

## KUNST ALS GELDANLAGE

## ZUFÄLLIGE GEWINNE

Der Kauf von Kunstwerken, insbesondere von Bildern, gilt allgemein als besonders profitabel. Die «geheimen Wertpapiere» werden als «schönste Geldanlage» bezeichnet: Gemälde sollen nicht nur Freude bereiten, sondern darüber hinaus auch noch Gewinn bringen. Doch dieses Bild vermag einer eingehenden Prüfung nicht standzuhalten.

■ VON BRUNO S. FREY

**D**IE Preissteigerungen bei Kunstwerken seien so gross, dass dadurch Inflationsverluste mehr als wettgemacht würden. Die Rendite aus solchen Investitionen sei sogar höher als bei Gold oder Wertschriften. Ausserdem schützten sie in Zeiten wirtschaftlicher Rezession oder Krise vor Vermögensverlusten. Soweit die gängige Meinung zum Kunstkauf.

Einige amerikanische Banken scheinen diese Auffassung zu bestätigen, haben sie doch bereits sogenannte «art investment counselors» eingestellt, welche den Kunden helfen sollen, Kunstwerke mit hoher Rendite zu kaufen.

In Europa sind Kunstkenner in dieser Hinsicht im allgemeinen vorsichtiger. Gerade erfahrene Sammler warnen vor übertriebenen Renditenerwartungen: Kunst solle wegen ihres intrinsischen Wertes und nicht wegen der kommerziellen Rendite erworben werden.

Wer hat recht? Bringen Investitionen in Kunstwerke tatsächlich höhere Renditen als Investitionen in andere Vermögenanlagen? Sollten Gemälde tatsächlich (auch) aus finanziellen Gründen gekauft werden?

Diese Fragen sind nicht leicht zu beantworten. Bisher liegen drei ernsthafte Studien über Bilder vor. Daten über Verkaufspreise von Kunstwerken stehen selten zur Verfügung; verlässliche Datenreihen existieren nur von Auktionen. Für Bilder sind diese Angaben jedoch von erheblicher Bedeutung, weil sich die von Kunsthändlern geforderten Preise daran orientieren.

Ob Kunstinvestitionen vom finanziellen Standpunkt aus rentabel sind, hängt neben der (durchschnittlichen) Rendite auch vom Risiko ab. Die Rendite entspricht dem Zinssatz, der sich aus dem Vergleich zwischen dem Ankaufs- und dem Verkaufspreis eines Kunstwerkes errechnet. Das finanzielle Risiko von Kunstinvestitionen lässt sich durch die zeitlichen Schwankungen in der Rendite unterschiedlicher Kunstwerke erfassen. Das tatsächliche Risiko ist eher höher, weil Kunstwerke ja auch gestohlen oder zerstört werden können.

### Kunstmarkt mit hohem Risiko

Für Bilder, die in den Vereinigten Staaten und Grossbritannien in der Periode von 1946 bis 1968 auf Auktionen gehandelt wurden, ist durch den amerikanischen Ökonomen John Stein eine Preissteigerung errechnet worden, die einer nominellen Rendite von 10,5 Prozent pro Jahr entspricht. Im gleichen Zeitraum betrug die entsprechende Rendite auf dem Wertpapiermarkt (sie schliesst neben dem Zinsertrag auch die Wertsteigerungen ein) etwas über 14 Prozent pro Jahr. Eine Investition in diese Bilder war also finanziell nicht lukrativ, liegt doch die Rendite wesentlich unter derjenigen von Wertpapieren. Überdies erweist sich das Risiko von Investitionen auf dem Kunstmarkt als besonders hoch: Die Bilderpreise schwanken weit stärker als die Preise für Wertschriften.

Gerold Reitlinger hat in seinem Buch «The Economics of Taste» die Bilderpreise über Jahrhunderte zurückverfolgt. Er hat in diesem wichtigen Werk ausschliesslich bedeutende Bilder von bedeutenden Künstlern betrachtet (bedeutende Maler haben auch belanglose Bilder gemalt). Robert Anderson hat mit Reitlingers Daten für die Zeit von 1635 bis 1970 nicht weniger als 1730 Handwechsel untersucht. Für diese über 300 Jahre währende Zeitspanne berechnet er eine (durchschnittliche) nominelle Rendite von 3,3 Prozent pro Jahr.

Diese Rendite ist wiederum wesentlich tiefer als die Rendite einer Investition auf dem Wertpapiermarkt. Sie dürfte nur ungefähr halb so hoch sein. Auch das Risiko von Investitionen in Bilder ist weit höher: Auf dem Bildermarkt beträgt die Standardabweichung der Rendite (ein übliches Mass für die Intensität der Schwankungen) 56 Prozent, auf dem Aktienmarkt liegt sie hingegen bei nur 12 Prozent.

Der bekannte Ökonom William Baumol – er lehrt an den Universitäten von Princeton und New York und ist selbst ein ausübender Künstler – hat sich in einer soeben erschienenen Studie mit der Frage der finanziellen Rendite von Investitionen in Bilder befasst. Er stützt sich wiederum auf die Daten von Reitlinger und betrachtet die Entwicklung der Bilderpreise von 1652 bis 1961. Die Preisänderungen bei 640 Transaktionen werden mit einem Preisindex deflationiert. Dann verbleiben als reale Rendite von Investitionen in Bilder lediglich 0,6 Prozent pro Jahr. Im Vergleich dazu beträgt die langfristige reale Rendite für Staatspapiere rund 2,5 Prozent pro Jahr, ist also wesentlich höher.

Auch nach Baumols Untersuchung sind Kunstinvestitionen finanziell riskant. Es lassen sich im Durchschnitt reale Preisänderungen von +27 bis -11 Prozent pro Jahr beobachten. Fast die Hälfte der Investitionen, nämlich 40

Dr. rer. pol. BRUNO S. FREY ist ordentlicher Professor für Sozialökonomie, bes. allgemeine Wirtschaftspolitik, an der Universität Zürich.

## KUNSTMARKT

Prozent, führen – real betrachtet – zu einer Wertverminderung, das heisst, die Rendite ist negativ. 60 Prozent der erfassten Bildertransaktionen erbringen eine geringere Rendite als Staatspapiere.

Somit kommen alle drei Studien zum gleichen Ergebnis: Der Kauf von Bildern ist eine wesentlich weniger lukrative Investition und überdies viel riskanter als der Kauf von Wertpapieren. Es könnte allerdings eingewendet werden, dass diese Studien sich auf die Vergangenheit beziehen. Heute (und in Zukunft) würden Käufe von Bildern hohe Gewinne versprechen. Die Zukunft kann in der Tat völlig von der Vergangenheit abweichen. Allerdings gibt die vorliegende empirische Evidenz keinen Hinweis auf eine derartige Entwicklung, es handelt sich um eine blossе Wunschvorstellung.

Baumols sorgfältige Untersuchung der langfristigen Entwicklung der Bilderpreise deutet in eine ganz andere Richtung. Die Preisveränderungen der Bilder lassen sich als Zufallsprozess interpretieren. Ob der Preis eines Bildes real betrachtet langfristig steigt oder fällt, lässt sich nicht auf irgendwelche identifizierbare Faktoren zurückführen, sondern gehorcht allein den Gesetzen des mathematischen Zufalls.

Aus dieser Erkenntnis der Zufälligkeit der Preisänderungen sind zwei wichtige Folgerungen zu ziehen:

■ Die Entwicklung des Preises eines Gemäldes lässt sich nicht zuverlässig voraussagen;

■ Informationen und spezifisches Wissen über den Kunst- und Bildermarkt erlauben nicht, eine höhere Rendite zu erzielen, als wenn ohne Vorwissen Bilder (der ausgewählten Qualitätsgruppe) gekauft werden.

### Die Mode ist nicht vor auszusehen

Die zweite Folgerung besagt, dass Kunstexperten trotz ihres überlegenen Wissens nicht fähig sind, auf dem Bildermarkt finanziell erfolgreicher als Laien zu operieren. Die «Moden» in der bildenden Kunst mit ihren Auswirkungen auf die Bilderpreise sind auch durch Kunstkenner nicht prognostizierbar und lassen sich deshalb auch nicht systematisch finanziell ausnutzen. Ein Beispiel ist etwa Vermeer, der lange Zeit hin-

durch gar nichts mehr galt, heute aber zu den teuersten Malern überhaupt gehört. Eine ähnliche moderne Wiederentdeckung ist El Greco. Turner wurde zuerst sehr hoch bezahlt, dann brachen die Preise ein, um sich erst in jüngster Zeit wieder zu erholen. Derartige Schwankungen sind etwa auch für die Präraffaeliten zu beobachten, die sich gegenwärtig wieder wachsender Beliebtheit erfreuen. In Reitlingers Tabelle über Bilderpreise finden sich umgekehrt viele Namen, die früher etwas galten, heute aber fast unbekannt sind (wie etwa Van Ostade, Berchem oder Woverman).

« Die Erwartungen und Versprechungen über besonders lukrative Renditemöglichkeiten im Kunstmarkt sind verfehlt. »

BRUNO S. FREY

Die Zufälligkeit der (realen) Preisänderungen schliesst keineswegs aus, dass einzelne Investoren grosse Gewinne (aber auch grosse Verluste!) machen. Wer einen Vermeer oder einen Präraffaeliten gekauft hatte, als sie nicht in Mode waren, kann heute profitabel verkaufen. Wer zu den frühen Käufern eines Van Ostade gehört, hat verloren. Wesentlich ist: Wer zu den Gewinnern und wer zu den Verlierern gehört, lässt sich nur im nachhinein feststellen, nicht aber auf identifizierbare Faktoren zurückführen und damit voraussagen.

Es gibt nur eine Gruppe von Personen, die auf dem Kunstmarkt systematisch spekulative Gewinne machen können: diejenigen, welche die Moden in der Kunst «machen». Auf dieser Grundlage können sie auch die zukünftigen Preisänderungen mitbestimmen. Wer dafür sorgt, dass die Wertschätzung für einen bestimmten Maler oder für eine Gruppe von Malern bei den anderen Kunstsammlern steigt, kann die Bilder vorher zu einem günstigen Preis kaufen. Wird jeweils verkauft, solange diese Mode anhält, lassen sich auf dem Kunstmarkt systematisch Spekulationsgewinne erwirtschaften. Nun ist es allerdings

umstritten, ob einzelne Personen diese Fähigkeit haben, oder ob Moden auf diesem Gebiet durch nicht fassbare Zeitumstände bedingt sind. Sicherlich ist es jedoch nicht einfach, eine Mode zu «machen» – denn sonst würden es ja viele tun. Selbst wenn es einzelne herausragende Gestalten in der Kunstszene gibt, die bis zu einem gewissen Ausmass das Preisgeschehen beeinflussen können, sollte sich der «durchschnittliche» Investor diesbezüglich keine Hoffnungen machen.

Wer auf dem Kunstmarkt hohe finanzielle Gewinne erwirtschaften möchte, sollte sich gerade heute, wo Kunstinvestitionen en vogue sind, folgende Frage stellen: Warum sollten gerade auf diesem Markt unausgenützte Gewinnmöglichkeiten existieren? Wenn angenommen werden kann, dass bestimmte Bilder gegenwärtig (in finanzieller Hinsicht) unterbewertet sind, warum vermuten dies nicht auch die andern Investoren, kaufen und treiben damit den Gegenwartspreis hoch? Es besteht eine Analogie zur Börse: Wenn jemand mit Sicherheit voraussieht, dass ein Wertpapier im Preis steigen wird, würde er die Wertschrift kaufen und damit deren Preis in die Höhe treiben, bis die Gewinnmöglichkeiten ausgeschöpft sind.

Die Erwartungen und Versprechungen über besonders lukrative Renditemöglichkeiten im Kunst- und insbesondere Bildermarkt sind verfehlt. Das ist das Ergebnis der bisher durchgeführten, sorgfältigen wissenschaftlichen Untersuchungen. In der Kunst ist es – genauso wie anderswo – nicht möglich, auf leichte Weise spekulative Gewinne zu erzielen. Auch Kenntnisse und Erfahrungen über die Preisbewegungen in der Vergangenheit sind angesichts des Zufallscharakters der Änderungen der Bilderpreise für diesen Zweck ohne Nutzen.

Ist das so schlimm? Wohl kaum. Kunst soll kaufen, wer Freude daran hat, wer einen ästhetischen Gewinn daraus zieht. Für solche Käufer lohnt sich der Erwerb entsprechend ausgewählter Bilder immer. Die eingangs erwähnte Skepsis gerade erfahrener Sammler wird somit durch die wissenschaftlichen Untersuchungen gestützt. Ist es nicht tröstlich zu wissen, dass Bilder immer noch ein Bereich sind, wo nicht hohe finanzielle Gewinne winken, sondern wo das persönliche ästhetische Empfinden ausschlaggebend ist? ■