KUNSTHANDEL

LIEBER NEUE WERTPAPIERE ALS ALTE MEISTER

Horrende Auktionspreise für einzelne klassische Bilder täuschen darüber hinweg, dass Anleger im Kunstmarkt trotz höheren Risikos nur selten besser fahren als etwa mit Obligationen.

DAS hohe Risiko einer Geldanlage in klassischen Bildern alter Meister lässt sich anhand der Sammlung von Gerald Guterman nachweisen. Dieser amerikanische Grundstück- und Häusermakler kaufte in den Jahren 1981 bis 1986 alte Meister mit dem Zweck, sie wieder zu verkaufen. Damit verstiess er bereits gegen eine der Grundregeln des Kunstmarkts: Kurzfristige Spekulation lohnt sich selten. Guterman veräusserte seine Sammlung im Januar 1988 beim Auktionshaus Sotheby's in New York, begleitet von einem grossen Medienrummel. Von den 47 angebotenen Bildern alter Meister wurden jedoch deren 17 gar nicht verkauft, weil der festgesetzte Mindestpreis nicht zu realisieren war. Aus kommerzieller Sicht stellten diese Werke also Fehlinvestitionen dar.

Von 14 der restlichen 30 Bilder, die auf der Auktion verkauft werden konnten, ist der genaue Ankaufspreis bekannt; in einigen Fällen allerdings waren die Bilder von Zwischenhändlern erworben worden, so dass Guterman selber einen höheren Preis bezahlt haben musste. Zwar haben – von zwei Ausnahmen abgesehen – die auktionierten Bilder einen zum Teil erheblichen nominalen Wertzuwachs erfahren: Der Preis für Wouvermans «Flusslandschaft» ist um 1524 Prozent gestiegen, Ducks «Wachtstube» um 514 Prozent und den Uyls «Stilleben» um 401 Prozent. Bei zwei Bildern musste Guterman jedoch einen absoluten Wertrückgang hinnehmen: Der Preis von Cuyps «Mädchenporträt»

FOTO: DUKAS

Auktion bei Sotheby's: Auch Höchstpreise bringen meist nur eine bescheidene Rendite.

KUNSTHANDEL

fiel auf etwa die Hälfte, und Lingelbachs Bild mit Schäfern wurde mit einem Verlust von 2 Prozent veräussert.

Die oft hohe Wertsteigerung bei den auktionierten Bildern ist jedoch keineswegs mit der Rendite gleichzusetzen, obwohl dies von ökonomisch unbedarften Beobachtern häufig getan wird:

- Das Geld hat durch Preissteigerungen (Inflation) an Wert verloren. Im Zeitraum 1983 bis 1988 betrug die Inflationsrate in den USA 2,9 Prozent pro Jahr.
- Ein Investor hat erhebliche Auktionsgebühren auf sich zu nehmen. Bei Sotheby's und Christie's sind 10 Prozent sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf üblich. Die in der Performance-Tabelle ausgewiesenen Nettorenditen berücksichtigen beide Faktoren. Analog zur Rendite von Wertpapieren und damit zu den Zinssätzen wird die Rendite als Prozentsatz pro Jahr formuliert.

Zugegeben: Bei einigen Gemälden hat Guterman sein Geld sehr erfolgreich angelegt. Geradezu sensationell ist die Netto-Realrendite bei Ducks «Wachtstube» mit 77,4 Prozent pro Jahr. Ebenfalls sehr hoch ist sie bei den Uyls «Stillleben» mit 31,7 Prozent und bei Wouvermans «Flusslandschaft» mit 39,4 Prozent. Doch bei 4 der 14 analysierten Bilder hat Guterman dafür eine negative Realrendite erzielt, also einen Wertverlust erlitten. Dieser Kategorie sind in der Gesamtrechnung ebenfalls die bei der Auktion zurückgegebenen 17 Gemälde hinzuzurechnen, für die ebenfalls eine Negativrendite erzielt worden wäre.

Hat sich nun für Guterman die Spekulation mit alten Meistern insgesamt gelohnt? Die 17 unverkauften Bilder nicht mitgerechnet, hat er zwischen 1981 und 1986 rund 2,7 Millionen Dollar investiert und 1988 etwa 4,8 Millionen Dollar erzielt. Die Nettorendite beträgt nominell 6,3 Prozent pro Jahr, teuerungsbereinigt 3,2 Prozent pro Jahr. Diese Rendite ist zwar nicht schlecht; Guterman wäre schon wesentlich besser gefahren, wenn er ganz einfach Staatspapiere erworben hätte, die – bei minimen Transaktionskosten – eine reale Rendite von 6,9 Prozent erbracht hätten.

Woran liegt es, dass Guterman zwar mit einigen Bildern spektakuläre Wertsteigerungen erzielen konnte, die Investition als Ganzes jedoch ein schlechtes Geschäft war? Die Antwort ist einfach: Guterman hat nur einen ganz kleinen Teil seines Geldes in «guten» Bildern angelegt, die eine hohe Performance erzielten. Auf sein «Paradebild» von Duck entfallen nur 0,9 Prozent der gesamten Investitionssumme. Umgekehrt hat er rund 33 Prozent seiner Ankaufssumme auf die «Verlierer» Cuyp und Ruisdael gesetzt. Das Bild von Cuyp erzielte übrigens hauptsächlich deshalb einen so tiefen Verkaufspreis, weil Guterman es als Werk des (hochbezahlten) Albert Cuyp gekauft hatte; eine Neuzuschreibung ergab aber, dass Jacob Cuyp das Bild gemalt haben musste. Gerade dieses Beispiel – die Gefahr einer Neuzuschreibung – weist auf die besonders hohen Risiken bei der Spekulation mit alten Meistern hin.

Die Folgerungen: Mit alten Meistern können hohe Gewinne erzielt werden, aber einfach ist es nicht. Grundsätzlich ist die Lage nicht anders als auf anderen Märkten: Es ist naiv zu glauben, man sei der einzige, der die Gewinnchancen erkennt. Ausser vorübergehend lassen sich – bei ähnlichem Risiko – auf keinem Markt systematisch wesentlich höhere Renditen erzielen als auf einem anderen: Andere Investoren werden durch die höheren Renditen angelockt, und «übernormale» Gewinne werden wegspekuliert. *Bruno S. Frey/Monika Tietze*

FALSCHES BILD: VOM GEWINN BLEIBT NUR WENIG

Werden alle Faktoren – wie Verkaufsgebühren, Inflation usw. – berücksichtigt, bleibt meist nur eine magere Rendite. Die 14 eruierbaren Beispiele aus der Sammlung des amerikanischen Häusermaklers Gerald Guterman beweisen es.

Bild *Maler*	Brutto-Wertsteigerung	Kauf Jahr	Dollar	Verkauf 1988 Dollar	Reale Rendite pro Jahr
Flusslandschaft *Wouverman*	1524%	1982	12930	210000	**39,4%**
Wachtstube *Duck*	514%	1986	21170	130000	**77,4%**
Stilleben *Den Uyl*	401%	1984	399395	2000000	**31,7%**
Rabbi *Flinck*	313%	1981	75000	310000	**13,5%**
Mediterrane Landschaft *Asselyn*	184%	1985	26400	75000	**24,6%**
Anbetung der Könige *Brueghel d. J.*	151%	1982	111666	280000	**8,3%**
Alchemistenstube *Teniers II*	78%	1984	291384	520000	**5,6%**
Madonna *Botticelli*	75%	1981	280000	490000	**2,1%**
Courtyard *Berckheyde*	72%	1986	78602	135000	**13,8%**
Singende Frau *Van Mieris d. Ä.*	54%	1986	29200	45000	**8,3%**
Elegante Gruppe *Van Valkenborch*	25%	1982	56000	70000	**– 4,1%**
Nijmegen *Van Ruisdael*	6%	1983	779976	825000	**– 6,3%**
Schäfer *Lingelbach*	– 2%	1984	56000	55000	**– 9,1%**
Frauenporträt *Cuyp*	–42%	1985	260000	150000	**–28,4%**

BRUNO S. FREY ist Professor für Wirtschaftspolitik an der Universität Zürich; Koautorin MONIKA TIETZE ist Master of Arts und arbeitet als Kunsthistorikerin.