

# Themen der Zeit

Seite 33

Saarbrücker Zeitung

Nr. 11 — Samstag/Sonntag, 13./14. Januar 1990

## Die Risiken des Kunstmarkts

# Vor Spekulationen wird gewarnt

### Ein Drittel aller Transaktionen ist mit einem Verlust verbunden

Das ist kaum zu glauben", bemerkte ein Zuschauer, als bei Sotheby's in New York die Gebote für van Goghs „Iris" immer weiter in die Höhe kletterten. Schon seine „Tournesols" hatten im März 1987 sage und schreibe 39,9 Millionen Dollar erbracht. Nun, nur wenige Monate später wurden für seine „Iris" 53,9 Mio. Dollar bezahlt. Damit ist van Gogh gleich zweimal unter den derzeit zehn höchstbezahlten Gemälden vertreten.

Von Picasso finden sich unter den zehn teuersten Gemälden sogar sechs Werke — Ironie des Schicksals, wenn man die Lebensläufe beider Künstler betrachtet. Picasso, der sehr bald als Genie unter den modernen Künstlern galt, hat seine Gemälde zu außerordentlich hohen Preisen absetzen können. Van Gogh hingegen konnte lediglich eine einzige Arbeit verkaufen und hat Zeit seines Lebens in kümmerlichen Verhältnissen gelebt.

Es erstaunt, daß die erste Arbeit eines alten Meisters lediglich den siebten Platz einnimmt, zumal wenn man berücksichtigt, daß es sich bei Pontormo (Jacopo da Carucci) keineswegs um einen zu seiner Zeit führenden Maler handelt. Weitere Klassiker wie die „Anbetung der Magier" von Mantegna oder das „Ovalportrat einer jungen Frau" von Rembrandt liegen derzeit auf den Plätzen 28 und 30.

Die heute auf Auktionen gezahlten Spitzenpreise legen den Schluß nahe, daß die Geldanlage in Kunst besonders lukrativ ist, zumindest vom finanziellen Standpunkt aus betrachtet. Vor allem in den Vereinigten Staaten gibt es inzwischen private „Art Advisors", welche helfen, Kunst zu kaufen. Die amerikanischen Banken (so z. B. die Chase Manhattan) fördern diesen Trend zur „Kunst als Kapitalanlage", indem sie „Art Investment Counselors" einstellen. Damit verstärken sie den Eindruck, daß es sich finanziell lohnt, in Kunst zu investieren.

Auch wenn in europäischen Finanzkreisen ähnliche Ansichten vertreten werden — „BNP Arts" heißt die unlängst gegründete Tochtergesellschaft der Banque Nationale de Paris, die sich mit der Geldanlage in Kunstwerke befaßt —, so sind die hiesigen Kunsthändler und Anlageberater doch eher zurückhaltend. Sie warnen davor, Kunst lediglich unter dem Aspekt der Anlagendiversifikation zu betrachten.

Zweifellos ist es möglich, auf dem Gemäldemarkt eine weit überdurchschnittliche Rendite zu erzielen, vorausgesetzt, man hat erahnt, welche Bilder „gut" sind. Die „Tournesols" von van Gogh wurden 1934 für lediglich 24 000 Pfund erworben und 1984 für fast 40 Mio. Dollar verkauft, was — nach Abzug aller Transaktionskosten — eine reale (also um die Inflation bereinigte) Rendite von jährlich elf Prozent ergibt. Dem letzten Besitzer von „Yo, Picasso" erging es noch besser: 1981 für die Summe von 5,83 Mio. Dollar erworben, erbrachte dieses Bild 1989 den Preis von 47,9 Mio. Dollar. Die jährliche

Realverzinsung beträgt entsprechend 10,6 Prozent, was zweifellos eine fürstliche Rendite darstellt.

„Die von den Medien verbreiteten Spitzenpreise liefern ein übertriebenes Bild"

Es kann jedoch noch besser kommen. Der amerikanische Grundstücksmakler Gerald Guterman gab 1984 annähernd 400 000 Dollar für ein Stilleben von van Duyl aus; beim Verkauf im Jahre 1988 lag der Auktionspreis bei 2 Mio. Dollar, das heißt, die Realverzinsung betrug pro Jahr 31 Prozent. Für ein weiteres Gemälde („Guardroom interior" von Duck), das er 1986 für 21 170 Dollar erworben hatte und nur zwei Jahre später für 130 000 Dollar

veräußern konnte, errechnet sich eine jährliche Realrendite von beträchtlichen 77,4 Prozent (nach Abzug aller Unkosten)!

Die Spekulation mit Kunst kann allerdings auch ganz anders ausgehen. Zunächst ist der Kunstmarkt durch beträchtliche Transaktionskosten gekennzeichnet. In einigen Ländern müssen sowohl der Verkäufer als auch der Käufer zehn Prozent des Hammerpreises an das Auktionshaus abführen (so z. B. bei Sotheby's und Christie's in London und New York), in anderen Ländern — z. B. in Frankreich — sind diese Unkosten noch höher. Hinzu kommen die Kosten der Versicherung des Gemäldes, die derzeit zwischen einem halben und einem Prozent des Schätzpreises betragen. Der Preis eines Bildes muß also beträchtlich steigen, allein um diese Kosten zu decken. Schließlich ist die Inflation zu berücksichtigen. Legt man die durchschnittliche Preissteigerungsrate der beiden letzten Jahrzehnte (1970–88) zugrunde, dann müßte der derzeitige Besitzer von „Yo, Picasso“ (1989 für 47,9 Mio. Dollar erworben) für dieses Bild in fünf Jahren (1994) 66 Mio. Dollar erzielen, nur um mit der allgemeinen Preissteigerung Schritt halten zu können. Will er darüber hinaus auch die Unkosten hereinholen, dann müßte der Preis auf 81 Mio. Dollar klettern, d. h., das Bild müßte in fünf Jahren im Wert um mindestens 33 Mio. Dollar steigen, damit der jetzige Besitzer keinen Verlust erleidet.

Die Geschichte der Gemäldeverkäufe zeigt, daß selbst jene Preissteigerung, die zum Ausgleich der Inflation und der Kosten des Erwerbs und der Versicherung eines Gemäldes erforderlich ist, vielfach nicht erreicht werden konnte. Nicht selten hat sich der Kauf von Bildern auf Auktionen — zumindest in finanzieller Hinsicht — als eine Fehlinvestition erwiesen. Einer der Vorbesitzer von „Yo, Picasso“ hat diese schmerzliche Erfahrung machen müssen. Er hatte dieses Bild 1970 für 147 000 Pfund ersteigert und es 1981 für 5,83 Mio. Dollar wiederverkauft. Als jährliche nominelle Rendite errechnet sich ein Zinssatz von 8,6 Prozent. Doch betrug allein die jährliche Inflationsrate im gleichen Zeitraum 12,2 Prozent, so daß sich als reale Rendite ein Jahreszins von –3,6 Prozent ergibt.

Der Spekulant Guterman hat einen noch herberen Verlust hinnehmen müssen. Das Gemälde „Nijmegen“ von Salomon van Ruisdael, das er 1983 für 780 000 Dollar ersteigert hatte, hat auf einer Versteigerung im Jahre 1988 einen Preis von lediglich 825 000 Dollar erzielt. Die nominelle Bruttorendite von sechs Prozent stellt in Wirklichkeit, d. h. unter Berücksichtigung der Inflation und der verschiedenen Unkosten, einen Verlust dar, denn die reale Ertragsrate beläuft sich auf –6,3 Prozent pro Jahr.

Es gibt weitere Gründe, weshalb die Möglichkeiten, auf dem Kunstmarkt Gewinne zu erzielen, tendenziell überschätzt werden. In den Medien wird im allgemeinen nur über die Rekordpreise berichtet, kaum aber darüber, daß eine beträchtliche



Vincent van Goghs „Sonnenblumen“ erzielten 1987 mit 39,9 Millionen Dollar einen damals noch unvorstellbar hohen Preis. Heute ist er längst übertunden. Foto: AP

Anzahl der eingereichten Bilder von den Auktionshäusern abgewiesen wird, weil sie keine außergewöhnlichen Preise versprechen. Aber auch von den zur Auktion gelangenden Objekten wird noch während der

Veranstaltung ein erheblicher Teil zurückgezogen. So im letzten Sommer bei in Monaco durchgeführten Auktionen von Sotheby's und Christie's 15 beziehungsweise 37 Prozent.

## „Kunstgegenstände erwerben sollte nur der, der Freude daran hat“

Solche und noch höhere Rückgangsquoten sind heute üblich. Sie deuten an, daß die potentiellen Verkäufer den geforderten Mindestpreis nicht erzielen konnten und daß sie beträchtliche Verluste hätten hinnehmen müssen, wenn sie sich um jeden Preis von ihren Gemälden trennen hätten. Die auf Auktionen gehandelten Bilder, vor allem aber die Rekordpreise der tatsächlich verkauften Kunstwerke, stellen insofern eine nicht-repräsentative Stichprobe dar. Die von den Medien verbreiteten Spitzenpreise liefern ein übertriebenes Bild von den Möglichkeiten, auf dem Kunstmarkt erfolgreich zu spekulieren.

Auf diese eher pessimistischen Argumente wird häufig mit dem Hinweis reagiert, der Käufer solle eben nur gute Gemälde erwerben. Es sei zwar möglich, auf dem Kunstmarkt Verluste zu erleiden, doch sei es bei hinreichendem Sachverstand und sicherer Intuition ebenso möglich, Kunstwerke zu ersteigern, deren Wert zweifellos steigt und die einen guten Gewinn abwerfen.

Diese Argumentation erscheint überzeugend, doch geht sie von der fragwürdigen Annahme aus, man sei der einzige, der wüßte, welche Gemälde nun wirklich gut seien. Es gibt zweifellos noch weitere Personen, welche in der Lage sind, das Potential der Wertsteigerung von Gemälden abzuschätzen und die danach trachten, diese Gewinnmöglichkeit auszuschöpfen. Als Folge dessen kommt es zwangsläufig zu einem Preisanstieg der betreffenden Gemälde — möglicherweise bevor man selbst zum

Zuge gekommen ist. Der erhoffte Gewinn als Differenz zwischen Wiederverkaufs- und Ankaufspreis beruht insofern weit mehr auf einem Traum als auf einem wohl-durchdachten Kalkül.

Es liegt nahe, einen Vergleich mit dem Finanzmarkt anzustellen. Zweifellos ist es möglich, bei Börsenspekulationen erhebliche Gewinne zu machen. Wer z. B. im Juni 1984 an der New Yorker Börse eine Aktie von Sony oder der Times Inc. erworben und sie fünf Jahre danach (Juni 1989) wieder



Pablo Picasso ist mit seinen Werken sechs mal unter den zehn teuersten Gemälden der Welt zu finden. Hier sein „Akrobat und junger Harlekin“ aus dem Jahr 1905. Rechts unten seine „Mutterschaft“ (in einer Fotomontage). Ein Bild, das im November 89 ebenfalls einen Rekordpreis erzielte. Fotos: AP

verkauft hatte, hat eine Realrendite von nicht weniger als 23 Prozent bzw. 26,5 Prozent pro Jahr erzielen können. Jemand, der im gleichen Zeitraum an der Londoner Börse mit Aktien von Rank oder Rothmans spekuliert hatte, konnte eine jährliche

Realverzinsung von 24,9 beziehungsweise von 21,9 Prozent erzielen (und dies bei wesentlich niedrigeren Transaktionskosten).

Diese wenigen Beispiele genügen, um zu zeigen, daß auf den Finanzmärkten ähnliche Gewinne möglich sind wie auf dem Kunstmarkt. Man muß allerdings wissen, wie man sie sich aneignen kann. Es ist leicht, im nachhinein mögliche Gründe zu nennen, weshalb der Wert einer Aktie oder eines Bildes gestiegen ist. Um überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen, ist es jedoch notwendig, daß man die finanziell interessanten Objekte im voraus benennen kann, was es dann auch erlaubt, diese zu erwerben, bevor andere potentielle Spekulanten dies tun. Es ist also illusorisch, an Geldanlagen zu glauben, die mit Sicherheit außergewöhnliche Gewinne abwerfen — und zwar auf dem Kunst- wie auf dem Finanzmarkt.

Dem Kunsthistoriker Gerald Reitlinger verdanken wir eine ziemlich umfangreiche Auflistung der Preise für Gemälde, die seit Mitte des 17. bis Ende der 60er Jahre dieses Jahrhunderts mehrfach (mindestens zweimal) auf Auktionen gehandelt wurden. Er legt dabei ausschließlich Bilder von weltweit bekannten Malern zugrunde und stützt sich auf Auktionen in London, Paris und New York. Wir haben Reitlingers Daten bis 1987 fortgeführt und außerdem Auktionen in Deutschland, Österreich, in der Schweiz und in den Niederlanden berücksichtigt.

Weil weitgehender Konsens besteht, daß kurzfristige Spekulationen in Kunstwerke finanziell unprofitabel sind, betrachten wir lediglich jene Gemälde, bei denen zwischen jedem An- und Verkauf mindestens 20 Jahre verstrichen sind. Aus den dabei entrichteten Preisen haben wir 1200 Renditen berechnet (die Auktionspreise haben wir vorher mit einem Preisindex deflationiert;

ebenso haben wir den beträchtlichen Transaktionskosten Rechnung getragen, die je nach Periode, Land, Auktionshaus und Preis des Gemäldes verschieden sind).

Die durchschnittliche Realverzinsung der Geldanlage in Gemälde beträgt nach unseren Berechnungen für die gesamte Periode (1635 bis 1987) im Jahresdurchschnitt 1,5 Prozent. Im Vergleich dazu hätten langfristige Staatsanleihen (mit einer Laufzeit von mindestens 20 Jahren) eine jährliche Realrendite von drei Prozent erbracht oder anders formuliert: Die Realverzinsung von Gemälden betrug nur die Hälfte jener von Staatsanleihen.

Schließlich erweist sich die Geldanlage in Gemälde als sehr riskant, denn die Spanne der Realrenditen geht von plus 26 bis zu minus 19 Prozent. Insgesamt sind rund ein Drittel aller Transaktionen mit einem absoluten Verlust verbunden. Für mehr als die Hälfte aller Bilderkäufe und -verkäufe liegt die Realverzinsung unterhalb jener einer Geldanlage in Staatspapiere. Damit erweist sich die Intensität der Ertragschwankungen, die ein Maß für das finanzielle Risiko darstellt, auf dem Gemäldemarkt als wesentlich höher als auf dem Markt für langfristige Staatsanleihen.

Außerdem sind die von uns berechneten Realzinssätze noch um einiges höher als sie es in Wirklichkeit sind. In der Tat sehen sich die Besitzer kostbarer Gemälde einer Reihe von Risiken und zusätzlichen Kosten ausgesetzt, die wir nicht berücksichtigen konnten: Zur Werterhaltung ist in gewissen Abständen eine fachkundige Reinigung vorzunehmen; möglicherweise muß auch eine Klimaanlage installiert werden; darüber hinaus müssen Bilder gegen mögliche Schädigung und gegen Diebstahl versichert werden (allein die Versicherungskosten liegen derzeit bei mindestens einem halben Prozent des Schätzwertes eines Ge-

mäldes). Ist dieses Ergebnis niederschmetternd? Wir finden es nicht. Es gibt auf dem Kunstmarkt ein untrügliches Mittel, um sich gegen Verluste abzusichern und mit Sicherheit einen Gewinn zu erzielen: Gemälde, aber auch andere Kunstgegenstände sollte nur erwerben, wer an ihnen auch Freude hat! Der ideelle Gewinn, den man aus dem Besitz und der Betrachtung eines Bildes zieht, kann von keinem Spekulanten in Frage gestellt werden.

WERNER W. POMMEREHNE/  
BRUNO S. FREY

Seit Oktober 1989 ist Werner W. Pommerehne Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Ökonomie des öffentlichen Sektors, an der Universität des Saarlandes. Professor Frey lehrt Volkswirtschaft mit Schwerpunkt Wirtschaftspolitik an der Universität Zürich.