



Raiffeisenbank Kleinwalsertal in Riezern: Profit von der Zwitterstellung im Zollgebiet

„Seinen Namen kann der Kunde dabei abdecken.“

Sein Geld unterliegt weder Währungsrisiken noch Grenzkontrollen. Kein Zöllner steht auf dem Weg in die beiden Täler, für Pacher „ein großer psychologischer Vorteil“. Denn die Scheine im Kofferraum sind nicht immer blütenweiß. Mal sollen sie vor dem Finanzamt versteckt werden, mal vor der Ex-Frau oder -freundin mit Unterhaltsanspruch. Mal sind sie womöglich ein bißchen außerhalb der Legalität erworben.

Zur Wahrung ihrer Anonymität nehmen viele Anleger gar etwas in Kauf, das daheim in Deutschland als fiskalisches Teufelswerk gilt: Sie zahlen freiwillig Quellensteuer. Auch nach deren Abschaffung in der Bundesrepublik schieben sie so eifrig Geld über die Grenze wie zuvor und unterwerfen den Zins der zehnprozentigen österreichischen Staatsabgabe.

Die wird, wie bis Ende Juni in Deutschland, auf alle Sparbücher außer auf die mit gesetzlicher Kündigungsfrist erhoben. Beim Wertpapierkauf dagegen können sich Ausländer von der Steuer befreien lassen, wenn sie nur am Schalter ihren Paß zeigen. Dafür entscheidet sich aber nur eine Minderheit unter den Kunden, obwohl alle Banker versprechen, Name und Depot würden streng getrennt geführt. Die Mehrheit denkt wie Franz Specht von der Sparkasse Riezern: „Wer weiß, was sich die Politiker noch alles einfallen lassen.“

Auch diese ängstliche Mehrheit kann allerdings ihre Rentenanlagen von der Abgabe befreien: Sie muß nur ältere Mark-Anleihen kaufen, die vor 1989 emittiert wurden. Die sind auch in anonymen Depots von der österreichischen Steuer ausgenommen. Gleiches gilt für Papiere jeden Alters von internationalen Institu-

tionen wie etwa der Weltbank, der Asiatischen oder Afrikanischen Entwicklungsbank.

Immer aber unterliegt bei Anlegern aus der Bundesrepublik der Zins der deutschen Steuerpflicht – jedenfalls theore-

tisch. „Praktisch“, seufzt Günter Goettgens, Chef des Finanzamts im benachbarten bayrischen Kempten, „sind wir gegenüber den betrügerischen Manipulationen nahezu machtlos.“ Über 50 Millionen Mark im Jahr verliert so der deutsche Staat.

Die Österreicher kümmert's wenig. „Wir sagen unseren Kunden, daß die Steuerpflicht ihre Sache ist“, erklärt einer von ihnen treuherzig im Geldhaus am Hang. „Wieweit er ihr nachkommt, können wir natürlich nicht überprüfen. Das ist ja auch nicht unsere Aufgabe. Die besteht in seriöser Betreuung der Anleger.“ Mit seinem guten Namen mag dieser Banker freilich nicht zitiert werden.

Keiner der Vermögensverwalter in den Bergen verrät jedoch, wie sich unversteuertes Vermögen nach der Rückführung in die Bundesrepublik reinwaschen ließe. Nur die Hypothekenbank des Landes Vorarlberg in Riezern weist einen bequemen Ausweg: Sie ist ins selbe Haus gezogen wie die Spielbank. Wer unten von diskreten Konten Schwarzgeld abhebt, kann es einen Stock drüber auf Rouge oder Noir verzocken. ROLAND STIMPEL

**KUNST**

## Obskure Objekte

Von Bruno S. Frey und Angel Serna\*

Zweistellige Millionenbeträge auf Kunstauktionen suggerieren, daß die Verkäufer den Kunstboom zur Realisierung satter Gewinne nutzen. Die nüchterne Analyse läßt aber Zweifel aufkommen, ob die Käufer von heute noch mit ansehnlichen Renditen für ihre Kunstinvestments rechnen können.

**D**er Kunstmarkt scheint aus allen Fugen zu geraten. Berichte über neue Rekordpreise für auktionierte Bilder lenken das Augenmerk auf die zahlreichen Veranstaltungen der bekanntesten Auktionshäuser. So geschehen am 9. Mai dieses Jahres, als im Auktionshaus Sotheby's New York das Selbstbildnis „Yo, Picasso“ für sage und schreibe 47,85 Millionen Dollar, umgerechnet rund 91 Millionen Mark, verkauft wurde.

Bereits im November 1987 hatten Vincent van Goghs „Schwertlilien“ die stolze Summe von 53,9 Millionen Dollar erzielt, womit sie zur Zeit ganz oben auf der ewigen Liste der Rekordpreise rangieren.

Der vorherige Eigentümer der „Schwertlilien“ hatte das Bild im Jahr 1947 für nur 84000 Dollar gekauft. Der Verkauf für 53,9 Millionen Dollar bedeutet eine stolze reale Rendite von elf Prozent pro Jahr. „Yo, Picasso“ wurde in

den letzten 20 Jahren nicht weniger als viermal versteigert. Im Jahr 1970 wurde es für 147000 Pfund und fünf Jahre später für 283500 Pfund gehandelt. Trotz dieser Verdopplung des Preises hat der damalige Besitzer aus rein finanzieller Sicht schlecht investiert. Nach Abzug der Auktionsgebühren und Versicherungsspesen beträgt zwar die nominelle Rendite 8,6 Prozent pro Jahr. Da aber im Vereinigten Königreich in dieser Periode die Inflationsrate 12,2 Prozent betrug, hat der Besitzer eine reale Rendite von minus 3,6 Prozent pro Jahr erzielt.

Den späteren Besitzern erging es besser. 1981 wurde „Yo, Picasso“ für 5,83 Millionen Dollar und schließlich 1989 für 47,85 Millionen Dollar auktioniert, was (nach Abzug aller Spesen) nominell eine Rendite von 23,3 Prozent und real von 19,6 Prozent pro Jahr ergibt.

Aus dieser Berechnung wird deutlich: Die häufig in Kunsthändlerkreisen gehörte Behauptung, daß „gute Qualität immer ihren Preis hält“, das heißt, eine gute

\* Professor Bruno S. Frey ist Inhaber des Lehrstuhls für Theorie der Wirtschaftspolitik an der Universität Zürich, Angel Serna Forschungsassistent am gleichen Institut.

## Schwindelerregend

Das Selbstbildnis „Yo, Picasso“, das am 9. Mai 1989 für 47,85 Millionen US-Dollar versteigert wurde, müßte in fünf bzw. 20 Jahren folgende Verkaufspreise erzielen, damit

	in 5 Jahren	in 20 Jahren
	(Millionen US-Dollar)	
... die US-Inflation (6,2 Prozent) ausgeglichen wird,	65	165
... darüber hinaus die Auktionsgebühren gedeckt sind,	79	200
... darüber hinaus die Versicherungsspesen gedeckt sind,	81	221
und eine jährliche Netto-Realrendite erwirtschaftet wird von 3,0 Prozent	94	395
von 19,6 Prozent	216	11144

Wirtschafts  
Woche



Picasso-Selbstbildnis „Yo, Picasso“: Muß auf 65 Millionen Dollar steigen, damit kein realer Wertverlust entsteht

Rendite verspricht, ist unhaltbar. Wenn von der Möglichkeit gesprochen wird, auf dem Kunstmarkt hohe Gewinne zu erzielen, wird suggeriert, daß sich heute ein Einstieg lohnt. Nur wenige sind schließlich in der glücklichen Lage, bereits einen van Gogh oder Picasso zu besitzen. Entscheidend ist immer die Frage, ob es sich heute lohnen würde, ein auf einer Auktion angebotenes Bild mit dem Ziel zu erwerben, es später lukrativ weiterzuverkaufen.

Um wieviel muß beispielsweise der Preis von „Yo, Picasso“ steigen, damit die Investition finanziell erfolgreich wird?

Zur Beantwortung dieser Fragen sind drei Aspekte zu berücksichtigen.

□ Inflationenausgleich. Als erstes muß der Bildpreis steigen, um den Wertverlust des Geldes zu kompensieren. In den Vereinigten Staaten betrug die Inflationsrate im Zeitraum 1970 bis 1988 durchschnittlich 6,2 Prozent pro Jahr: Im Vereinigten Königreich war sie mit 9,8 Prozent wesentlich höher, in der Schweiz mit 4,1 Prozent tiefer. Hält diese Inflationsentwicklung im amerikanischen Dollar-Raum auch in der Zukunft an, muß der Preis von „Yo, Picasso“ in fünf Jahren 65 Millionen Dollar betragen, damit kein realer Wertverlust eintritt. Wird das Bild erst in 20 Jahren auf den Markt gebracht, muß der Preis 165 Millionen Dollar betragen, das heißt, das Bild muß eine Wertsteigerung von 117 Millionen erfahren.

□ Auktionsgebühren und Versicherungsspesen. Die bisher ausgerechnete Wertsteigerung genügt aber noch nicht, damit die finanzielle Investition in dieses Picasso-Bild sich lohnt. Der Besitzer wird nämlich mit happigen Gebühren belastet. Normalerweise muß der Käufer dem Auktionshaus zehn Prozent des Hammerpreises bezahlen. Wenn der Besitzer das Werk verkauft, wird wiederum eine Gebühr von zehn Prozent des erzielten Hammerpreises fällig.

Zu den Auktionsgebühren kommen die Versicherungsspesen hinzu. Bilder sind besonderen Risiken ausgesetzt; sie können verbrennen, gestohlen oder aus anderen Gründen zerstört werden. Der Besitzer unternimmt vernünftigerweise Vorsorgemaßnahmen (zum Beispiel Brandsicherung) und versichert das Bild. Die Versicherungsprämie beträgt 0,5 Prozent des Werts pro Jahr. Bei Berücksichtigung dieser zusätzlichen Kosten müßte der Preis von „Yo, Picasso“ in fünf Jahren um nicht weniger als 33 Millionen Dollar oder 69 Prozent auf 81 Millionen Dollar steigen, damit der Besitzer keinen finanziellen Verlust erleidet. Bei einem Verkauf in 20 Jahren muß der Preis auf 221 Millionen Dollar steigen, der Wert müßte sich fast verfünffachen.

□ Alternative Renditen. Wird ausschließlich aus finanzieller Absicht in Kunstwerke investiert, muß berücksichtigt werden, welcher Gewinn mit einer anderen Geldanlage erreicht werden könnte. Wird eine langfristige reale Rendite von drei Prozent pro Jahr für sichere Wertpapiere zugrunde gelegt (wie sie für Staatspapiere in den Vereinigten Staaten in der Periode 1970 bis 1988 gegolten hat), müßte das Bild von Picasso in fünf Jahren für 94 Millionen Dollar verkauft werden – nur damit diese Kunstanlage nicht eine geringere reale Rendite als andere Anlagen erbringt. In fünf Jahren müßte der Preis des Bildes um 46 Millionen Dollar oder 96 Prozent steigen. Wird „Yo, Picasso“ erst in 20 Jahren verkauft, muß die Wertsteigerung gar 347 Millionen Dollar betragen und ein Hammerpreis von 395 Millionen Dollar erzielt werden.

Die zugrundegelegten drei Prozent dürften allerdings die wenigsten Investoren zufriedenstellen. Angenommen, der jetzige Besitzer erwarte die gleiche reale Rendite wie der Vorbesitzer, nämlich 19,6 Prozent pro Jahr. In diesem Fall müßte

„Yo, Picasso“ in fünf Jahren um nicht weniger als 168 Millionen Dollar auf 216 Millionen Dollar steigen. Bei einem Verkauf in 20 Jahren müßte unter dieser Annahme der Preis für „Yo, Picasso“ auf eine astronomische Höhe, nämlich 11,1 Milliarden Dollar, steigen.

Aus diesen Berechnungen wird folgendes deutlich:

Wer bei Käufen auf dem Kunstmarkt eine hohe Rendite erzielen will, muß ein erhebliches Vertrauen in zukünftige Preissteigerungen haben. Ist anzunehmen, daß ein heute für 48 Millionen Dollar gehandeltes Bild in nur fünf Jahren für 216 Millionen Dollar verkauft werden kann? Eine derartige Wertsteigerung ist nicht auszuschließen, gerade wahrscheinlich erscheint sie aber nicht.

Die errechneten, für einen Gewinn notwendigen gewaltigen Preissteigerungen beruhen auf dem Zinseszineffekt. Die Wirkung dieser exponentiellen Entwicklung wird intuitiv regelmäßig unterschätzt – unser Gehirn ist eher für lineare Fortentwicklungen programmiert. Neben der Unterschätzung des Zinseszineffekts wird häufig der Fehler gemacht, prozentuale Preissteigerungen von Bildern mit Gewinnen gleichzusetzen. Wegen der Inflation und der Auktions- sowie Versicherungsgebühren verleitet dieses Vorgehen – wie gezeigt – zu massiven Falschein-schätzungen.

Was folgt daraus? Die Rekordpreise sollten nüchtern interpretiert werden. Hohe Wertsteigerung bei einigen ausgewählten Bildern sind kein Indiz dafür, daß auf dem Kunstmarkt ohne Risiko hohe Gewinne zu erreichen sind. Nach Abzug der Inflations- und Versicherungsgebühren erbringen viele Gemälde nur geringe Renditen oder lassen sich sogar nur mit Verlusten verkaufen. Auch der Kunstmarkt kann sich ökonomischen Gesetzmäßigkeiten nicht entziehen.