

Quelle:

Schweizer Monatshefte

Juli / Aug. - 1990.

70. Jhg. , Heft 7/8

S. 567 - 571.

Lohnt die Spekulation mit Gemälden?

«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 Mio \$ erbracht. Nun, nur wenige Monate später, wurden für seine *Iris* 53,9 Mio \$ bezahlt. Damit ist van Gogh gleich zweimal unter den derzeit zehn höchstbezahlten Gemälden vertreten (vgl. Tabelle).

Die zehn höchstbezahlten Gemälde
(Stand Ende November 1989)

Name des Gemäldes	Maler	Preis (in Mio \$)
1. Iris	Vincent van Gogh	53,9
2. Noces de Pierrette	Pablo Picasso	49,4
3. Yo, Picasso	Pablo Picasso	47,9
4. Au lapin agile	Pablo Picasso	40,7
5. Tournesols	Vincent van Gogh	39,9
6. Acrobat et jeune arlequin	Pablo Picasso	38,5
7. Cosimo I	Pontormo (Jacopo da Carucci)	35,2
8. Le miroir	Pablo Picasso	26,4
9. Maternité	Pablo Picasso	24,8
10. Dans la prairie	Claude Monet	24,3

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 *Ovalportrait 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 Anlagediversifikation zu betrachten. Nicht wenige Sammler teilen diese Ansicht und betonen, dass Kunst in

erster Linie wegen ihres intrinsischen Wertes erworben werden sollte.

Wer hat nun recht? Erzielt die Geldanlage in Kunstwerke einen höheren Ertrag als andere Anlageformen? Und wie steht es mit dem Risiko, auch überdurchschnittliche Verluste zu erleiden?

Erhebliche Gewinne

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 £ erworben und 1984 für fast 40 Mio \$ verkauft, was — nach Abzug aller Transaktionskosten — eine reale (also um die Inflation bereinigte) Rendite von jährlich 11 Prozent ergibt. Dem letzten Besitzer von *Yo, Picasso* erging es noch besser: 1981 für die Summe von 5,83 Mio \$ erworben, erbrachte dieses Bild 1989 den Preis von 47,9 Mio \$. Die jährliche Realverzinsung beträgt entsprechend 19,6 Prozent, was zweifellos eine fürstliche Rendite darstellt. Es kann jedoch noch besser kommen. Der amerikanische Grundstücksmakler Gerald Guterman gab 1984 annähernd 400 000 \$ für ein Stilleben von van Duyl aus; beim Verkauf im Jahre 1988 lag der Auktionspreis bei 2 Mio \$, d.h. die Realverzinsung betrug pro Jahr 31 Prozent. Für ein weiteres Gemälde (*Guardroom interior* von Duck), das er 1986 für 21 170 \$ erworben hatte und nur zwei Jahre später für 130 000 \$ veräußern konnte, errechnet sich eine jährliche Realrendite von beträchtlichen 77,4 Prozent (nach Abzug aller Unkosten)!

Hohe Kosten

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 10 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. Wie man sieht, muss der Preis eines Bildes beträchtlich steigen, allein um diese Kosten zu decken. Schliesslich ist die Inflation zu berücksichtigen. Legt man die durchschnittliche Preissteigerungsrate der beiden letzten Jahrzehnte (1970–1988) zugrunde, dann müsste der derzeitige Besitzer von *Yo, Picasso* (1989 für 47,9 Mio \$ erworben) für dieses Bild in fünf Jahren (1994) 65 Mio \$ erzielen, nur um mit der allgemeinen Preissteigerung Schritt halten zu können. Will er darüber hinaus auch die Unkosten hereinholen (10 Prozent für den Verkäufer wie für den Käufer), dann müsste der Preis auf 81 Mio \$ klettern, d.h. das Bild müsste in 5 Jahren im Wert um mindestens 33 Mio \$ steigen, damit der jetzige Besitzer keinen Verlust erleidet.

Beachtliche Verluste

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 £ ersteigert und es 1981 für 5,83 Mio \$ 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 bereits erwähnte Spekulant Guterma hat einen noch herberen Verlust hinnehmen müssen. Das Gemälde *Nijmegen* von Salomon van Ruisdael, das er 1983 für 780 000 \$ ersteigert hatte, hat auf einer Versteigerung im Jahre 1988 einen Preis von lediglich 825 000 \$ erzielt. Die nominelle Bruttorendite von 6 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.

Zurückweisungen und Rückgänge

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 Anzahl der eingereichten Bilder von den Auktionshäusern abgewiesen wird, weil sie keine aussergewöhnlichen Preise versprechen. Aber auch von den zur Auktion gelangenden Objekten wird während des Auktionsgeschehens ein erheblicher Teil zurückgezogen. Bei den am 17./18. Juni 1989 in Monaco durchgeführten Auktionen von Sotheby's und Christie's wurden 15 Prozent des Angebots an «Werken alter Meister» (Sotheby) zurückgenommen; bei Christie's lag der

Anteil sogar bei 37 Prozent. 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 getrennt 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.

Vergleich mit dem Finanzmarkt

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 zweifelsfrei 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 zwi-

schen Wiederverkaufs- und Ankaufspreis beruht insofern weit mehr auf einem Traum als auf einem wohldurchdachten 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 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 Prozent bzw. von 21,9 Prozent erzielen (und dies bei wesentlich niedrigeren Transaktionskosten von einem Zehntel Prozent i. V. zu den besagten 20 Prozent, die beim An- und Verkauf von Gemälden anfallen).

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. Diese Überlegung zeigt, dass es illusorisch ist, an Geldanlagen zu glauben, die mit Sicherheit aussergewöhnliche Gewinne abwerfen — und zwar auf dem Kunst- wie auf dem Finanzmarkt. Bei gut funktionierenden Märkten wie

dem Finanzmarkt, aber auch dem Kunstauktionsmarkt, ist die Mehrheit der Teilnehmer (wenn nicht nahezu alle) hinreichend informiert, so dass es nur *per Zufall* möglich ist, hohe Gewinne zu machen.

Ergebnisse eines empirischen Vergleichs

Dem Kunsthistoriker Gerald Reitlinger verdanken wir eine ziemlich umfangreiche Auflistung der Preise für Gemälde, die seit Mitte des 17. bis Ende der sechziger 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 3 Prozent erbracht oder anders formuliert: Die Realverzinsung von Gemälden betrug nur die Hälfte jener von Staatsanleihen. Schliesslich erweist sich die Geldanlage in Gemälden als sehr riskant, denn die Spanne der Realrenditen geht von +26 Prozent bis zu -19 Prozent. Insgesamt sind rund ein Drittel aller Transaktionen mit einem absoluten Verlust verbunden. Für mehr als die Hälfte (55 Prozent) aller Bilderkäufe und -verkäufe liegt die Realverzinsung unterhalb jener einer Geldanlage in Staatspapieren. Damit erweist sich die Intensität der Ertragsschwankungen, die ein Mass für das finanzielle Risiko darstellt, auf dem Gemäldemarkt als wesentlich höher als auf dem Markt für langfristige Staatsanleihen. Schliesslich sind die von uns berechneten Realzinsätze noch um einiges höher als sie es in Wirklichkeit sind. In der Tat sehen sich die Besitzer kostbarer Gemälden einer Reihe von Risiken und zusätzlichen Kosten ausgesetzt, die wir nicht berücksichtigen konnten: Zur Werterhaltung ist in gewissen Abständen eine fachkundige Reinigung vorzunehmen; mög-

licherweise muss auch eine Klimaanlage installiert werden; darüber hinaus müssen Bilder gegen mögliche Schädigung wie Zerstörung durch Feuer und Wasser und gegen Diebstahl versichert werden.

Ein niederschmetterndes Ergebnis?

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 soll nur erwerben, wer an ihnen auch Freude hat! Der intrinsische Gewinn, den man aus dem Besitz und der Betrachtung eines Bildes zieht, kann von keinem Spekulant in Frage gestellt werden. Gleichwohl stellt sich natürlich die Frage, ob die Erwartung eines derartigen ästhetischen Genusses jemand dazu verleiten kann, 54 Millionen \$ für die *Iris* von van Gogh auszugeben oder, in 5 Jahren, 80 Millionen \$ für *Yo, Picasso* . . .

Werner W. Pommerehne
Bruno S. Frey