때문이다. 이러한 단점을 극복하기 위해 많은 예술품 펀드는 예술품을 구매한 후 담보대출을 활용하여 추가 자금을 확보한 후 전통적인 금융자산에 재투자하는 형식을 취하고 있다. 그러나 아트펀드의 예술품 담보대출과 구별되는 특징은 펀드 만기 시에 원금을 투자자에게 반환해야 하기 때문에 담보로 잡힌 예술품은 반드시 매각되고 청산 가치를 측정해야 한다는 점이다. 이러한 시간적 제약은 비유동적인 예술시장에 투자하는 아트펀드에 있어서는 치명적인 단점이라고 할 수 있다.

5.2 아트펀드 사례 : The British Rail Pension Fund

아마도 세계에서 예술품 투자를 통하여 가장 성공한 펀드는 BRPF일 것이다. 1974년에 BRPF는 운용하는 연금 투자 포트폴리오에 예술작품을 일부 포함시킴으로써 펀드의 다양화를 시도하고, 분산 효과를 통해 수익률 향상을 추구했다. 1970년대 초반에는 영국의 철도를 운영하던 회사들이 통합되어 국가 관리 산업으로 정착함에 따라, 이 회사들의 피고용인들의 연금 운용을 위해 BRPF가 설립되었다. BRPF는 그 후 영국에서 가장 큰 연금 기금 중 하나로 성장하였다. 1970년대 금융시장의 상황은 현재와 상당히 유사하며, 오랜 기간 동안 불경기의 지속으로 인해 인플레이션 대비 초과수익률이 극단적으로 낮은 시기였다.

석유수출기구(OPEC)는 1973년 석유파동을 포함하여 전 세계 경제에 큰 영향을 미쳤다. 특히 이스라엘과 중동 국가들 간의 계속되는 전쟁은 직접적인 이해당사자 중 하나인 영국의 경제에 부정적인 영향을 미쳤다. 이러한 이유로 영국의 금융 기관들은 투자 전략에서 새로운 패러다임을 수립하려 노력했다.

FT-Actuaries 지수(당시 영국의 주요 자본 지수)의 폭락과 함께 주식 시장은 침체되었고, 미국 Dow Jones Industrial Average도 폭락하여 많은 투자자들이 손실을 경험했다. 인플레이션은 사상 최고를 기록했는데, 1974년 말에 영국 인플레이션 지수는 20%대 후반이었고 미국은 12%였다. 이러한 급격한 불황과 저성장으로 인하여 영국 파운드화는 유럽 통화와 미국 달러 대비 상당한 가치 하락을 경험했다. 그 결과로 연금 기금들이 주로 투자하던 주식과 채권 시장의 유동성이 급격히 감소하였고, 무위험 자산 대비 초과 수익률도 급격히 감소했다.

만약 이와 같은 상황이 1970년대가 아니라 1980년대 후반에 발생했다면, 대체 투자 상품을 찾는 대신 물가에 연동된 주식에 투자하여 위기를 극복할 수도 있었겠지만, 이러한 투자 기법은 당시에는 개발되지 않았다. 이에 따라 BRPF를 포함한 많은 펀드들은 새로운 수익원을 찾아보게 되었고, BRPF는 1974년 후반에 예술작품에 투자하기로 결정했다. 이 시기에 펀드 자산의 가치 총액은 약 10억 파운드 정도였다. 이 펀드는 연간 5%의 성장 목표를 가진 펀드였으며, 퇴직 직원을 위한 연금 지불 초과액에 있어 펀드의

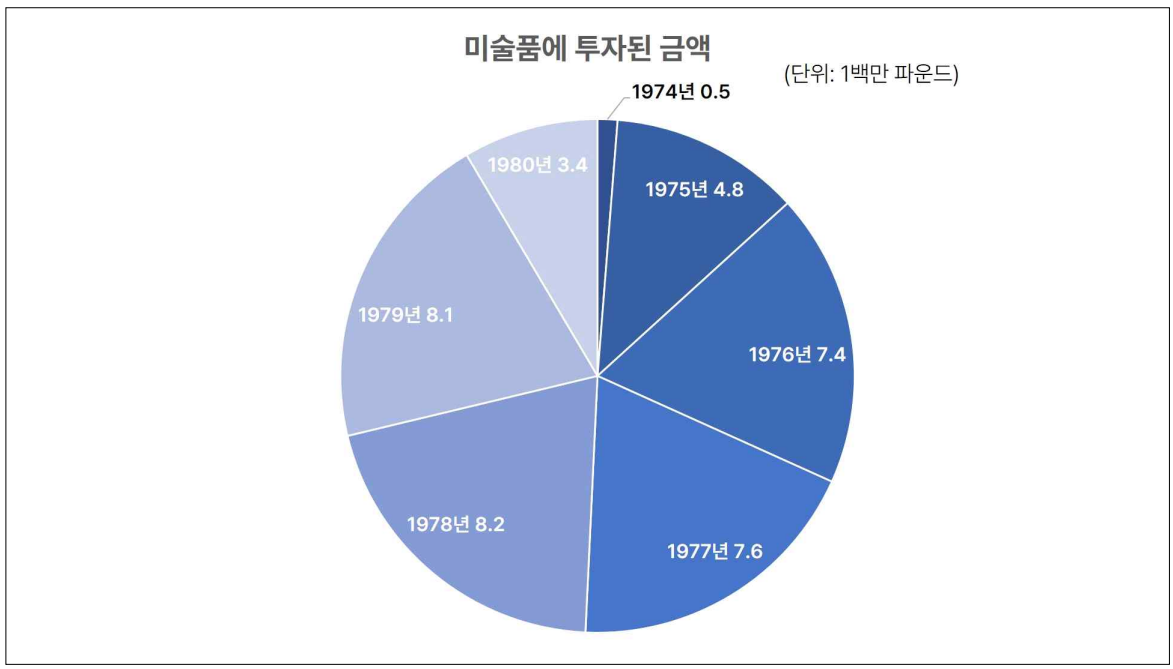
www.kci.go.kr

총 투자 수익과 새로운 활성 직원의 기여도가 우수한 펀드였다.

이러한 어려운 경제 상황에서 적정한 투자 수익률을 확보하기 위해 펀드 매니저들은 펀드 일부 자산을 기존의 주식과 채권과는 상관관계가 낮고 기대수익률이 높은 대체 투자 상품에 투자하여 투자 패턴을 다양화하는 것이 바람직하다는 결론을 내렸다. 예술품의 금융적 특성들은 매니저들의 이러한 요구사항과 이상적으로 맞아떨어졌다. 특히나 순수 예술품의 수익률은 펀드의 부채 프로파일과 거의 정반대의 관계를 가진다는 것이 여러 연구들을 통해 밝혀졌다. 게다가 예술품은 국제적인 시장성을 갖는다는 이점을 제공하기까지 했다. 따라서, 특정 예술품에 대한 수요나 공급이 영국 내에서 미미할 경우, 다른 국가의 예술시장에서 해당 수요나 공급을 찾을 수 있는 장점이 있었다. 이러한 상황에서는 특정 국가의 경제 상황에 덜 의존하고 있을 수 있어, 당시 영국 경제의 극단적인 불황에 따른 부정적인 영향을 완화할 수 있는 헤지 기능을 제공할 수 있었다. 게다가 예술품은 종종 간접적인 외환 투자의 편리한 방법으로 이용된다는 점 또한 영국의 연금 기금들에게 매력적으로 다가갔다.

1974년에 BRPF 매니저들이 예술작품에 투자할 것을 처음으로 결정했을 때, BRPF의 장기 목표를 달성하기 위해서 펀드의 연간 현금 흐름의 6% (대략 3백만 파운드)까지를 예술품 투자에 할당하는 것이 적합하다고 판단했다. 예술품에 가장 활발히 투자하던 시기에는 실질적으로는 6% 이상의 펀드를 예술품에 투자했지만, 이는 자산배분에 있어 단기적 비중변경(tilting)에 의한 것이었다. 〈그림 3〉은 1974년부터 1980년까지 BRPF의 예술품에 투자된 금액을 보여준다.

〈그림 3〉 British Rail Pension Fund 예술품 투자 비중 현황



출처: 홍기훈(2016)

예술품 구매는 주요 경매회사와 여러 딜러들로부터 폭넓게 이루어졌고 어떤 단일 범주의 예술작품에 투자를 집중하지 않았다. 이는 잠재적 이해의 충돌(conflict of interest)을 미연에 방지하기 위한 조치

www.kci.go.kr

로 이해된다. 수백만 파운드를 예술품에 투자하는 펀드가 특정 구매 경로에 집중되거나 유사한 장르나 동일 작가의 작품에 투자가 집중되면, 해당 거래 관련 주체가 대부분 예술시장 참여자임을 감안하여 이로 인해 인위적으로 예술품 가격이 변동될 수 있다.

예술품 투자를 결정한 원래의 목적이 분산효과의 극대화를 통한 위험대비 수익률 향상이었기 때문에 BRPF 매니저들이 투자하는 예술품의 장르는 다양했고 시대 또한 가리지 않았다. 그러나 한 가지 예외가 있었는데, BRPF는 현대예술에 투자하지 않았다. 그 이유는 현대예술품들은 그 가치가 아직 정확하게 판명나지 않았고, 전문가 집단 사이에서도 평가액에 대한 합의가 어렵다는 적정가격에 대한 불확실성과 현대예술시장의 높은 변동성 때문이었다. 즉 BRPF가 표방하였던 예술품 투자 전략은 균형 잡힌 컬렉션 형성이었다. 균형 잡힌 컬렉션이라는 목표에는 금융적인 면보다는 심미적 면이 더 큰 영향을 미쳤다. BRPF가 구매한 예술품은 개별 작품으로만 존재하는 것보다 어떤 특정한 주제 없이 전체 컬렉션을 관통하는 것이 더 균형 잡힌 형태로 존재한다.

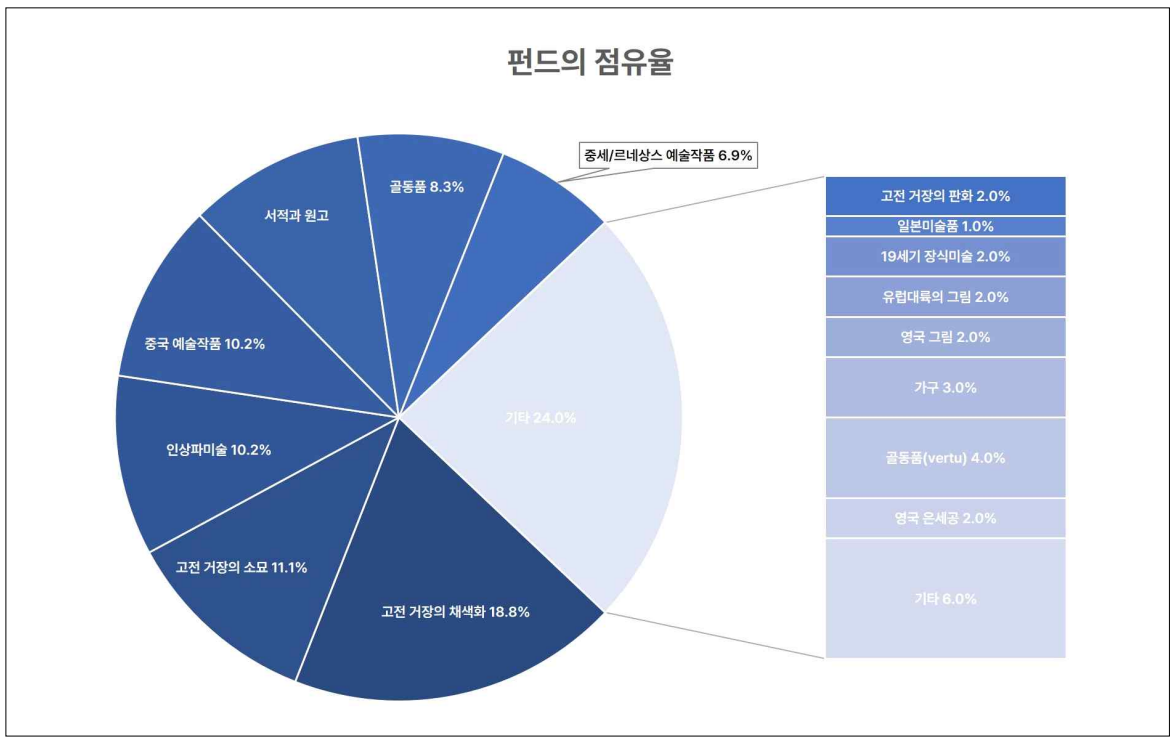
그러나 더 높은 가치를 가진 예술품 컬렉션이 금융적 가치도 증가시킬 수 있는 가능성을 고려할 때, 균형 잡힌 컬렉션 형성은 단순히 심미적인 측면뿐만 아니라 금융적인 측면에서도 긍정적인 효과를 가져올 수 있음을 인지할 수 있다. BRPF의 예술품 구매에 대한 접근은 일관성 있는 예술품 컬렉션을 만드는 것이지만, BRPF의 매니저들은 시장에 저평가된 매력적인 가격의 예술품이 등장하면 자신들의 컬렉션 주제와 어긋나더라도 구매하였다. 다시 말해, 큰 전략은 주로 예술시장의 전문성에 기반하여 심미주의적인 측면에서 포트폴리오 가치를 극대화하는 데 중점을 두었다. 그러나 시장에서 재무적으로 매력적인 상품이 나타날 경우, 장기적인 예술적 접근보다는 단기적으로 기존의 금융적 접근을 우선적으로 고려하는 경향이 있었다. 또한 아무리 뛰어나고 수많은 수집가들이 열광할만한 작품이라도 가격이 너무 높다면 고려대상이 아니었다. 결국 BRPF 매니저들은 큰 틀에서는 예술시장 고유의 특수성과 전문성이 중요할지 모르나 결국 투자 목적은 금융수익창출에 있다는 것을 잊지 않았다. 그들의 직업의 목적은 자산의 효과적 위탁운용이지 훌륭한 예술작품을 수집하는 것이 아니라는 것이다.

1980년 초 BRPF 운용인력들은 그들이 구매한 컬렉션이 예술적 측면에서 주제적으로 의미 있는 테마로서의 응집력을 충분히 갖추고 있다고 판단하였다. 그에 따라 1980년 초에 포트폴리오의 예술품 투자전략을 재검토하였고 컬렉션의 부족한 부분을 완성하기 위하여 신중하게 선택된 몇몇 작품들을 구매하고자 마지막으로 300만 파운드를 추가로 예술자산에 할당하기로 결정했다. 그 이후 BRPF는 예술품 추가 구매를 중단하였다. 이는 펀드 전체의 투자 목적에 따른 명확한 예술품 투자목표를 가지고 그 목표를 달성하기 위해 지속적인 투자전략에 대한 검토가 이루어지는 매우 성공적인 사례이다.

BRPF가 소유했던 작품들은 예술품 전문가들의 자문을 통하여 의도적으로 수많은 장르에 분산되었다. BRPF의 예술품 투자 중 대략 76%는 7가지의 핵심 컬렉션 주제를 달성하는데 할당되었다. 남은 24%는 광범위한 수집 범주를 걸쳐 드문드문 분산되어 있었다. 〈그림 4〉는 BRPF의 예술품에 대한 자산할당 비율을 보여준다.

www.kci.go.kr

〈그림 4〉 장르별 BRPF 자산할당 비율



출처: 홍기훈(2016)

〈그림 4〉에서 보이듯이 BRPF는 고전 거장의 소묘, 고전 거장의 채색화, 중국 예술작품, 인상파 예술, 서적과 원고, 골동품, 중세/르네상스 예술작품의 7가지 핵심 테마를 달성하려 노력했다. 이러한 구체적인 목표를 설정하고 효과적으로 달성하는 데에는 잠재적 이해의 충돌을 가지고 있지 않은 예술시장 전문가의 조력이 필수적이다. 또한 핵심 테마에서 벗어난 24%의 예술품 포트폴리오는 시장에 저평가된 좋은 투자가 될 수 있는 작품이 나왔을 때 기회를 놓치지 않고 구매하거나 단기적인 시장의 트렌드에 맞추어 구매했다. 이러한 기회주의적 투자가 성공적으로 이루어지기 위해서는 예술 전문가들뿐만이 아니라 아트 딜러들과 투자 전문가들의 역할도 매우 중요하다고 할 수 있다.

BRPF는 1974년부터 1980년까지 약 6년 동안 대략 2400개의 예술품을 구매했다. BRPF는 당시 매우 혁신적이고 논란을 야기했던 예술품 자산 운용 프로그램을 구상하고 실행하는 데 있어 예술시장 전문가의 도움이 필요했으며, 프로그램 전반에 걸쳐 소더비와의 비즈니스 파트너 관계를 구축했다. 세계적으로 가장 큰 경매기관과의 파트너 관계는 잠재적 이해의 충돌에서 자유로울 수 없었다. 더 큰 문제는 1974년 소더비와 파트너 관계를 만들었을 때 이해의 충돌에 관한 위험의 연구가 충분히 되지 않아 지금만큼 명확하게 밝혀지지 않았었다. 그러면서도 BRPF는 자체 예술품 구매 결정과 펀드의 행정 작업 간에 거리를 두기 위해, 구매 의사가 있는 예술품을 선택하는 실질적인 관리는 이 목적을 위해 특별히 설립된 독립적인 중개회사에 의해 수행되었다.

이것은 오늘날 금융기관의 증권업무와 은행업무 분리를 위한 방화벽(firewall)의 초기 형태로 볼 수 있다. 게다가 BRPF가 자체적으로 여러 예술전문가들을 고용하였는데 이들은 소더비가 아닌 다른 전문기관에 소속된 사람들이어야만 하였고 이들은 예술품 구매에 대한 소더비의 자문을 평가하고 예술품 판매 전략을

www.kci.go.kr

추천하는 역할을 맡았다. 독립적인 중개회사의 존재는 소더비의 잠재적 이해 충돌을 사전에 방지하며, 이를 통해 소더비 및 다른 예술 전문 기관 및 전문가들이 BRPF에 대해 객관적이고 실질적인 도움을 제공할 수 있었다.

1980년 BRPF가 적극적인 예술작품을 구매를 중단하자 펀드에 고용되었던 큐레이터비용과 예술품 보관 보험료는 BRPF의 예술품투자와 관련하여 가장 큰 비용이 되었다. 이 비용을 감소시키기 위하여 BRPF는 세계의 여러 예술관과 박물관에 BRPF 소유의 작품들을 대여해 주었다. 1980년대에 BRPF가 보유한 30%에서 40% 사이의 가치에 해당되는 작품들이 영국과 미국의 예술관과 박물관에 대여되었다. 대중적으로 인기가 없거나 상대적으로 비주류인 작품들, 또는 특수한 보관상태를 유지하거나 손상되지 쉬운 작품들은 대여대상에 포함되지 않았다. 이러한 작품 대여는 펀드로 하여금 예술품 보험료와 보관비용의 상당부분을 아낄 수 있게 해주었다. 뿐만 아니라, 명성 있는 국제적인 예술관이나 박물관에서의 전시를 통해 BRPF 소유의 작품들이 공개되어, 이를 통해 작품들이 판매될 때 잠재적 가치를 높일 수 있는 이점이 있었다.

기본적으로 BRPF가 구매한 작품들은 장기적인 투자 목적으로 소유되었지만, 1983년에 포트폴리오를 검토하는 과정에서 펀드의 운영진은 7가지 핵심 수집 영역 이외의 다양한 작품을 처분해야 한다는 결론을 내렸다. 그리고 1987년 시장의 변화와 펀드의 세부운용 목적변화에 발맞추어 BRPF 이사진은 예술품 포트폴리오 처분의 시작을 결정하였다. 이러한 판매 결정은 원래 예상보다 조금 빠른 시점이었지만, 1980년대 말 예술품 시장의 가격이 지속적으로 상승할 것이라는 믿음을 기반으로 하여, 시장 트렌드에 신속하게 대응하여 재무적 이익을 극대화하고자 한 조치였다.

최초의 판매 대상은 거장들의 판화 컬렉션으로 결정되었다. 이 작품들은 파손의 위험이 높아 진열과 대여

〈표 1〉 BRPF 컬렉션 수익률

판매작품컬렉션	날짜	장소	연수익률
고전거장의채색화	Jun 87	런던	11%
영국은세공	Nov 87	런던	15.7%
일본예술품	Dec 87	런던	구매비용의세배로팔림
오세아니아예술품	Jul 88	런던	구매비용보다낮은가격에팔림
서적과원고	Sep 88	런던	8.7%
유럽대륙의그림	Oct 88	런던	11.4%
유럽대륙의은세공	Nov 88	제네바	14.1%
프랑스가구	Nov 88	런던	11.6%
인상파예술	Apr 89	런던	21.3%
중국예술작품	May 89	홍콩	15.4%
아프리카부족예술품	Jul 89	런던	4.1%
초기중국도자기	Dec 89	런던	15.8%
금으로만든예술작품	May 90	제네바	12.9%
19세기유럽대륙의그림	Jun 90	런던	14.6%
19세기빅토리아예술품	Jun 90	런던	17.6%

출처: 홍기훈(2016)

www.kci.go.kr

가 어려웠으며, 추가 수익을 창출할 수 없는 상황이었을 뿐만 아니라, 상대적으로 높은 관리비가 발생했기 때문에 첫 번째로 처분되기로 결정되었다. 판화 컬렉션은 1987년 6월 경매로 판매되었는데, 이 작품들의 총 원가는 607,000파운드였고 판매수익은 약 200만 파운드로 알려져 있다. 판화 컬렉션은 BRPF에서 물가상승률을 상회하는 연간 약 11%의 내부수익률(IRR)을 제공하였다. 판화 컬렉션에 대한 BRPF의 투자는 물가상승률보다 높은 실질수익을 실현했다는 점에서 성공적이라고 볼 수 있었고 만족스러운 첫 번째 판매 결과에 따라 1980년대 후반과 1990년에 접어드는 기간 동안 펀드가 보유했던 다른 컬렉션들에 대한 많은 후속 판매를 유발하였다.

1990년대 초에 발생한 예술시장 붕괴는 BRPF의 작품판매결정이 매우 적절하였음을 보여주었다.예술품 전문가들이 아닌 금융전문가들의 역할이 시장참여 시점 결정에서 주목받았다. 1980년대 중반부터 1990년대 초반까지 BRPF의 성공적인 예술품 포트폴리오 처분과정은 예술전문가들과 금융전문인력이 효과적으로 협력하여 투자자들의 가치를 극대화할 수 있는 이상적인 방법을 알 수 있었다.

1990년 초에는 급격히 악화되는 시장 상황을 고려하여 BRPF 소유의 예술품 판매 프로그램이 일시적으로 중단되었고, 매우 소수의 작품만이 꼭 필요한 경우에만 판매되었다. 1994년에 예술시장이 다시 활성화되고 예술품 거래가격이 상승하기 시작한 이후로 BRPF는 포트폴리오 내의 작품들을 다시 활발히 처분하기 시작했다. 2000년 12월에 모든 예술품의 판매가 완료되었다. 예술품 처분에 따른 예술품 처분의 총 수익은 168파운드였고, 총 현금 내부수익률은 11.3%였으며, 인플레이션을 고려하면 연평균 실질수익률은 4% 내외였다.

공식적으로 BRPF는 자신들의 예술품투자 목적이 동일 기간에 주식의 수익률을 뛰어 넘는 것이 아니라, 보유 기간 동안의 인플레이션율을 상회하는 것이 목표였다고 밝혔다. 그럼에도 대다수의 투자에서 본래 목적을 달성하였을 뿐만 아니라, 다른 자산과 포트폴리오 내에서 분산효과를 만들어내어 위험대비 수익률을 향상시켰다. 특히 인상파 작품들이나 중국 도자기나 자기류들의 컬렉션들은 같은 기간 내에 주식 수익률을 월등이 뛰어넘는 성공적인 투자였다.

BRPF의 성과를 세심히 살펴보면, 초기에 엄격하게 세운 펀드의 구매 기준이 느슨한 관리, 경험 부족, 그리고 과도한 예술 전문가의 판매 추천과 같은 요인들로 인해 제대로 지켜지지 않은 경우도 있었음을 확인할 수 있다. 예를 들어, 1978년에 이르러 이미 펀드가 보유하고 있는 예술품들은 지나치게 분산되어 있었으며, 구매 상한액으로 정해진 130만 파운드를 훌쩍 넘어선 820만 파운드를 지출한 적이 있다. 이는 BRPF의 예술품에 대한 자문을 주던 전문가들이 원래 목표했던 7개의 테마를 완전하게 완성하기 위해서는 예술품에 대한 초기 설정액이 너무 적다고 주장했기 때문이다.

다른 예로 7개 주요 컬렉션들과 여러 작은 컬렉션들에 분포되어 있는 2400개의 개별 작품들에 대한 관리비용이 매우 높아 투자수익률의 상당한 부분을 희석했다. 사후 분석을 통해 BRPF는 본인들이 작품의 개수를 너무 많이 보유하였음을 알게 되었다. 2400개의 작품 중 50개만이 25만 파운드 이상의 가치를 지니고 있었다. 가치가 낮은 작품들은 잠재적인 수익률 대비 관리비용이 비교적 높기 때문에 관리비가 적게 드는 작품들을 우선적으로 고려해야 했지만, BRPF의 예술품 구매를 자문한 예술 전문가들은 이러한 고려를 전혀 하지 않았다. BRPF가 구매한 컬렉션들을 사후평가한 결과, 아트펀드를 운용함에 있어 예술품 관리비를 포함한 비용 측면이 매우 중요함을 확인할 수 있다. 이러한 결정을 내릴 수 있는 금융 전문 인력의 역할이 중요하다는 것을 알 수 있다.

BRPF의 예술품에 대한 투자는 최초 매수시점부터 최종 매각시점까지 30년이라는 시간이 필요하였다. 그리고 위에서도 언급하였 듯이 BRPF 예술품 운용에 대한 사후 분석을 통해 BRPF의 운용방식이 완벽하지 않았음을 알 수 있었다. 그럼에도 불구하고 BRPF의 예술품 투자 케이스는 오늘날까지도 가장 성공적인 아트펀드 운용 케이스로 손꼽힌다. BRPF가 성공적일 수 있었던 이유들은 다음과 같다.

www.kci.go.kr

- 먼저, BRPF는 예술품에 투자함에 있어 명확한 투자목표와 범주를 정의했다. 다른 모든 펀드 운용과 마찬가지로, 명확한 투자목표와 범주는 성공적인 운용에 있어 가장 중요한 요소 중 하나이다.

- 펀드 매니저들이 생소한 예술시장을 잘 알고 있는 다수의 전문가를 고용하였고 예술시장 전문가들의 책임과 권한의 범주를 명확하게 설정하였다. 경험해보지 않았던 새로운 시장에 투자하기 위해서는 해당 시장을 잘 알고 있는 전문가들의 도움이 필수 불가결하다. 하지만 이런 전문가들은 고객들의 위험대비 수익률 향상이라는 궁극적 목표를 위해서가 아닌 가장 아름다운 컬렉션 수집이나 다른 심미적 목표를 우선 고려할 수 있다. 따라서, 펀드의 운용은 궁극적으로 금융전문가들에게 의존해야 했으며, BRPF는 명확한 업무영역을 정의함으로써 예술시장 전문가들과의 협력을 통해 펀드운용을 성공적으로 주도했다.

- 충분한 이해가 없었음에도 불구하고, 이러한 우려를 특수목적회사로서 주 자문기관인 소더비가 가질 수 있었던 잠재적 이해의 충돌에 대한 우려를 없앨 수 있었다.

- 펀드의 고유목적과 관련없이, 예술품 투자 결정은 주로 내부적인 필요성에 기인하며, 투자자들이 원하는 수익률을 전통적인 주식이나 채권투자를 통해 얻을 수 없을 때 이루어졌다. 연금기금이나 규모가 큰 펀드의 경우에는 드물게 외부적 필요성에 의해 투자결정이 이루어지기도 한다. BRPF의 예술품 투자는 주로 영국 자본시장 붕괴로 인한 필요에 의해 결정되었으며, 이는 합리적인 펀드의 투자자들을 위한 것이었다.

- 예술품을 구매하고 판매하는 최종 결정은 시장과 경제 상황에 따라 금융전문 인력에 의해 내려졌다. 펀드를 통한 예술품 투자도 최종적으로는 투자자들에게 적합한 위험대비 기대수익을 확보하는 것이 운용의 주된 목적이기 때문에 투자와 관련된 모든 사안들에 대해 결정은 주로 금융전문 인력들에 의해 이루어졌다.

- 예술품 투자의 목적이 극단적인 초과수익을 달성하는 것이 아닌 주식이나 채권과 같은 전통 자산에 대한 투자와 분산효과를 가짐을 목표로 하였다. 예술시장의 비유동성과 비효율성을 고려할 때, 예술품 투자만을 통해 높은 수익률을 달성하려면 비교적 높은 위험 수준을 수용해야 한다. 예술품 투자의 주요 장점은 예술 자산의 수익률이 다른 금융 자산들과 매우 낮은 상관관계를 가진다는 것이다. 이전에 언급한 대로 BRPF는 예술품 투자를 통해 극단적인 수익률을 추구하는 것이 아니라 인플레이션 대비 실질 수익률과 다른 자산들과의 분산효과를 목표로 하였기 때문에 예술품에 과도한 자산 비율을 할당하지 않았다.

[6] 결언

본고는 2023년 현재 빠르게 성장하는 국내 예술시장을 더 잘 이해하고 활성화 시키기 위한 방법으로 예술산업과 예술금융에 대해 논의하였다. 예술품 구매의 이유는 크게 두 가지로 나뉠 수 있다. 첫 번째는 순수한 심미적 만족을 위한 것으로, 예술품을 개인적인 취향과 감상의 대상으로 보는 수집가들에게 해당한다. 두 번째는 예술품을 재산의 일부로 간주하고, 다른 투자 자산과 마찬가지로 금융적 수익을 기대하는 투자자들의 관점이다.

물론, 이 두가지 목적을 동시에 추구하는 사람들도 많다. 그리고 예술품 투자의 재무적 수익률은 다른 금융자산 대비 특별히 높지는 않은 것으로 나타났다. 그럼에도 불구하고 예술품 조각투자를 하는 아트테크 업체들은 예술금융에 대한 잘못된 인식을 가지고 있다. 또한 이들은 투자자 보호, 매각시점과 매각결정, 비즈니스 모델의 혁신성, 제공되는 정보의 불투명성, 자산 가격에 대한 가치 분석 방법론의 불확실성, 공시 매각 가격과 수익률의 현실성, 가격 검증 강도 등의

www.kci.go.kr

문제에 노출되어 있어 예술품 투자 매개체로 적합하지 않음을 논의하였다.

이에 대한 대안으로 본 고는 아트펀드를 제시하였다. 아트펀드의 주요 목적은 고액의 예술품에 직접 투자할 정도의 금융자산을 보유하지 않았지만 예술시장이 제공하는 혜택을 누리고 싶어 하는 투자자들의 자산을 모아 전문 투자인력이 대신 운용해주는 것이기 때문에 고액자산가들이나 기관투자자들에게 적합하다. 아트펀드에 대한 이해를 돕기 위해 BRPF의 사례를 알아보았다.

참 고 문 헌

류지예 · 홍기훈 · 김진희, 2023, 경매추정가와 작품 수익률, working paper

홍기훈, 2016, 국내 미술금융 활성화 전략 및 활용 방안, 한국금융연구원

Goetzmann, W.N., 1993, "Accounting for taste: Art and the financial markets over three centuries," *American Economic Review*, Vol. 83, pp.1370-1376.

Mei, J., and Moses, M., 2002, "Art as an investment and the underperformance of masterpieces," *American Economic Review,* Vol. 92, pp.1656-1668.

Pesando, J.E., and Shum, P., 2007, "The law of one price, noise and "irrational exuberance": The auction market for Picasso prints," *Journal of Cultural Economics*, Vol. 31, pp.263-277.

www.kci.go.kr