Distel, Nr. 37, März 1989, S. 52-53

INVESTIEREN IN GEMÄLDE

"Das ist verrückt" raunte ein Zuschauer, als im vergangenen Herbst bei Sotheby's in New York die Gebote für van Goghs Bild "Schwertlilien" immer weiter in die Höhe kletterten. In der Tat, Vincent van Gogh würde seinem eigenen Ohr nicht trauen. Schon seine "Sonnenblumen" wurden im März 1987 für sage und schreibe 39,9 Millionen Dollar (rund 46 Mrd. Lire) versteigert. Und nur wenige Monate danach wurden für die "Schwertlilien" 53,9 Millionen Dollar (gegen 62 Mrd. Lire) bezahlt. Die Mutter des Besitzers hatte es 1947 für lächerliche 84.000 Dollar erworben. Nach Abzug aller Unkosten ergibt sich für diese Investition eine durchschnittliche jährliche Verzinsung von 15,5 Prozent. Diese fürstliche Rendite liegt nicht nur weit über der Inflationsrate, die während der Periode 1947-1987 im Jahresdurchschnitt 6,7 Prozent betragen hat. Ein realer Zinssatz von 8,8 Prozent ist auch höher als der Ertrag aus den allermeisten Geldanlagen, eingeschlossen Gold und Wertschriften.

Die Geldanlage in Gemälden 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. Inzwischen wimmelt es von privaten 'Art Advisors', welche helfen, Kunst zu kaufen. Auch die amerikanischen Banken fördern diesen Trend zur "Kunst als Kapitalanlage", indem sie sogenannte 'Art Investment Counselors' einstellen. Damit verstärken sie den Eindruck, daß es sich finanziell auszahlt, in Kunst zu investieren. Auch wenn es in europäischen Finanzkreisen ähnliche Tendenzen gibt, so sind die hiesigen Kunstkenner und Anlageberater doch eher zurückhaltend. Beispielsweise warnt Pierre Koller (vom gleichnamigen Auktionshaus in Zürich) ausdrücklich davor, Kunstobjekte lediglich unter dem Aspekt der Anlagediversifikation 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.

Es stellt sich die Frage: Wer hat nun recht? Bringt die Geldanlage in Kunstwerke eine höhere Verzinsung als vergleichbare Anlageformen? Sollten Gemälde aus finanziellen Gründen erworben werden, wie es das Beispiel von van Goghs "Schwertlilien" nahelegen könnte? 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 Daten jedoch von erheblicher Bedeutung, denn sie dienen als Indikatoren für die vom Kunsthandel geforderten Preise.

In seinem dreibändigen Werk "The Economics of Taste" hat der Kunsthistoriker Gerald Reitlinger über mehr als drei Jahrhunderte die Auktionspreise für Gemälde 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. Jhs., auch in New York. Wir haben Reitlingers Daten, die bis Ende der sechziger Jahre gehen, bis 1987 fortgeführt und haben 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, Auktionshaus und Preis des Gemäldes verschieden sind) Rechnung getragen.

Die durchschnittliche reale Rendite für Investitionen in Gemälde beträgt nach unseren Berechnungen 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 Realzins von etwas mehr als 3 Prozent erbracht. Die Anlage in Gemälde impliziert somit jährlich reale Opportunitätskosten von nahezu zwei Prozentpunkten (gegenüber der Geldanlage in Staatspapiere). Oder etwas anders formuliert: Die Realverzinsung von Gemälden liegt nur bei der Hälfte der Realrendite von Staatsanleihen.

Die von uns berechneten realen Ertragsraten für Investitionen in Gemälde sind allerdings eher höher, als sie in Wirklichkeit sind. Für den Besitzer eines wertvollen Gemäldes ergeben sich nämlich einige zusätzliche Kosten, die bei einem Geldanleger in Wertpapiere nicht anfallen: Zur Werterhaltung von Gemälden ist in gewissen Abständen eine fachkundige Reinigung vorzunehmen; möglicherweise muß auch eine Klimaanlage installiert werden. Darüberhinaus 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. Entsprechend sind die Kosten der Versicherung gegen Feuerschäden und Diebstahl gestiegen und liegen heute zwischen einem halben und einem Prozent des Schätzwertes eines Gemäldes.

Schließlich sind Investitionen in Gemälde auch 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.

In unserer Untersuchung analysierten 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. Die weitere Analyse der Gemäldepreise deutet überdies darauf hin, daß auf lange Sicht Preisänderungen als Zufallsprozeß interpretiert werden können. D.h.: 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:

a) Die Preisentwicklung und die Rendite eines Gemäldes lassen sich nicht zuverlässig voraussagen.
b) 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.

Daraus 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 selbst 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 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. Kunstexperten können selbstredend nachträglich mögliche Gründe für einen Preiszerfall angeben, doch sie sind nicht in der Lage, das Entstehen von Moden und ihr Abklingen vorauszusagen. Derartige Versuche sind wenig seriös.

Auch der Hinweis, daß es Sammlungen gibt, die im Wert beträchtlich gestiegen sind, ist kein stichhaltiges Gegenargument zu obigen Aussagen. Selbst wenn die finanzielle Rendite einer bestimmten Sammlung höher wäre als die Ertragsrate einer Investition 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 sich daher von ihren Bildern trennen mußten, ebenfalls berücksichtigt werden.

Daß Preisänderungen zufällig sind, schließt nicht aus, daß einige Investoren beim Kauf und Verkauf von Gemälden erhebliche Gewinne machen. Aber es verhält sich eben auch so, daß andere Investoren beträchtliche Verluste erleiden. 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.

von
Werner W. Pommerehne
und
Bruno S. Frey

Wenn jemand auf dem Gemäldemarkt hohe finanzielle Gewinne zu erzielen hofft, sollte er sich schließlich folgendes fragen: Warum eigentlich sollte es gerade auf diesem Markt überdurchschnittlich hohe Gewinne geben? Warum sollten manche Bilder heute unterbewertet sein, ohne daß andere Investoren dies wahrnehmen, diese Bilder kaufen und damit den Preis hochtreiben? Diese Frage ist vor allem heute wichtig, wo Investitionen in die Kunst "en vogue" 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 unserer empirischen Untersuchung sprechen dafür, daß es auch im Bereich der Kunst nicht möglich ist, auf leichte Weise spekulative Gewinne zu machen.

493553 P

Sind diese ernüchternden Ergebnisse niederschmetternd? Wir finden dies nicht. Kunst soll erwerben, wer daran Freude hat, wer hieraus einen intrinsischen Nutzen zieht. Für diese Käufer lohnt die Investition in Gemälde immer. 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? ■

(Dieser Aufsatz stellt die gekürzte Fassung einer umfangreichen Untersuchung dar.)