

ne Studie des Institutes für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich über die Rendite bei Bilderkäufen kommt zu einem verblüffenden Ergebnis:

## Investitionen in die Kunst sind «en vogue» – aber sie sind kein «Geschäft»

VON WERNER W. POMMEREHNE  
UND BRUNO S. FREY\*

Die Nachfrage nach Kunst ist heute grösser denn je zuvor. Die Auktionshäuser melden Umsatzrekorde und in immer rascherer Abfolge neue Spitzenpreise. Noch vor vier Jahren galt Turners «Seelandschaft Folkstone» (Sotheby's London, 1984) mit einem Auktionspreis von 9,8 Millionen Dollar als das weltweit teuerste Bild. Schon ein Jahr später erzielte van Goghs «Landschaft mit aufgehender Sonne» bei Sotheby's in New York umgerechnet 9,9 Millionen Dollar, und für Mantegnas «Anbetung der Könige» wurden bei Christie's London 10,4 Millionen Dollar gezahlt. Am 30. März 1987 stellte van Goghs «Sonnenblumen»

Der jüngste Auktionsrekord wurde vergangenen November erzielt, wiederum mit einem Gemälde von van Gogh: Die bei Sotheby's in New York versteigerten «Schwertlilien» erreichten einen Preis von 53,9 Millionen Dollar (die zehnpromtente Kommissionsgebühr eingerechnet). Die Mutter des jetzigen Besitzers hatte es 1947 für lächerliche 84 000 Dollar gekauft (weniger als eine halbe Million Dollar in heutiger Kaufkraft). Entsprechend hoch ist die durchschnittliche reale Verzinsung, die sich im Jahresdurchschnitt auf 12 Prozent beläuft.

Die Geldanlage in Gemälde wird häufig als sehr lukrativ angesehen, zumindest vom finanziellen Gesichtspunkt aus betrachtet. Insbesondere in den Vereinigten Staaten entdecken immer weitere Kreise den Kunstkauf nicht nur als Gesellschaftsspiel, das Freude und Spass macht, sondern auch als Anlageform, die Gewinn abwirft. Amerikanische Banken fördern diesen Trend zur «Kunst als Kapitalanlage», indem sie sogenannte Art Investment Counselors, also Berater für Kunstinvestitionen, einstellen. Damit verstärken sie den Eindruck, dass es sich finanziell auszahlt, Geld in Kunst anzulegen.

Auch wenn es in europäischen Finanzkreisen ähnliche Tendenzen gibt, so sind die hiesigen Kunstkennner und Anlageberater doch eher zurückhaltend. Beispielsweise warnt Pierre Kollier (vom gleichnamigen Auktionshaus in Zürich) ausdrücklich davor, Kunstobjekte lediglich unter dem Aspekt der Anlagendiversifikation zu betrachten. Gerade erfahrene Sammler teilen diese Ansicht, indem sie betonen, dass Kunst in erster Linie wegen ihres intrinsischen Wertes und nicht wegen der finanziellen Rendite erworben werden soll.

Wer hat nun recht? Bringt die Geldanlage in Kunstwerke eine höhere Verzinsung als vergleichbare Anlageformen? Sollten Gemälde aus finanziellen Gründen erworben werden, wie es die Beispiele von van Goghs «Sonnenblumen» und «Schwertlilien» nahelegen könnten?

Diese Fragen sind nicht leicht zu beantworten. Angaben über die tatsächlichen Verkaufspreise von Kunstwerken in Galerien und bei Kunsthändlern stehen nicht oder allenfalls lückenhaft zur Verfügung. Verlässliche Datenreihen gibt es lediglich für die auf Auktionen erzielten Preise. Gerade für Gemälde sind diese Werte jedoch von erheblicher Bedeutung, denn sie dienen als Indikatoren für die vom Kunsthandel geforderten Preise.

Ob Gemälde vom finanziellen Standpunkt aus profitabel sind, hängt sowohl von der (durchschnittlichen) Verzinsung als auch vom Risiko ab. Die Rendite entspricht dem jährlichen Zinssatz, der sich aus der Differenz zwischen dem Verkaufs- und dem Ankaufspreis eines Bildes errechnet. Das finanzielle Risiko von Kunstinvestitionen wird durch die Schwankungen in der Rendite unterschiedlicher Bilder erfasst. Das tatsächliche Risiko ist allerdings wesentlich höher, denn Bilder können gestohlen, beschädigt oder gar zerstört werden. Auch ist

unsicher, ob ein bestimmtes Gemälde wirklich von dem Maler stammt, dessen Signatur es trägt oder dem es zugeschrieben wird. Wenn es zu Änderungen in der Zuschreibung kommt, kann dies einen erheblichen Einfluss auf die Auktionspreise haben.

Ein Beispiel stellt Rubens Gemälde «Daniel in der Löwengrube» dar, das 1882 bei Christie's London für 1680 Pfund den Besitzer wechselte und 1885 ebenda für 2520 Pfund wieder veräussert wurde. 1963, inzwischen Jacob Jordaens zugeschrieben, erzielte dasselbe Bild nur noch 500 Pfund. Aber nur zwei Jahre später, nunmehr als ein Meisterwerk von Rubens eingestuft, wurde es vom New Yorker Metropolitan Museum für 178 600 Pfund erworben.

Auktionatoren haften grundsätzlich weder für die Echtheit von Objekten noch für Zuschreibungen; ebenso bleiben spätere Beanstandungen, gleich welcher Art, unberücksichtigt. Selbst unkritische Käufer mag es daher nachdenklich stimmen, dass es allein in den Vereinigten Staaten rund 8000 Corot-Bilder geben soll. Diese Zahl ist sehr hoch, wenn man berücksichtigt, dass es allenfalls 4000 authentische Bilder von diesem Maler gibt. Anderen Quellen zufolge wird die Zahl von Corot-Fälschungen auf gegen 10 000 geschätzt. Ähnlich verhält es sich mit den Arbeiten anderer Künstler, insbesondere mit Gemälden von van Dyck und Utrillo.

Der Kunsthistoriker Gerald Reitlinger hat in seinem dreibändigen Werk «The Economics of Taste» die Auktionspreise für Gemälde über mehr als drei Jahrhunderte zurückverfolgt. Er legt dabei ausschliesslich «bedeutende Bilder der weltweit bekanntesten Maler» zugrunde und stützt sich auf Auktionen in London (meistens bei Sotheby's und Christie's), Paris und, seit der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts, auch in New York. Wir haben Reitlingers Daten, die bis Ende der sechziger Jahre gehen, 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 (grösstenteils wegen der Aufgelder der Auktionshäuser und weiterer Transaktionskosten), betrachten wir lediglich jene Gemälde, bei denen zwischen jedem An- und Verkauf mindestens 20 Jahre verstrichen sind. Damit ergibt sich eine Zahl von 2400 Handänderungen. Aus den hierbei entrichteten Preisen lassen sich 1200 Renditen berechnen. Die Auktionspreise haben wir vorher mit einem Preisindex deflationiert, ebenso haben wir den beträchtlichen Transaktionskosten (die je nach Periode, Land und Auktionshaus verschieden sind) Rechnung getragen.

Nach unseren Berechnungen beträgt die durchschnittliche reale Rendite für Investitionen in Gemälde für die gesamte Untersuchungsperiode von 1635 bis 1987 im Jahresdurchschnitt 1,5 Prozent. Im Vergleich dazu hätten Geldanlagen in erstklassige Wertpapiere, insbesondere in langfristige Staatsanleihen, einen langfristigen Real-

### Ernüchternd

*Kunstgemälde, glaubt man den Experten, sind eine profitable Anlageform. Wer daran zweifelt, muss sich angesichts der sensationellen Preise, die jüngst an verschiedenen Auktionen erzielt wurden, eines Besseren belehren lassen. Muss er wirklich? Eine Studie der beiden Universitätsdozenten Frey und Pommerehne kommt zu einem ernüchternden Ergebnis: Mit der vermeintlichen Wertsteigerung des alten Meisters an der Wohnzimmerwand ist es nicht weit her.*

einen neuen Auktionsrekord auf, denn dieses Bild ersteigerte sich der japanische Versicherungskonzern Yasuda bei Christie's London für sage und schreibe 39,9 Millionen Dollar. 1907, also 17 Jahre nach dem Tod des Künstlers, wurde dieses Bild auf einer Ausstellung in Mannheim für 3000 Pfund angeboten. Bereits zwei Jahre später, wiederum in Mannheim, sollte es bereits 17 000 Pfund kosten. Edith Beatty erwarb es 1934 von dem Pariser Kunsthändler Paul Rosenberg für angeblich 24 000 Pfund. Nach Abzug aller Unkosten ergibt sich für diese Investition von 24 000 Pfund eine durchschnittliche jährliche Verzinsung von 11,4 Prozent. Diese fürstliche Rendite liegt nicht nur weit über der Inflationsrate, die während derselben Periode (1934–1987) im Jahresdurchschnitt 6,7 Prozent betragen hat. Ein realer Zinssatz von jährlich 4,7 Prozent ist auch höher als der Ertrag aus den allermeisten sonstigen Geldanlagen, eingeschlossen Gold und Wertschriften.

\*Prof. Dr. Werner W. Pommerehne lehrt Volkswirtschaftslehre an der Freien Universität Berlin und Wirtschaftspolitik an der Universität Zürich.

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

zins von etwas mehr als drei Prozent pro Jahr erbracht. Die Anlage in Gemälden bringt somit einen jährlichen realen Verlust von nahezu zwei Prozentpunkten (gegenüber der Geldanlage in Staatspapiere) mit sich. Oder etwas anders formuliert: Die Realverzinsung von Gemälden liegt nur bei der Hälfte der Realrendite von Staatsanleihen.

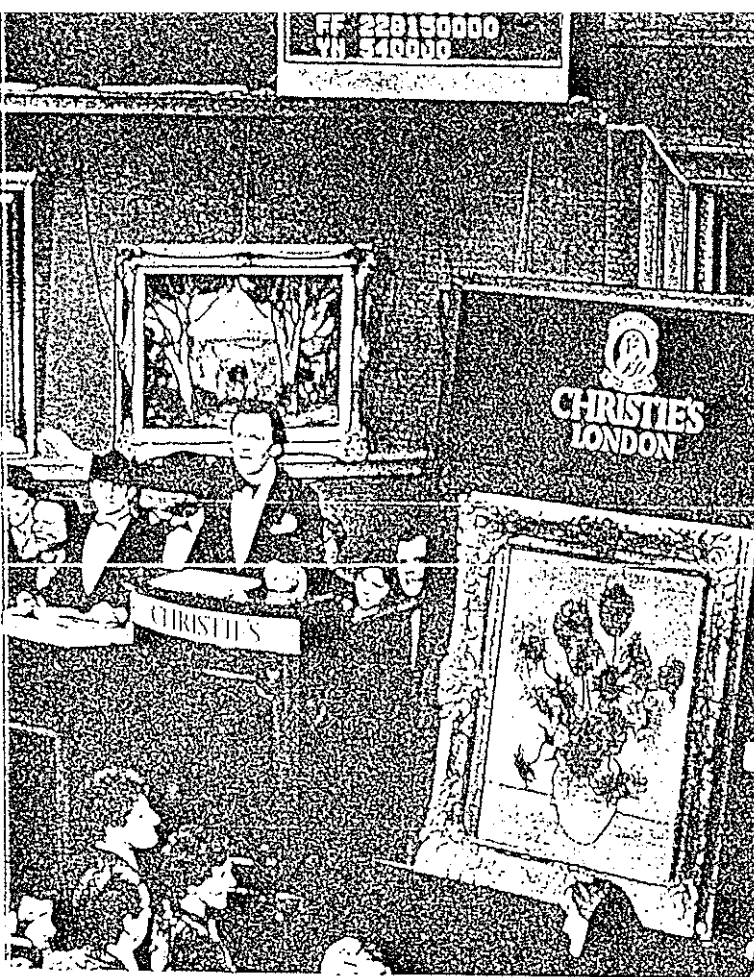
Man könnte nun einwenden, dass finanziell motivierte Investitionen in die Kunst erst in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg in grösserem Umfang getätigt wurden. Daher haben wir die Renditen auch separat, nämlich in Handänderungen vor und nach 1950 berechnet. Die durchschnittliche reale Verzinsung für Gemäldetransaktionen zwischen 1635 und 1949 liegt unseren Berechnungen zufolge bei 1,4 Prozent pro Jahr, ist also deutlich niedriger als die entsprechende Realrendite aus Investitionen in Staatspapiere, welche im Jahresdurchschnitt 3,3 Prozent betrug. Ein repräsentativer Geldanleger in Gemälden hat somit einen realen Opportunitätsverlust von nahezu 2 Prozent erlitten (verglichen mit dem realen Ertrag aus Staatsanleihen).

### Absoluter Wertverlust bei jeder dritten Transaktion

Für die neuere Periode von 1950 bis 1987 ergibt sich eine durchschnittliche Realverzinsung von 1,6 Prozent pro Jahr für Investitionen in Gemälden, während die Geldanlage in Staatspapiere real etwas mehr als 2 Prozent erbracht hat. Ein repräsentativer Investor hat demnach auch in der Nachkriegsperiode einen realen Opportunitätsverlust von gut einem halben Prozentpunkt pro Jahr erlitten.

Der wesentliche Grund, weshalb Investitionen in Gemälden in neuerer Zeit vergleichsweise attraktiver als Investitionen in Staatspapiere geworden sind (der reale Opportunitätsverlust hat sich immerhin von zwei auf einen halben Prozentpunkt verringert), besteht allerdings nicht etwa darin, dass die Realverzinsung von Gemälden gestiegen ist. Der hauptsächlichste Grund ist vielmehr der, dass die in der Nachkriegszeit deutlich höhere Inflationsrate (sie hat sich mit jährlich 5 Prozent gegenüber der Periode 1635-1949 verzehnfacht) sich nicht vollständig in den nominellen Zinssätzen für langfristige Kredite niederschlagen hat. Als Folge dessen ist die Geldanlage in Staatsanleihen weniger attraktiv geworden (die durchschnittliche reale Ertragsrate ist von 3,3 Prozent auf 2,3 Prozent gefallen). Es ist zu erwarten, dass mit Rückgang der Inflation ein gegenläufiger Effekt wirksam wird. Wenn also die Inflationsrate in Zukunft auf ihr historisches Niveau zurückgeht, werden Geldanleger in Gemälden wiederum einen höheren als den heutigen realen Opportunitätsverlust erleiden (jeweils im Vergleich zu Investitionen in Staatspapiere).

Die von uns berechneten realen Ertragsraten für Investitionen in Gemälden sind überdies eher höher, als sie in Wirklichkeit sind. Für den Besitzer eines wertvollen Gemäldes ergeben sich nämlich einige zusätzliche Kosten, die bei einem Geldanleger in Wertpapieren nicht anfallen: Zur Werterhaltung von Gemälden ist in gewissen Ab-



«Sonnenblumen» von Vincent van Gogh am 30. März 1987 bei Christie's in London: Ein japanischer Versicherungskonzern kaufte das Werk für 39,9 Millionen Dollar, 80 Jahre zuvor (und 17 Jahre nach dem Tod des Künstlers) war es auf einer Ausstellung in Mannheim für 3000 Pfund angeboten worden. Haben also die früheren Besitzer mit van Goghs «Sonnenblumen» insgesamt eine gigantische Kapitalrendite erzielt? Eine präzise Nachrechnung ergibt: Die Rendite war in der Tat fürstlich, aber keineswegs gigantisch. Und van Goghs «Sonnenblumen» sind der spektakuläre Ausnahmefall, der mithilfe falscher Vorstellungen von der Wirklichkeit des Kunstmarktes zu verbreiten.

Fotos: Reuters, Christie's

ständen eine fachkundige Reinigung vorzunehmen; möglicherweise muss auch eine Klimaanlage installiert werden. Darüber hinaus müssen die Bilder gegen mögliche Beschädigungen wie gegen Zerstörung durch Feuer und Wasser und gegen Diebstahl versichert werden (ausser sie werden in Banksafes gehalten; doch sind die entsprechenden Kosten auch in diesem Fall höher als bei Investitionen in Wertschriften). Nach Berechnungen der International Foundation of Art Research hat sich während der vergangenen Dekade nominell stark gestiegener Bilderpreise die Zahl von Kunstdiebstählen gut verdreifacht; gleichzeitig ist die Quote der Aufdeckung von Diebstählen von 22 auf 5 Prozent gesunken. Entsprechend sind die Kosten der Versicherung gegen Feuerschäden und Diebstahl gestiegen und liegen heute zwischen einem halben und einem Prozent des Schätzwertes eines Gemäldes, und dies jedes Jahr.

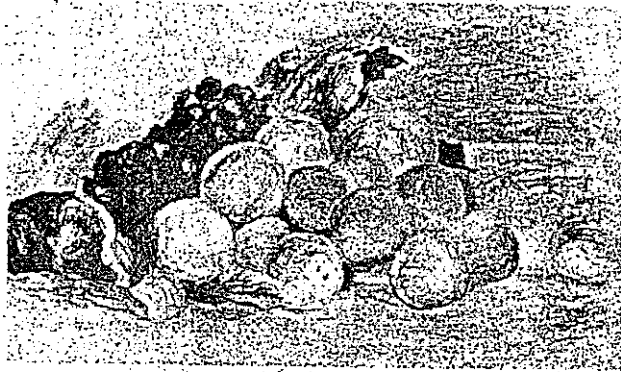
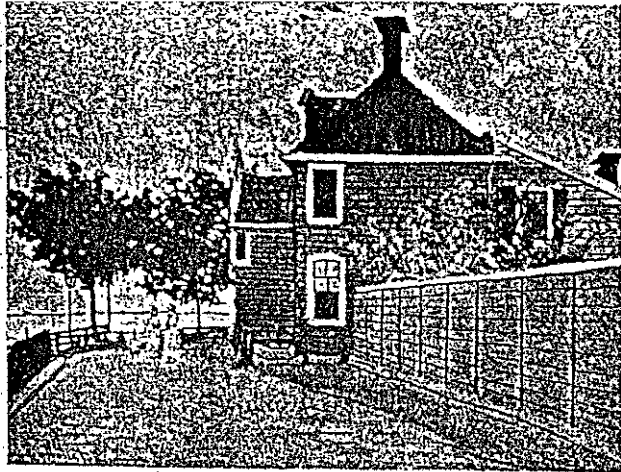
Investitionen in Gemälden sind überdies bereits finanziell recht riskant. Für die Nachkriegsperiode lässt sich eine Spanne in den durchschnittlichen realen Ertragsraten zwischen -19 und +16 Prozent feststellen (für den Zeitraum 1635-1949 zwischen -16 und +26 Prozent). Insgesamt ist fast ein Drittel aller Transaktionen mit einem absoluten Wertverlust verbunden. Für mehr als die Hälfte aller Transaktionen (55 Prozent) ist die jährliche Realverzinsung niedriger als bei Investitionen in Staatspapiere. Ähnliches gilt für den Zeitraum vor 1950. In beiden Perioden ist die Intensität der Ertragsschwankungen auf dem Gemäldemarkt wesentlich stärker als auf dem Wertpapiermarkt.

Die bisherigen, meistens auf den Durchschnitt bezogenen Ergebnisse können anhand einzelner Gemälden und Künstler noch besser verdeutlicht werden. Wer zum Beispiel rechnet zu den grossen Gewinnern, wer zu den deutlichen Verlierern? Die höchste durchschnittliche reale Ertragsrate in unserer Stichprobe hat das Gemälde «Mann in Schwarz» von Frans Hals erzielt (etwas mehr als 26 Prozent im Jahresdurchschnitt). Es war 1885 bei Christie's in London für etwas mehr als 5 Pfund versteigert worden und hat 1919 bei Sotheby's in London einen Preis von 9000 Pfund erreicht. Es gibt eine Reihe weiterer Bilder von diesem Maler, die in diesem wie auch im letzten Jahrhundert reale Ertragsraten um 10 Prozent erzielt haben. Gleiches gilt für Gemälden von Cézanne, Gauguin, van Gogh, Manet, Matisse, Monet und Renoir, alles Maler, die weltbekannt sind. Aber auch von diesen Künstlern hat es Gemälden gegeben, deren reale Verzinsung niedriger und bisweilen sogar negativ ausfiel.

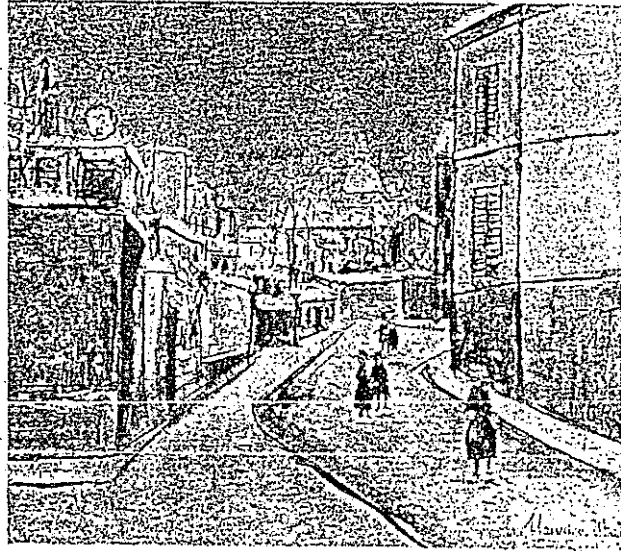
### Wesentlich riskanter als herkömmliche Wertpapiere

Der hauptsächlichste Verlierer aus rein finanzieller Sicht ist in unserer Stichprobe John Singer Sargent mit seinem Ölbild «San Virgilio». Für dieses Bild wurde 1925 ein Preis von 7350 Pfund gezahlt; 1952 wurde es bei Christie's in London für 105 Pfund veräussert. Für den glücklosen Besitzer ergab sich eine Realverzinsung von -19,3 Prozent pro Jahr.

Die Liste weiterer Maler, deren Werke nur mit erheblichen finanziellen Verlusten wiederveräussert werden konnten, ist lang



Werke von Monet, Renoir, Utrillo (links), Manet und Matisse (oben): Klingende Namen für Kunstfreunde - aber nicht unbedingt klingende Münze für Anleger, die Bilder mit Aktien verwechseln



und umfasst Künstler wie Sir Lawrence Alma-Tadema, Carlo Crivelli, John Hoppner, William A. Hunt, Sir Edwin Landseer, Frederick Lord Leighton, Sir John Millais, Sir Joshua Reynolds und David Roberts. Es überrascht nicht, dass die meisten dieser Maler selbst heutigen Kunstliebhabern kaum bekannt sind, so sehr sind sie ausser Mode gekommen. Allerdings sind einige von ihnen in jüngster Zeit erneut auf Interesse gestossen, so dass ihre Arbeiten in den letzten Jahren wieder eine positive Realverzinsung erreicht haben.

In unserer Studie untersuchen wir den finanziellen Ertrag von Investitionen, die in der Vergangenheit getätigt worden sind. Es ist durchaus möglich, dass die Zukunft von der Vergangenheitsentwicklung völlig abweicht. Die uns bislang vorliegenden Evidenzen geben jedoch keine Hinweise darauf, dass Investitionen in Kunstwerke in Zukunft hohe Gewinne abwerfen.

Unsere Ergebnisse stimmen überdies mit jenen vergleichbarer Studien weitgehend überein. Der bekannte Ökonom William Baumol, der an den Universitäten von

New York und Princeton lehrt und selbst ausübender Künstler ist, hat mit Reitlingers Daten für die Zeit von 1652 bis 1960 die Preisänderung jener Gemälde untersucht, die mindestens zweimal den Besitzer gewechselt haben. Er kommt zu einem durchschnittlichen realen Zinssatz von 0,6 Prozent pro Jahr. Im Vergleich dazu beläuft sich die langfristige reale Rendite für Staatspapiere auf jährlich 2,5 Prozent. Ein repräsentativer Investor hat somit in jedem Jahr einen effektiven Verlust von nahezu 2 Prozent erlitten (gegenüber der Realverzinsung von Staatsanleihen). Auch nach Baumols Berechnungen ist die Geldanlage in Gemälde riskant. Die Spanne der von ihm ermittelten Ertragsrate liegt zwischen jährlich -19 und +27 Prozent. 40 Prozent aller Transaktionen waren mit einem absoluten Verlust (in realen Werten) verbunden, 60 Prozent aller Gemälde transaktionen erbrachten eine niedrigere Rendite als Staatspapiere.

Robert Anderson, der sich ebenfalls auf die Daten von Reitlinger stützt, darüber hinaus eine Reihe weiterer Quellen hinzu-

zieht und auch die Dekade von 1960 bis 1970 berücksichtigt, gelangt zu einer durchschnittlichen nominellen Ertragsrate von jährlich 3,3 Prozent. Dieser Zinssatz entspricht gerade der Hälfte der nominellen Rendite einer Investition auf dem Wertpapiermarkt. Auch das finanzielle Risiko einer Geldanlage in Gemälde ist weit höher: Auf dem Bildermarkt beträgt die Standardabweichung der Rendite - ein übliches Mass für die Intensität von Schwankungen - 56 Prozent, auf dem Wertpapiermarkt liegt sie dagegen bei nur 12 Prozent des Mittelwertes.

In einer dritten Untersuchung hat John Stein für Gemälde, die in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien in der wesentlich kürzeren Priode von 1946 bis 1968 auf Auktionen gehandelt wurden, eine durchschnittliche nominelle Ertragsrate von 10,5 Prozent ermittelt. Die entsprechende Rendite auf dem Wertpapiermarkt betrug für den gleichen Zeitraum 14,3 Prozent. In realen Grössen hat ein repräsentativer Investor einen jährlichen Opportunitätsverlust von 1,6 Prozent erlitten (gegenüber der Realverzinsung von Wertpapieren). Wiederum erweist sich das finanzielle Risiko von Investitionen auf dem Kunstmarkt als besonders hoch, denn die Gemäldepreise schwanken erheblich stärker als die Preise der Wertpapiere.

Die drei erwähnten Studien, aber auch unsere Untersuchung, die sich auf einen grösseren Zeitraum und eine grössere Zahl von Transaktionen erstreckt, kommen alle zum gleichen Ergebnis: Die Geldanlage in Gemälde ist vom rein finanziellen Standpunkt aus weniger lukrativ und überdies wesentlich riskanter als Investitionen in herkömmliche Wertpapiere.

Die weitere Analyse der Entwicklung von Gemäldepreisen deutet überdies darauf hin, dass auf lange Sicht Preisänderungen als Zufallsprozess interpretiert werden können. Das heisst: Die reale Ertragsrate von Investitionen in Gemälde, die länger als 20 Jahre gehalten wurden, lässt sich kaum irgendwelchen systematischen oder identifizierbaren Faktoren zuordnen. Aus dieser Zufälligkeit von Änderungen von Bilderpreisen und Ertragsraten lassen sich zwei Folgerungen ziehen:

- Die Preisentwicklung und die Rendite eines Gemäldes lassen sich nicht zuverlässig voraussagen.
- Information und spezifische Kenntnisse über Kunst und insbesondere den Bildermarkt erlauben dem einzelnen nicht, eine im Durchschnitt höhere Rendite zu erzielen, als wenn ohne dieses Vorwissen Gemälde (der ausgewählten Qualitätsgruppe) erworben werden.

### Bilder soll kaufen, wer Freude an Bildern hat

Hieraus wiederum folgt, dass Kunstexperten trotz ihrer Sachkenntnisse und ihres überlegenen Wissens im Durchschnitt nicht in der Lage sind, auf diesem Markt erfolgreich zu operieren. Die Preisbewegungen, welche im nachhinein mit «Moden» in der bildenden Kunst belegt werden, sind nämlich auch von Kunstkennern

nicht vorhersagbar und lassen sich daher auch nicht systematisch finanziell ausnutzen.

Beispiele hierfür gibt es genug: Gemälde von Vermeer z.B. galten lange Zeit sehr wenig und erzielten entsprechend auch nur niedrige Preise; heute zählen sie zu den weltweit teuersten Bildern. Ähnlich verhält es sich mit der Wiederentdeckung von El Greco. Turner wurde zuerst sehr hoch bezahlt, dann brachen die Preise ein; heute erzielen seine Arbeiten Auktionsrekorde. Derartige Preisschwankungen sind auch bei den Präraffaeliten zu beobachten, die sich neuerdings wieder wachsender Beliebtheit erfreuen. Umgekehrt gibt es zahlreiche Künstler, die früher etwas galten, heute dagegen so gut wie unbekannt sind, so etwa van Ostade, die Gebrüder Berchem, Wouvermans und viele andere. Beispielsweise hat die einstige Begeisterung für Gemälde von Sir Lawrence Alma-Tadema bald nachgelassen, so dass der 1913 verstorbene Künstler noch rund ein Jahrzehnt den Preiszerfall seiner Bilder miterleben musste. Und tiefer konnten die Preise kaum fallen: Eines seiner berühmtesten Gemälde fand 1960 nicht einmal zu 5 Prozent des 1904 gezahlten Preises einen Käufer! Kunstexperten können selbstredend nachträgliche Gründe für einen derartigen Preiszerfall angeben, doch sie sind nicht in der Lage, das Entstehen derartiger Moden und ihr Abklingen vorauszusagen.

Auch die Feststellung, dass es Sammlungen gibt, die im Wert beträchtlich gestiegen sind, ist kein stichhaltiges Gegenargument zu obigen Aussagen. Betrachten wir z.B. die Sammlung des St. Galler Textilfabrikanten Hans Mettler, die 1979 bei Christie's in London das 34fache des zwischen 1915 und 1929 eingesetzten Kapitals erbracht hat. Zunächst: Die finanzielle Rendite dieser Sammlung als Ganzes ist keineswegs sehr hoch. Die nominelle Verzinsung beträgt 6,4 Prozent pro Jahr; die reale Rendite liegt bei 2 Prozent und ist damit niedriger als die durchschnittliche Ertragsrate aus einer Investition in Wertpapiere. Doch selbst wenn die finanzielle Rendite einer bestimmten Sammlung höher wäre als die Ertragsrate einer Geldanlage in Wertpapieren, ergibt sich daraus noch kein zugkräftiges Gegenargument. Derartige heute bestehende Sammlungen liefern ein systematisch verzerrtes Bild, denn es handelt sich bereits um eine positive Auslese. Wenn schon, dann müssen auch jene Sammler, die nicht erfolgreich waren und die sich zwangsweise von ihren Bildern trennen mussten, ebenfalls berücksichtigt

werden.

Die Zufälligkeit von (realen) Preisänderungen schliesst nicht aus, dass einige Investoren aus dem Kauf und Verkauf von Gemälden grosse Gewinne erzielen. Aber es verhält sich eben auch so, dass andere Investoren erhebliche Verluste machen. Wer einen Vermeer oder einen Präraffaeliten gekauft hat, als sie nicht in Mode waren, kann heute mit Gewinn verkaufen. Wer zu den frühen Käufern eines Berchem, van Ostade oder Alma-Tadema gehört und heute verkauft, erleidet einen Verlust. Wesentlich ist: Wer zu den Gewinnern und wer zu den Verlierern gehört, lässt sich erst im nachhinein feststellen, nicht aber auf identifizierbare Ursachen zurückführen und daher auch nicht vorhersagen.

Wer auf dem Gemäldemarkt hohe finanzielle Gewinne zu erzielen hofft, sollte sich schliesslich die folgende Frage stellen: Weshalb sollte es gerade auf diesem Markt überdurchschnittliche Gewinne geben? Warum sollten manche Bilder heute unterbewertet sein, ohne dass andere Investoren dies wissen, diese Bilder kaufen und damit den Preis hochtreiben? Diese Frage ist vor allem heute wichtig, wo Investitionen in die Kunst «en vogue» sind und die Anleger über die Marktkonstellation gut informiert sind. Offensichtlich besteht eine Analogie zur Wertpapierbörse: Wenn jemand sicher ist, dass der Preis eines Finanzaktivums steigen wird, dann würde er es kaufen und damit den Preis hochtreiben, bis alle überdurchschnittlichen Gewinnmöglichkeiten ausgeschöpft sind.

Versprechungen besonders hoher Gewinne auf dem Kunst- und insbesondere auf dem Bildermarkt sind daher verfehlt. Bereits theoretische Überlegungen, aber auch die Ergebnisse sorgfältiger empirischer Untersuchungen führen zum Schluss, dass es – ähnlich wie anderswo – auch im Bereich der Kunst nicht einfach möglich ist, auf leichte Weise spekulative Gewinne zu machen.

Sind diese Ergebnisse niederschmetternd? Wir finden dies nicht. Kunst soll erwerben, wer daran Freude hat, wer hieraus einen intrinsischen Nutzen zieht. Für solche Käufer lohnt die Investition in Gemälde. Die erwähnte Skepsis gerade erfahrener Anlageberater und Sammler wird somit durch die Ergebnisse wissenschaftlicher Studien gestützt. Ist es nicht tröstlich zu wissen, dass Kunstwerke zu jenem Bereich gehören, in dem keine hohen Gewinne winken, sondern das persönliche ästhetische Empfinden den Ausschlag gibt? □