

## Eine Stradivari zum Tageskurs: Lohnt die Spekulation mit alten Geigen?

Auf dem Kunstmarkt überschlagen sich die Preise. Noch im Jahr 1987 wurden bei Sotheby's und Christie's für erstklassige Violinen von Antonio Stradivari und Giuseppe Guarneri del Gesù um die 200.000 Pfund geboten. Ende März 1988 hat die von Stradivari 1709 geschaffene „Marie Hall“ bereits 432.000 Pfund Erlöst. Doch schon im November desselben Jahres war auch dieser Preisrekord überholt: Die 1743 von Guarneri gefertigte „Baron Heath“ wechselte bei

Sotheby's London für sage und schreibe 572.000 Pfund den Besitzer.

Die außerordentlich hohen Preise, die heute für alte Violinen auf Auktionen gezahlt werden, erwecken den Eindruck, daß diese Form der Geldanlage besonders lukrativ sein könnte. Ganz offen bekennen heute Käufer von alten Geigen, alten Gemälden und ähnlichen Kunstobjekten in obiger Preisklasse, daß es sich um eine spekulative

Investition handelt, die mit derjenigen in Wertpapiere vergleichbar ist. Der Glaube an hohe finanzielle Rentabilität dieser Art von Vermögensanlage wird in neuerer Zeit auch durch Banken (wie Chase Manhattan in New York) genährt, die sogar Anlageberater für Investitionen in Kunstwerke und Antiquitäten eingestellt haben.

Doch inwieweit treffen diese Erwartungen zu? Lohnt es sich wirklich, eine von Stradi-

# COMPAQ

Damit Ihr NETZWERK  
das optimale Preis- / Leistungsverhältnis bietet,  
lassen Sie sich von uns beraten.



Wir sind Spezialisten für PC-Netzwerke.



Große Installationen bei  
Behörden, Instituten und Banken beweisen das.

# BOD

DATENSYSTEME

## BOD DATENSYSTEME GMBH

Galileo-Galilei-Straße 14  
6500 Mainz-Hechtsheim  
Telefon (0 61 31) 5 90 96  
Telefax (0 61 31) 50 78 66

Hannmanns Au 10  
6600 Saarbrücken  
Telefon (0 6 81) 85 02-00  
Telefax (0 6 81) 85 02 10

Dreiherrnsteinplatz 16  
6078 Neu-Isenburg 2  
Telefon (0 61 02) 50 03-C  
Telefax (0 61 02) 50 03 39

vari oder auch Guarneri gefertigte Geige ausschließlich unter dem Aspekt des finanziellen Ertrags zu erwerben? Oder handelt es sich bei den hohen Auktionspreisen möglicherweise um Einzelfälle, die in den Medien und beim Publikum auf besonderes Interesse stoßen? Übertrifft auch die im Durchschnitt erzielte Rendite einer Geldanlage in Stradivaris jene einer Investition in alternative Anlageformen wie etwa Obligationen? Und wie steht es mit dem Risiko? Diesen Fragen sind kürzlich zwei amerikanische Wissenschaftler, Myron H. Ross und Scott Zondervan von der Western Michigan University, in ihrer Untersuchung „Capital Gains and the Rate of Return on a Stradivarius“ (Economic Inquiry, Bd. 27, Juli 1989) nachgegangen.

#### Rendite der Geldanlage in Stradivaris

Ihr Vorgehen sei am Beispiel einer ausgewählten Geige, die in der Fachliteratur als „Soames“ bekannt ist, illustriert. Diese Geige stammt aus der ersten Schaffensperiode Stradivaris, die noch stark durch seinen Lehrmeister Nicolo Amati geprägt war. Sie wird deshalb als „Amati-Periode“ (1665–1690) bezeichnet. Die 1684 gebaute „Soames“ erzielte 1907 einen Auktionspreis von 8.600 Dollar; sie wurde 1973 für 15.800 Dollar wiederverkauft. Um zu einem sinnvollen Vergleich der beiden Geldbeträge zu gelangen, sind diese Summen bereits um den Einfluß der Inflation bereinigt worden. (Alle im folgenden angegebenen Preise beziehen sich auf den Wert des Dollars im Jahre 1967.) Mit Hilfe der Zinseszinsformel läßt sich errechnen, daß die finanzielle Rendite für den Besitzer der Soames-Geige 0,9 Prozent pro Jahr betragen hat. Mit anderen Worten, der reale Wert dieser Geige ist im Durchschnitt der 66 Jahre (Kauf 1907, Verkauf 1973) um jährlich 0,9 Prozent gestiegen. Wird ein Kunstobjekt bei einem Auktionshaus wie Sotheby's oder Christie's verkauft, müssen erhebliche Gebühren entrichtet werden. Für den bisherigen Besitzer beträgt die Auktionsgebühr üblicherweise zehn Prozent vom Hammerpreis. Dadurch wird die erzielte Rendite weiter geschmälert: Der dem Verkäufer verbleibende Erlös beträgt 14.200 Dollar (15.800 abzüglich 10 Prozent), was eine jährliche Rendite von 0,77 Prozent ergibt.

Zwei weitere in der Amati-Periode angefertigte Geigen wurden ebenfalls auf Auktionen gehandelt. Die 1686 fertiggestellte „Nachez“ wurde 1872 für 2.700 Dollar gekauft und 1979 für 43.700 Dollar verkauft (in Werten des Dollars von 1967). Die Wertsteigerung erscheint gewaltig: Sie beträgt bei

einem Kaufpreis von unter 3.000 Dollar nicht weniger als 41.000 Dollar! Entsprechend hoch wird die Rendite vermutet. In Wirklichkeit ist die jährliche Rendite aber eher bescheiden, denn sie liegt (nach Abzug der Auktionsgebühren) bei nur 2,5 Prozent. Die absolute Wertsteigerung ist, wie dieses Beispiel zeigt, trügerisch, denn der Zinseffekt wird stark unterschätzt.

Die dritte Geige, die 1688 vollendete „Mercury“ wurde sogar dreimal verauktioniert: 1893 für 8.900, 1898 für 9.600 und 1907 für 12.900 Dollar. Für die erste Periode (1893–98) ist die Rendite, nach Abzug der Auktionsgebühren, sogar negativ (– 0,6 Prozent pro Jahr), für die zweite Periode (1898–1907) liegt sie bei 2,1 Prozent pro Jahr. Ein und dieselbe Geige kann somit in einem Zeitraum, rein finanziell gesehen, eine Fehlinvestition darstellen, in einem anderen Zeitraum hingegen eine positive Rendite erbringen. Insgesamt haben die beiden Wissenschaftler 131 Verkaufsergebnisse für 17 von Stradivari geschaffene Geigen untersucht. Die durchschnittliche Rendite all dieser „Investitionen“ beträgt nach Berücksichtigung der Auktionsgebühren im Jahresdurchschnitt 2,2 Prozent.

#### Renditen im Vergleich

Wie schneidet diese jährliche Nettorendite gegenüber anderen Investitionsobjekten ab? Wir haben unlängst an anderem Orte über die Ergebnisse einer von uns durchgeführten Untersuchung der Rendite von mehr als 1000 mehrfach auktionierten Gemälden berichtet (Werner W. Pommerehne et Bruno S. Frey, „Le placement en peinture: une étude sur 350 ans“, Journal de la Société de Statistique de Paris, Oktober 1989)\*. Unseren Ergebnissen zufolge hat für die lange

Periode von 1635–1987 die reale Rendite im Jahresdurchschnitt 1,5 Prozent betragen. Stradivari-Geigen haben somit, rein finanziell betrachtet, etwas günstiger als die von uns untersuchten Bilder abgeschnitten.

Im Vergleich zur Geldanlage in erstklassige Wertpapiere, insbesondere in langfristige Staatsanleihen, ist die Rendite für beide Kunstobjekte jedoch gering. Wäre das Geld in Wertpapieren angelegt worden, hätte eine Durchschnittsrendite von etwas mehr als drei Prozent erzielt werden können. Daran gemessen erbrachte die Investition in Stradivari-Geigen einen jährlichen realen Verlust von beinahe einem Prozentpunkt pro Jahr.

Der Vergleich fällt noch etwas ungünstiger aus, wenn berücksichtigt wird, daß Kunstwerke gepflegt, gelegentlich restauriert und gegen Schäden wie Diebstahl und Feuer versichert werden müssen. Allein die Versicherungsgebühren vermindern die jährliche Rendite um einen weiteren halben Prozentpunkt, so daß noch etwa 1,7 Prozent Nettowertsteigerung pro Jahr übrigbleibt. Dadurch vergrößert sich die Differenz zur Rendite von Wertpapieren weiter und beträgt rund 1,5 Prozentpunkte pro Jahr.

Gerade Investoren aus Deutschland werden allerdings einwenden, daß die von uns berechnete Wertpapierrendite (von insbesondere englischen, französischen, deutschen und amerikanischen Staatsanleihen) die zweimalige Geldentwertung im Deutschen Reich nicht hinreichend berücksichtigt. Für Deutschland müsse daher, wenn schon mit der Rendite weiterer langfristiger Anlageformen wie z. B. von Bauland und Wohnhäusern verglichen werden. Entsprechende Berechnungen, die wir für Deutschland (von Mitte des 19. Jh. bis in die Nachkriegszeit) durchgeführt haben, zeigen

Vier Schaffensperioden: jährliche reale Rendite von Stradivari-Geigen \*)

Amati-Periode	(1665–1690)	1,2 Prozent
Lange Periode	(1691–1700)	– 1,2 Prozent
Goldene Periode	(1701–1725)	3,4 Prozent
Späte Periode	(1726–1737)	4,2 Prozent
Gesamtperiode	(1665–1737)	2,2 Prozent

\*) Durchschnittswerte je Periode nach Abzug der Auktionsgebühren, berechnet anhand von Auktionsergebnissen während des Zeitraums von 1803 bis 1987.

jedoch, daß die Geldanlage in alte Geigen und Gemälde auch dann finanziell nicht lukrativ war: Ihre Rendite (um 2 Prozent) liegt noch immer weit unter jenen gut 3 Prozent jährlichem Wertzuwachs, der bei einer Investition in Wohnhäuser zu erzielen war.

**Ist hohe Qualität eine Garantie für eine gute Geldanlage?**

Vor allem Kunsthändler neigen nunmehr zu dem Gegenargument, daß der Erwerb von Kunstobjekten gleichwohl finanziell lohnend sei, wenn nur hinreichend auf Qualität geachtet wird. Billige, qualitativ minderwertige Ware steige kaum im Preis, während gute Kunstwerke immer Abnehmer zu Spitzenpreisen finden werden. Diese Behauptung mag auf einem Mißverständnis beruhen, indem hohe Preise mit einer hohen Rendite (d. h. mit einer Preissteigerung) verwechselt werden. Die Kunsthändler könnten aber auch der Ansicht sein, daß qualitativ hochwertige Kunstwerke im Lauf der Zeit (prozentual) stärker im Preis steigen als qualitativ minderwertige Ware. Doch stimmt das wirklich?

Um diese Behauptung zu überprüfen, kann man die verschiedenen Schaffensperioden von Antonio Stradivari betrachten, denn seine Geigen werden danach qualitativ unterschieden. Gewöhnlich werden vier Zeiträume unterschieden:

Die erste ist die bereits erwähnte „Amati-Periode“ (1665–1690). Die Preise der in diesem Zeitraum gefertigten Geigen liegen deutlich unter denjenigen späterer Perioden. Für diese Geigen errechnen die amerikanischen Wissenschaftler eine jährliche Rendite von 1,2 Prozent (nach Abzug der

Auktionsgebühren). In der folgenden, sogenannten „Langen Periode“ (1691–1700) hat Stradivari vielfach experimentiert und sehr unterschiedliche Geigen geschaffen. Ihre Preise liegen etwas über jenen aus der Amati-Periode; die errechnete finanzielle Rendite für Geigen dieser Periode sind im Durchschnitt jedoch negativ (– 1,2 Prozent pro Jahr). Die in höheren Preisen reflektierte höhere Qualität ist somit, wenn man diese beiden Perioden vergleicht, keineswegs mit einer höheren Rendite verbunden; vielmehr gilt das Gegenteil.

In der von 1701 bis 1725 währenden „Goldenen Periode“ hat Stradivari nach Auffassung der Kunstexperten den Höhepunkt seiner Schaffenskraft erreicht. Die durchschnittlichen Preise und Renditen der Geigen aus dieser Zeit sind höher als jene der beiden vorangehenden Perioden; die reale Wertsteigerung beträgt 3,4 Prozent pro Jahr. Für die Goldene Periode als Ganzes trifft damit die Behauptung vieler Kunsthändler zu. Dies bedeutet aber nicht, daß ein nur am finanziellen Ertrag interessierter Anleger nicht auch einen Verlust hätte erleiden können. Beispielsweise wurde die 1712 vollendete Meistergeige „Viotti“ 1853 für 4.800 Dollar erworben und 1860 für 4.500 Dollar veräußert, was bei Berücksichtigung der Auktionsgebühren einen jährlichen Verlust von 2,5 Prozent bedeutet. Hieraus wird ersichtlich, daß Investitionen in die Kunst mit einem erheblichen Risiko verbunden sind.

Für die letzte Schaffensperiode Stradivaris ist wiederum ein negativer Zusammenhang zwischen Qualität und Rendite festzustellen. Während dieser „Spätperiode“ (1726–1737) haben Stradivaris Violinen

nicht mehr die Perfektion und Schönheit der in der Goldenen Periode gebauten Geigen erreicht. Entsprechend werden im Durchschnitt etwas tiefere Preise bezahlt. Dennoch ist ein lediglich am finanziellen Ertrag interessierter Anleger am besten gefahren, Geigen dieser Spätperiode zu kaufen und später wieder zu verkaufen. Die durchschnittliche Rendite lag bei 4,2 Prozent. Sie ist damit, wie das folgende Schaubild zeigt, sogar höher als für Geigen der Goldenen Periode.

Unsere schon früher hinsichtlich der Geldanlage in Gemälde gezogenen Folgerungen gelten somit auch für andere Kunstobjekte. Anhand der Stradivari-Geigen wurde gezeigt, daß eine Investition aus rein finanziellen Überlegungen nicht lohnt, selbst wenn das hohe Risiko des Verlusts oder der Beschädigung unberücksichtigt bleibt. Ist dieses Ergebnis für Kunstliebhaber schockierend oder eher tröstlich? Violinen von Stradivari und anderen Meistern sollten unseres Erachtens gesammelt werden, weil ihre Schönheit und ihr Klang Freude bereiten, weil sie ein Ausdruck höchsten künstlerischen Schaffens sind. Daß ihr Erwerb finanziell nicht sonderlich lukrativ ist, kann geradezu als erwünscht angesehen werden. Auf diese Weise kommen die echten Kunstliebhaber eher zum Zuge.

---

\* Prof. Dr. Werner W. Pommerehne lehrt Ökonomie des öffentlichen Sektors an den Universitäten Saarbrücken und Zürich.

Prof. Bruno S. Frey lehrt Theorie der Wirtschaftspolitik an den Universitäten Zürich und Basel.