

Brotlose Kunst

Trotz spektakulärer Auktionsergebnisse rentiert es sich selten, in Gemälde zu investieren

Von Werner W. Pommerehne und Bruno S. Frey

Kunst ist gefragt wie nie zuvor. Die Auktionshäuser melden Umsatzrekorde und in immer rascherer Abfolge neue Spitzenpreise. Noch vor drei Jahren galt William Turners „Seelandschaft“ mit einem Auktionspreis von umgerechnet 27,7 Millionen Mark als das weltweit teuerste Bild. Bereits ein Jahr danach erzielten die „Landschaft mit aufgehender Sonne“ von Vincent van Gogh und Andrea Mantegnas „Anbetung der Könige“ Preise über dreißig Millionen Mark. Als neuester Auktionsrekord gelten van Goghs „Sonnenblumen“. Dieses Gemälde ersteigerte am 30. März dieses Jahres, genau am 134. Geburtstag des Künstlers, der japanische Versicherungskonzern Yasuda für 65,9 Millionen Mark.

1907, also siebzehn Jahre nach dem Tode von van Gogh, wurde dieses Bild bei einer Ausstellung in Mannheim für umgerechnet 12 000 Mark angeboten. Bereits zwei Jahre später, wiederum in Mannheim, sollte es schon 28 000 Mark kosten. Edith Beatty erwarb es 1934 von dem Pariser Kunsthändler Paul Rosenberg für angeblich 63 000 Mark. Beattys Erben können sich über den kürzlichen Rekorderlös zu Recht freuen, denn nach Abzug aller Kosten ergibt sich für die Investition von 63 000 Mark eine Verzinsung von jährlich 11,4 Prozent. Diese fürstliche Rendite liegt nicht nur weit über der Inflationsrate, die während derselben Periode im Jahresdurchschnitt 6,7 Prozent betragen hat. Eine reale Rendite von jährlich 4,7 Prozent ist auch höher als der Ertrag aus den allermeisten sonstigen Geldanlageformen, selbst höher als bei Gold oder Wertpapieren.

Der eine oder andere mag einwenden, daß es sich hierbei wohl um einen Glücksfall handle, der sich nicht so rasch wiederholen wird. Doch wird die Geldanlage in Kunstwerken allgemein als profitabel angesehen. Vor allem in den Vereinigten Staaten entdecken immer weitere Kreise den Kunstkauf als Gesellschaftsspiel, das nicht nur Freude und Spaß bereitet, sondern darüber hinaus auch Gewinn abwirft. Amerikanische Banken scheinen diese Einschätzung von Kunst als Kapitalanlage zu bestätigen, haben sie doch sogenannte *art investment counselors*, also Anlageberater für Kunstobjekte, eingestellt, welche den Kunden helfen sollen, Kunstwerke mit hoher Rendite zu erwerben.

Gewinn durch Freude

Auch wenn es in Europa ähnliche Tendenzen gibt, so sind die hiesigen Kunstkenner und Anlageberater in dieser Hinsicht im allgemeinen eher zurückhaltend. So warnen etwa Pierre Koller vom gleichnamigen Auktionshaus in Zürich und Jörg-Michael Bertz, Christie's Statthalter in Düsseldorf, ausdrücklich davor, Kunstobjekte lediglich unter Anlageaspekten zu betrachten.

Wer hat nun recht? Bringt die Geldanlage in Kunstwerken wirklich eine höhere Rendite als Investitionen in andere Formen der Vermögensanlage? Oder aber sollte tunlichst nur derjenige Kunstwerke kaufen, der daran Freude hat und hieraus einen ästhetischen Gewinn zieht? Diese Fragen sind nicht leicht zu beantworten. Angaben über die tatsächlichen Verkaufspreise von Kunstwerken in Galerien, bei Kunsthändlern und auf Ausstellungen stehen nicht oder nur sehr lückenhaft zur Verfügung. Verlässliche Datenreihen gibt es nur für die auf Auktionen erzielten Preise.

Ob Gemälde vom finanziellen Standpunkt aus rentabel sind, hängt sowohl von der Rendite als auch vom Risiko ab. Die Rendite entspricht dem jährlichen Zinssatz, der sich aus dem Vergleich zwischen dem Verkaufs- und Ankaufspreis eines Bildes errechnet. Das finanzielle Risiko von Kunstinvestitionen wird durch die zeitlichen Schwankungen in der Rendite unterschiedlicher Gemälde erfaßt.

Das tatsächliche Risiko ist allerdings eher höher, denn Bilder können auch gestohlen, beschädigt oder sogar zerstört werden. Auch ist nie sicher, ob ein Gemälde wirklich von dem besagten Künstler stammt. Auktionatoren haften weder für Zurechnungen noch für die Echtheit der Objekte, und spätere Beanstandungen, gleich welcher Art, bleiben unberücksichtigt. Selbst unkritische Käufer muß es nachdenklich stimmen, daß es allein in den Vereinigten Staaten etwa siebentausend Bilder von Camille Corot geben soll – eine sehr hohe Zahl, wenn man berücksichtigt, daß Corot nur etwa viertausend Bilder gemalt hat. Ähnlich verhält es sich auch mit Werken von Maurice Utrillo.

Gerhard Reitlinger hat in seinem dreibändigen Werk *The Economics of Taste* die Auktionspreise für Gemälde über Jahrhunderte zurückverfolgt. Er hat in dieser wichtigen Arbeit ausschließlich Bilder von mehr als siebenhundert bedeutenden Künstlern berücksichtigt. Es sind in erster Linie Bilder dieser Art, welche auch unter finanziellen Renditeüberlegungen bei den Versteigerungen großer Häuser nachgefragt werden.

William Baumol – er lehrt an den Universitäten von Princeton und New York Ökonomie und ist selbst ein ausübender Künstler – hat mit Reitlingers Daten für die Zeit von 1652 bis 1960 die Preisänderungen all jener Gemälde untersucht, die mindestens zweimal ihren Besitzer gewechselt haben. Die bei insgesamt 640 Transaktionen erzielten Preise werden mit einem Preisindex deflationiert. Dann verbleibt als reale Rendite für die Geldanlage in Gemälden ein Zinssatz von lediglich 0,6 Prozent pro Jahr. Im Vergleich hierzu beläuft sich die langfristige reale Rendite für Staatspapiere auf rund 2,5 Prozent pro Jahr. Baumol legt dabei

die sichersten langfristigen Staatspapiere in England zugrunde, eingeschlossen die berühmten ewigen Anleihen (*consols*), welche, wie auch die schöngeistige Romanliteratur bezeugt, die hauptsächlich finanzielle Absicherung viktorianischer Witwen und der ledigen Töchter aus wohlhabenden Familien darstellten.

Für Gemälde, die in den Vereinigten Staaten und Großbritannien in der Zeit von 1946 bis 1968 auf Auktionen gehandelt wurden, hat John Stein eine Preissteigerung errechnet, die einer nominalen Rendite von jährlich 10,5 Prozent entspricht. Im gleichen Zeitraum betrug die entsprechende Rendite auf dem Wertpapiermarkt 14,3 Prozent. Zumindest in den ersten beiden Jahrzehnten der Nachkriegszeit waren Investitionen in Gemälden finanziell nicht lukrativ. In Angaben zu konstanten Preisen überführt, hat ein repräsentativer Investor in jedem Jahr einen Verlust von 1,6 Prozent (gegenüber der Realverzinsung von Wertpapieren) erlitten. Überdies erweist sich das Risiko von Investitionen auf dem Kunstmarkt als besonders hoch, denn die Bilderpreise schwanken bedeutend stärker als die Preise für Wertschriften.

Ergebnis: Der Erwerb von Bildern ist weniger lukrativ und überdies viel riskanter als der Kauf von Wertpapieren. Man kann allerdings einwenden, daß sich diese Untersuchungen vor allem auf die weiter zurückliegende Vergangenheit erstrecken. Gerade in jüngster Zeit könnte der Kauf von Bildern hohe Gewinne versprechen.

Hier setzt nun unsere eigene Untersuchung ein. Die Studie umfaßt mehr als zweitausend Gemälde-transaktionen, insbesondere auch die Verkäufe in neuester Zeit. Für die Gesamtperiode von 1635 bis 1987 gelangen wir zu einer durchschnittlichen realen Rendite von 1,5 Prozent pro Jahr. Dieser Zinssatz ist deutlich höher als die von Baumol errechnete Realrendite von 0,6 Prozent für die Periode 1652-1960. Er kommt jedoch auch nicht an die entsprechenden Realrenditen von Staatspapieren heran.

Auch unserer Studie zufolge sind Kunstwerke eine finanziell riskante Angelegenheit, und zwar nicht nur während der gut dreihundertjährigen Spanne 1635-1950, sondern ebenso in der neueren Zeit seit 1950. In der Nachkriegszeit lassen sich durchschnittliche reale Ertragsschwankungen zwischen minus neunzehn und plus sechzehn Prozent feststellen. Für nahezu ein Drittel aller Transaktionen ergibt sich real betrachtet ein Wertverlust, und für etwas mehr als die Hälfte ist die Rendite wiederum niedriger als jene von Staatspapieren.

Natürlich ist auch unsere Studie auf die Vergangenheit gerichtet, und die Zukunft kann hiervon völlig abweichen. Aber eine Analyse der langfristigen Entwicklung der Bilderpreise gibt keine Hinweise darauf, daß Investitionen in Kunstwerke in Zukunft hohe Gewinne abwerfen. Die Analyse deutet vielmehr in eine andere Richtung: Die Preisänderungen von Gemälden lassen sich als Zufallsprozeß interpretieren, das heißt, die Schwankungen der Preise gehorchen allein den Gesetzen des mathematischen Zufalls.

Aus dieser Erkenntnis sind zwei Folgerungen zu ziehen.

- Die Preisentwicklung eines Bildes läßt sich nicht zuverlässig voraussagen.
- Information und spezifische Kenntnisse über den Kunst- und Bildermarkt sind keine Garantien für eine höhere Rendite.

Trotz ihrer Sachkenntnisse und ihres überlegenen Wissens können Kunstexperten auf dem Gemäldemarkt also finanziell nicht erfolgreicher operieren als Laien. Moden in der bildenden Kunst

und ihre Auswirkungen auf die Preise sind auch von Kunstkennern nicht prognostizierbar und lassen sich daher auch nicht systematisch finanziell ausnutzen.

Beispiele gibt es genug: Lange Zeit galt etwa Jan Vermeer nichts, heute dagegen gehört er zu den sehr teuren Malern. Ähnlich verhält es sich bei El Greco. Turner wurde zuerst sehr hoch bezahlt; dann brachen die Preise ein, heute erzielen seine Arbeiten Auktionsrekorde. Umgekehrt gibt es zahlreiche Namen, die früher etwas galten, heute dagegen so gut wie unbekannt sind; die Gebrüder Adriaen und Isaac von Ostade, Nicolas Berchem, Philip Wouvermans und viele andere. Zum Beispiel hat die einstige Begeisterung für Werke von Sir Lawrence Alma-Tadema bald nachgelassen, so daß der 1913 verstorbene Künstler noch rund ein Jahrzehnt den Preisverfall seiner Werke miterleben konnte. Und tiefer konnten die Preise kaum fallen: Eines der berühmtesten seiner Gemälde fand 1960 nicht einmal zu fünf Prozent des 1904 gezahlten Preises einen Käufer.

Kunst für Kenner

Auch der Hinweis auf finanziell erfolgreiche Sammlungen, etwa die bei Christie's London versteigerte Sammlung des St. Galler Textilfabrikanten Hans Mettler, die 1979 das 34fache des zwischen 1915 und 1929 eingesetzten Kapitals (eine nominelle Verzinsung von jährlich 6,4 Prozent, jedoch eine Realrendite von nur zwei Prozent) erbrachte, ist kein stichhaltiges Gegenargument. Derartige Sammlungen liefern ein systematisch verzerrtes Bild, denn es handelt sich bereits um eine Positivauslese. Wenn schon, dann müßten die Sammlungen all jener, die nicht erfolgreich waren, die sich also zwangsweise (wegen schlechter Geschäftslage oder Bankrott) von ihren Bildern trennen mußten, ebenfalls berücksichtigt werden.

Versprechungen besonders lukrativer Renditemöglichkeiten auf dem Kunst- und vor allem auf dem Bildermarkt sind verfehlt. Dies ist das Ergebnis aller bisher durchgeführten sorgfältigen wissenschaftlichen Studien; diese Folgerung ergibt sich aus unserer Untersuchung. Wie anderswo ist es auch im Bereich der Kunst nicht einfach möglich, auf leichte Weise spekulative Gewinne zu erzielen.

Sind diese Erkenntnisse niederschmetternd? Wohl kaum. Kunst soll erwerben, wer Freude daran hat. Für Sammler aus Leidenschaft lohnt sich der Kauf von Bildern immer. Die eingangs erwähnte Skepsis gerade erfahrener Anlageberater und Sammler wird somit durch die wissenschaftlichen Studien gestützt. Ist es nicht tröstlich zu wissen, daß Kunstwerke immer noch zu einem Bereich gehören, auf dem keine hohen Gewinne für Geldanleger winken, sondern wo das persönliche ästhetische Empfinden den Ausschlag gibt?

Prof. Werner W. Pommerehne lehrt Ökonomie des öffentlichen Sektors an der Freien Universität Berlin und Wirtschaftspolitik an der Universität Zürich.

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