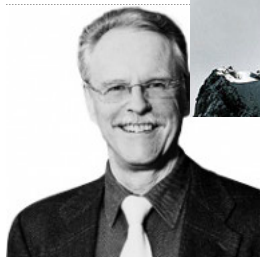


KOMMENTARE

Lohnen sich

BRUNO S. FREY



Mit herkömmlichen Anlageklassen wie Aktien lassen sich höhere Renditen erwirtschaften als mit Kunstobjekten. Diese weisen zudem erhebliche spezifische Risiken auf.

Anno 1990 kaufte ein japanischer Kunstsammler van Goghs «Portrait de Dr. Gachet» für 83 Mio. \$. Mit der danach einsetzenden Rezession Anfang der Neunzigerjahre gingen die Preise im Kunsthandel dann allerdings allgemein zurück. Seit 2000 sind wieder Rekordpreise zu verzeichnen, nunmehr auch für jüngere Werke. So wurde 2006 Pollocks «No 5, 1948» für 140 Mio. \$ und Klimts «Adele Bloch-Bauer» für 135 Mio. \$ versteigert. In diesem Jahr schliesslich sind für Munchs «Der Schrei» 120 Mio. \$ bezahlt worden. Sind solche Geldanlagen finanziell rentabel?

Zur Person

Bruno S. Frey ist Professor für Verhaltensökonomik an der University of Warwick, England.

Der amerikanische Ökonom Baumol errechnete mithilfe von Auktionsdaten im Jahr 1986 für die Periode 1652 bis 1961 für Gemälde alter Meister eine reale Rendite von 0,55% pro Jahr. Kunstanlagen erweisen sich damit als weniger rentabel als Investitionen in Finanzaktiva. Hätte jemand in britische Staatsanleihen investiert, wäre eine Rendite von 2,5% erreicht worden. Zum gleichen Schluss kommen Werner Pommerehne und ich in einer 1993 verfassten Studie, die sich über den längeren Zeitraum 1635 bis 1987 erstreckt. Wir finden nach Abzug der Auktionskosten eine Rendite von 1,5%, die nur halb so hoch ist wie diejenige auf Staatspapieren, die 3% beträgt. Andere Autoren haben für lange Perioden ähnliche Renditen für Kunstinvestitionen festgestellt: Kunstanlagen haben im Schnitt eine kleinere jährliche Rendite als Finanzanlagen, weisen aber ein grösseres Risiko auf.

Selbstverständlich kann ein Investor Glück haben und bei einem einzelnen Kunstwerk eine hohe Rendite erzielen. Das ist jedoch nicht anders als auf dem Finanzmarkt. Daraus darf jedoch auf keinen Fall geschlossen werden, dass im Durchschnitt hohe Renditen erzielt werden können.

Investitionen auf dem Kunstmarkt fallen unter den breiteren Begriff alternative Geldanlagen. Sie umfassen Engagements in Gemälde, Antiquitäten oder auch Münzen und Briefmarken. Solche Anlagen haben besondere Eigenschaften: Im Vergleich zu den klassischen Finanzinvestitionen sind die Märkte alternativer Geldanlagen wenig liquide; die Informationskosten sind bedeutend höher, da der Objektpreis schwer einzuschätzen und meist nicht transparent veröffentlicht ist; die durchschnittlichen Handelskosten übersteigen die Kosten für eine Finanzmarkttransaktion um ein Vielfaches.

Hohe Transaktionskosten

Der Kunstmarkt weist alle diese Charakteristiken alternativer Geldanlagen auf. Etwa die Hälfte aller Transaktionen von Kunstwerken wird an Auktionen vorgenommen, die andere Hälfte wird über Kunsthändler abgewickelt, wobei die erzielten Preise von den Händlern kaum je veröffentlicht werden. Während die Transaktionskosten für Finanzanlagen etwa 1% des Kauf- oder Verkaufspreises betragen, sind diese Kosten für Kunstwerke wesentlich höher. Sie werden auf 10 bis 25% beim Kauf und beim Verkauf geschätzt.

Neben der mangelhaften Preistransparenz und den hohen, schwankenden Informations- und Transaktionskosten müssen fünf zusätzliche Klassen spezifischer Risiken auf dem Kunstmarkt berücksichtigt werden. Die erste Klasse umfasst das Risiko der Authentizität,

**Luxusweekend
in St. Moritz zu
gewinnen.**



Von steigender Nachfrage nach Wohnungen und Hausverkäufen profitieren.



der Zurechenbarkeit und des Zustands des Kunstobjekts selbst. Der Käufer kann niemals sicher sein, ob er tatsächlich ein Original oder eine Fälschung ersteht, dennoch trägt er das volle Risiko. Die Zurechenbarkeit eines Werks hat einen grossen Einfluss auf den Preis des Objekts. Ob ein Gemälde einem grossen Künstler zugeschrieben wird oder in seinem Studio von einem Studenten im Stil des Meisters gemalt wurde, ist von grösster Bedeutung für seinen Wert.

Viele Gemälde haben über die Zeit gelitten, wurden behandelt oder übermalt. Solche Veränderungen können den Preis massiv dämpfen. Werke können auch durch Feuer, terroristische Anschläge oder kriminelle Handlungen beschädigt, entwendet oder sogar zerstört werden. Um sich gegen solche Gefahren zu versichern, muss der Besitzer Versicherungen mit Prämien von bis zu 0,5% des Werkpreises abschliessen. Auf den heutigen Finanzmärkten spielen hingegen die Risiken dieser ersten Klasse de facto keine Rolle mehr.

Die zweite Klasse an Risiken geht auf die oft nicht abschätzbaren Gefahren von Staatsinterventionen zurück. Regierungen können Kunstwerke, die sie beispielsweise als «nationales Erbe» einstufen, einfach konfiszieren. Daneben können die Eigentumsrechte zugunsten der Künstler verändert oder aber strengere Ausführbestimmungen oder -zölle für Kunstwerke erlassen werden, womit sich der Wert der Kunstobjekte verringert, da der Markt stärker eingeschränkt wird.

Die dritte Klasse von Risiken liegt darin begründet, dass Kunstwerke eine besonders reine Form von Luxusgütern darstellen. Die Preise hängen im Vergleich zu denen normaler Investitionsgüter überproportional von den Schwankungen der Einkommen der Käuferschicht ab.

Die vierte Klasse besonderer Risiken auf dem Kunstmarkt umfasst unvorhersehbare Veränderungen des Geschmacks oder auch das Herdenverhalten von Käufern. Solche Entwicklungen sind zwar auch auf dem klassischen Finanzmarkt zu beobachten, die Schwankungen auf dem Kunstmarkt fallen jedoch stärker aus, weil Kunstwerke keinen «Fundamentalwert» besitzen.

Die fünfte Risikoklasse bezieht sich auf spezifische Verhaltensanomalien bei Kunstwerken. Der «Ownership Bias» oder das «Equity Home Bias Puzzle» treten auf dem Kunstmarkt vergleichsweise stärker in Erscheinung als auf Finanzmärkten. Der Wert eines Objekts ist für den Besitzer höher, weil er eine Beziehung dazu aufbaut. Überdies fühlen sich Käufer stärker zu Objekten aus der eigenen Region oder dem eigenen Land hingezogen und geben deshalb mehr dafür aus als für vergleichbare Objekte aus anderen Ländern.

Hedge Funds sind ausgestiegen

Die Risiken des Kunstmarktes erschweren die Berechnung der Rendite von Kunstwerken. Erstens existieren keine Substitute für Kunstwerke, da sie einzigartig sind. Zweitens werden Kunstwerke nur unregelmässig gehandelt.

In einer neuen Studie mit einem neuen Datensatz von über einer Million Beobachtungen von Auktionsverkäufen der Jahre 1957 bis 2007 haben Renneboog und Spaenjer die Rendite von Gemälden berechnet. Sie stellen grosse Schwankungen fest. So hat bspw. die reale Rendite der Gemälde 2007 über 22% betragen, 1991 aber -32%; über die ganzen fünfzig Jahre errechnet sich eine reale Rendite von knapp 4% pro Jahr. Wiederum erweisen sich andere Investitionen als profitabler. An erster Stelle stehen Aktien mit einer jährlichen realen Rendite von 6,6%, gefolgt von Renditen aus Kunst und Unternehmensanleihen mit 4%. Zuletzt erscheinen Gold ([Gold 49234.5 -0.29%](#)) ([Gold 1670.6 -0.03%](#)) und amerikanische Staatsanleihen mit Renditen von 2 bis 3%. Wird aber das Risiko in der Renditebewertung mitberücksichtigt, so haben Investitionen in Kunstwerke ein massiv höheres Risiko als Unternehmensanleihen mit einer um 10 Prozentpunkte kleineren Streuung. Wird die risikoadjustierte Rendite betrachtet, schneiden die Aktien erneut am besten ab.

Ob Investitionen in Kunst insgesamt profitabel sind, kann nicht abschliessend beantwortet werden. Die ökonomische Forschung berücksichtigt bisher die tatsächlich anfallenden Transaktions- und Versicherungskosten mit den Renditen für Kunstinvestitionen nur mangelhaft. Werden dazu die beschriebenen Klassen spezieller Risiken des Kunstmarktes berücksichtigt, so wird die Renditemöglichkeit von Kunstinvestitionen stark gedämpft. Es überrascht deshalb nicht, dass viele Kunst-Hedge-Funds aufgegeben worden sind.

Kunstwerke unterscheiden sich von herkömmlichen Finanzanlagen allerdings in einer wichtigen Hinsicht: Sie bringen eine psychische Rendite. Trotz der niedrigen Gesamtrendite wird Geld in Kunstwerke investiert, wenn sie eine positive psychische

FONDS'13 – Die Schweizer Finanzmesse
WETTBEWERB



Luxusweekend in St. Moritz
zu gewinnen.

Rendite aufweisen. Kunst zu kaufen, lohnt sich, wenn sie gefällt. Wer also Kunst liebt und sich daran erfreut, sollte Kunst auch dann kaufen, wenn die finanzielle Rendite gering ist.

FUW-UMFRAGE 

Wie hoch ist der Anteil von Gold in Ihrem Portfolio?

0%

bis 10%

10 bis 20%

mehr als 20%