

Wie teuer müssen Bilder werden?

Zur Rendite von Investitionen in Kunst

Von Prof. Bruno S. Frey und Angel Serna, Universität Zürich

Der Kunstmarkt ist in den letzten paar Jahren durch eine *Rekordflut* geprägt. Kaum ein Monat vergeht, ohne dass ein Rekordpreis für ein Bild gemeldet wird. So wurde erst kürzlich von der Presse in meist grosser Aufmachung gemeldet, dass am 9. Mai auf einer Auktion von Sotheby's in New York das «Selbstbildnis: Yo, Picasso» für 47,85 Mio. S verkauft wurde. Von starken Preissteigerungen wird auch bei anderen Malern und Stilrichtungen berichtet.

Angesichts dieser hohen Preise ist allgemein der Eindruck entstanden, dass Investitionen in Kunst (und Antiquitäten) eine gute Möglichkeit für Geldanlagen darstellen. In Kunsthändlerkreisen und auch in den Medien wird gerne und häufig auf die *hohen Renditen* hingewiesen, die aus diesem Markt erreichbar sind. Gerade das erwähnte Bild von Picasso zeigt indessen, dass auch erstklassige Qualität *nicht unbedingt* hohe Renditen versprechen muss. «Yo, Picasso» wurde nämlich in den letzten 20 Jahren nicht weniger als viermal versteigert. 1970 wurde es für 147 000 £ und fünf Jahre später für 283 500 £ gehandelt. Trotz der Verdoppelung des Preises hat der damalige Besitzer aus rein finanzieller Sicht schlecht investiert: Nach Ab-

Für einen Anleger ist nun die Frage entscheidend, ob sich ein Einstieg in den Kunstmarkt *heute* lohnt, ob er also ein auf einer Auktion angebotenes Bild kaufen soll, um es später mit Gewinn wieder zu verkaufen. Diese Frage soll anhand des am 9. Mai 1989 auktionierten Selbstbildnisses von Picasso erörtert werden. Die Wahl dieses Bildes dient nur zur *Illustration* der grundlegenden Zusammenhänge.

Es wird die Frage gestellt: Um wieviel Millionen Dollar muss der Preis von «Yo, Picasso» steigen, damit die Investition nach dem Weiterverkauf finanziell erfolgreich wird? Es werden dabei zwei Anlagehorizonte, nämlich 5 und 20 Jahre, betrachtet. Zur Beantwortung dieser Fragen sind drei Aspekte zu berücksichtigen (vgl. Tabelle).

Inflationsausgleich. Als erstes muss der Bildpreis steigen, um den Wertverlust des Geldes zu kompensieren. Hält die vergangene Inflationsentwicklung im US-Dollar-Raum auch in der Zukunft an (6,8% Jahresteuern für die Zeit von 1970 bis 1988), so muss der Preis von «Yo, Picasso» in fünf Jahren 65 Mio. S betragen, damit kein realer Wertverlust eintritt. Wird das Bild erst in 20 Jahren auf den Markt gebracht, muss der Preis sogar auf 165 Mio. S steigen.

Notwendige Preissteigerungen am Beispiel von «Yo, Picasso» (Verkauf am 9. Mai 1989 für 47,85 Mio. S)

	in 5 Jahren	in 20 Jahren
... damit die Inflation ausgeglichen wird (6,2% pro Jahr)	65 Mio. S	165 Mio. S
darüber hinaus die Auktionsgebühren gedeckt sind	79 Mio. S	200 Mio. S
darüber hinaus die Versicherungsspesen gedeckt sind	81 Mio. S	221 Mio. S
eine Nettoerrendite erwirtschaftet wird		
von 3,0% p. a.	94 Mio. S	395 Mio. S
von 19,6% p. a.	216 Mio. S	1114 Mio. S

zug der Auktionsgebühren und Versicherungsspesen ergibt sich ein realer *Verlust* von 3,6% pro Jahr. Den späteren Besitzern hingegen erging es besser. 1981 wurde das Bild für 5,83 Mio. S und schliesslich 1989 für 47,85 Mio. S auktioniert, was (nach Abzug aller Spesen) real eine Rendite von 19,6% pro Jahr bedeutet.

Auktionsgebühren und Versicherungsspesen. Die bisher ausgerechnete Wertsteigerung genügt aber noch nicht, um einen finanziellen Verlust abzuwenden. Der Besitzer wird nämlich mit erheblichen Gebühren belastet. Normalerweise muss der Käufer dem Auktionshaus 10% des Hammerpreises bezahlen, und beim Verkauf wird wiederum eine Gebühr von 10% des erzielten Preises fällig. Zu den Auktionsgebühren kommen zudem die Versicherungsspesen hinzu, welche etwa 0,5% des Wertes pro Jahr betragen und allenfalls etwas tiefer liegen, wenn der Besitzer eigene Aufwendungen zum Schutz des Bildes tätigt. Bei Berücksichtigung dieser zusätzlichen Kosten müsste der Preis von «Yo, Picasso» in fünf Jahren um nicht weniger als 33 Mio. \$ auf 81 Mio. \$ steigen, damit der Besitzer keinen finanziellen Verlust erleidet.

Alternative Renditen. Wenn ausschliesslich aus finanzieller Absicht in Kunstwerke investiert wird, muss der Gewinn aus einer alternativen Geldanlage berücksichtigt werden. Wird eine langfristige reale Rendite von 3% pro Jahr für sichere Wertschriften zugrunde gelegt (wie sie für Staatspapiere in den Vereinigten Staaten in der Periode 1970–1988 gegolten hat), müsste das Bild von Picasso in fünf Jahren für 94 Mio. \$ verkauft werden können; nur dann erzielt ein Anleger hier die gleiche Realrendite wie auf anderen Anlagen. Die zugrundegelegten 3% Rendite dürften allerdings die wenigsten Investoren zufriedenstellen. Wenn der jetzige Besitzer die gleiche reale Rendite wie der Vorbesitzer erwartet, nämlich 19,6% pro Jahr, müsste «Yo, Picasso» in fünf Jahren um nicht weniger als 168 Mio. \$ auf 216 Mio. \$ steigen.

Aus diesen Berechnungen wird deutlich: Wer bei Käufen am Kunstmarkt eine hohe Rendite erzielen will, muss ein *erhebliches Vertrauen* in künftige Preissteigerungen haben. Ist es anzunehmen, dass ein heute für 48 Mio. \$ gehandeltes Bild in nur fünf Jahren für 216 Mio. \$ verkauft werden kann? Eine derartige Wertsteigerung ist nicht auszuschliessen, sehr wahrscheinlich erscheint sie aber nicht. Noch schwieriger vorstellbar sind die Preise für den Anlagehorizont von 20 Jahren.

Ganz abgesehen von den bisher diskutierten Aspekten ist der Kunstmarkt auch aus anderen Gründen eine finanziell riskante Anlageform. Bezeichnenderweise werden in den Medien «Rekordpreise» publizistisch ausgeschlachtet, schlechte Ergebnisse hingegen entweder übersehen oder gar nicht gemeldet. So wird etwa kaum erwähnt, dass viele Bilder von den Auktionshäusern nicht angenommen werden, weil sich kein befriedigender Preis erwarten lässt; ausserdem werden die Rückgänge zu wenig beachtet. Die *sichtbaren Verkäufe* (und hohen Preise) stellen somit eine *verzerrte Auswahl* dar: Die publizierten Preise sind nicht repräsentativ, und die zugehörigen Gewinne dürfen keinesfalls als Durchschnittsgrössen für den gesamten Markt dargestellt werden.

Was ergibt sich aus diesen Überlegungen? Die in den Medien hochgespielten Rekordpreise sollten nüchtern interpretiert werden. Hohe Wertsteigerungen bei einigen ausgewählten Bildern sind *kein Indiz* dafür, dass am Kunstmarkt ohne Risiko hohe Gewinne zu erreichen sind. Nach Abzug der Inflations- und Versicherungsgebühren erbringen viele Gemälde nur geringe reale Renditen oder lassen sich sogar nur mit Verlusten verkaufen. Auch der Kunstmarkt kann sich *ökonomischen Gesetzmässigkeiten* nicht entziehen.