

*Investment
Perspektive*

II/2006

Kunst als Asset Klasse –
Sweet Dreams Are Made of This

©2006. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Trend-Monitor

- ◆ Die Liquiditätsschwemme an den Kapitalmärkten hat in den letzten Jahren in vielen Assetklassen zu einem Bullenmarkt geführt. Die Suche nach Mehrertrag, Risikobegrenzung und Diversifizierung hat starke Kapitalzuflüsse in exotischere Assetklassen ausgelöst. Dies hat am Kunstmarkt zu einem jahrelangen Boom und einem wahren Hype um viele Künstler geführt.
- ◆ Die Kunstpreishausse wurde dadurch verstärkt, dass die Globalisierung bei den Reichen und Ultrareichen zu stark wachsenden Vermögen und Einkommen beigetragen hat. Bei dieser Anlegergruppe spielt Kunst als Anlageform und Statussymbol eine besondere Rolle. Der durch deren zunehmenden Reichtum verursachte Nachfrageschub nach der engen Assetklasse „Kunst“ hat den Kunstmarkt zu einem der großen Gewinner der Globalisierung gemacht.
- ◆ Dennoch fällt es schwer, Kunst als Anlagealternative für institutionelle Anleger anzusehen. Der Kunstmarkt ist zu intransparent, kostenintensiv, illiquide und risikobehaftet, um für Anleger, die in Bilanzierungszeiträumen denken, eine wirkliche Überlegung wert zu sein.
- ◆ Selbst über längere Zeiträume weist Kunst hohe Verlustrisiken auf. Zudem fehlen Bewertungsgrundlagen, es lassen sich praktisch keine Gleichgewichtsprozesse zur Markträumung nachweisen, die Preisbildung verläuft erratisch, von regelmäßiger Performancemessung oder Berechnung von Risikokennzahlen kann nicht die Rede sein, von Sicherungsinstrumenten ganz zu schweigen.
- ◆ Vor diesem Hintergrund scheint uns Kunst als Geldanlage eher für diejenigen geeignet, die in starkem Maße auf die nicht monetären Erträge von Kunst setzen.

Trend-Monitor

Kunst als Assetklasse – Sweet Dreams Are Made of This

Liquiditätsschwemme in der Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft blickt gegenwärtig auf eine lange Phase einer stetig positiven Entwicklung zurück. Seit mehreren Jahren erleben wir global ein überdurchschnittliches Realwachstum gepaart mit einer gleichzeitig unterdurchschnittlichen Inflationsrate („Goldilocks“). Rückblickend erscheint es als sensationell, dass es den wirtschaftspolitischen Akteuren gelungen ist, nach dem Platzen der New Economy-Blase an den Aktienmärkten im Jahre 2000 eine größere globale Strukturkrise bzw. eine weltweite Rezession zu verhindern. Wenn man sich an die Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren nach dem damaligen Platzen der Aktienmarktblase am Schwarzen Freitag erinnert, ist dieser Erfolg nicht hoch genug zu bewerten. Trotz vieler geplatzter New Economy-Träume und des Terroranschlags auf das World Trade Center im September 2001 hat die Globalisierung keinen wirklichen Rückschlag erlitten.

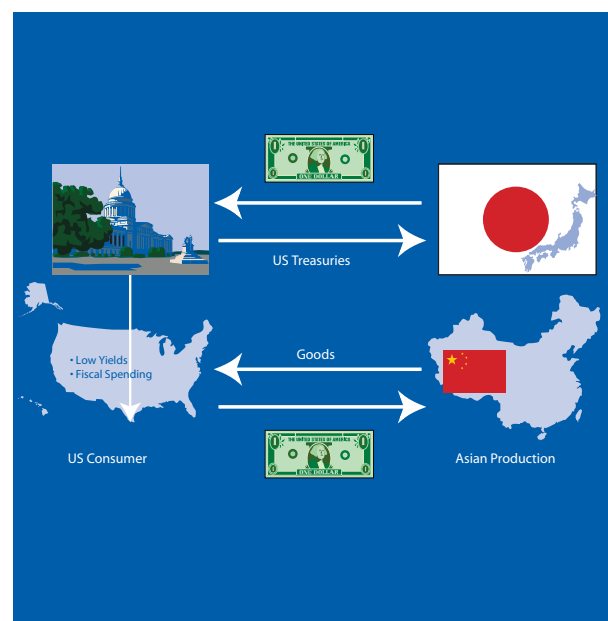
Dennoch hatten die Notstandsmaßnahmen der Zentralbanken zur Vermeidung eines größeren Schocks während der Krisenzeit unerwünschte Nebenwirkungen. Alan Greenspan hatte schon als Vorbeugung einer möglichen Weltrezession bei Scheitern der Datumsumstellung zur Jahrtausendwende die Welt mit Liquidität überflutet. Diese Liquiditätsflut wurde nach dem Platzen der Internetblase und wegen 9/11 noch weiter beschleunigt, um alle Wachstumsrisiken im Keim zu ersticken. Da zur gleichen Zeit die japanische Zentralbank mit einer extrem expansiven Geldpolitik die Deflation in Japan überwinden helfen wollte, und die europäischen Zentralbanken angesichts der Unge-

wisheiten zum Start der Europäischen Währungsunion auch nicht an einer Restriktionspolitik interessiert waren, ist die Weltwirtschaft seit vielen Jahren von einer wahren Geldschwemme gekennzeichnet.

Bretton Woods II

Fast noch entscheidender für die überreichliche Liquiditätsversorgung der Welt als die Zentralbankpolitik in den G3-Ländern ist aber ein ganz anderer Faktor. Die Stabilität der Weltwirtschaft und die Fortentwicklung der Globalisierung beruhen auf einer einzigen Säule, nämlich einer (nie offen formulierten) Weltwährungsordnung, die auf den gleichgerichteten Interessen der USA und China beruht. Dieses System wird inzwischen bereits Bretton Woods II genannt (vgl. Abbildung 1).¹

Abbildung 1: Bretton Woods II



Das Wachstum der Weltwirtschaft basiert zum allergrößten Teil auf dem Konsum der Amerikaner, dessen Spiegelbild die Exportmärkte (und damit die Produktion) der anderen Länder darstellen. Dieser hemmungslose Konsum ist angesichts der hohen Verschuldung der Amerikaner und wegen des mit dem Überkonsum einhergehenden zusätzlichen Leistungsbilanzdefizits aber nur dann möglich, wenn andere Länder bereit sind, das Defizit der Amerikaner auf Dauer zu finanzieren. Daher befinden sich Exportländer wie China, Japan, Taiwan oder auch die Ölländer in einer Art Gefangendilemma mit den USA, denn sie sind gezwungen, US-Staatsanleihen zu kaufen, um den USD stabil, die US-Zinsen niedrig und die wachsende Verschuldung der Amerikaner finanzierbar zu halten, um die eigenen Exportmärkte nicht zu gefährden. Dieses Bretton Woods II, das die Wechselkurse der Weltwährungen zum USD in einigermaßen engen Bändern hält, soll letztlich die Arbeitsteilung zwischen den Produktionsländern und dem Konsumland USA aufrechterhalten, weil dies (möglicherweise) im Interesse aller ist.²

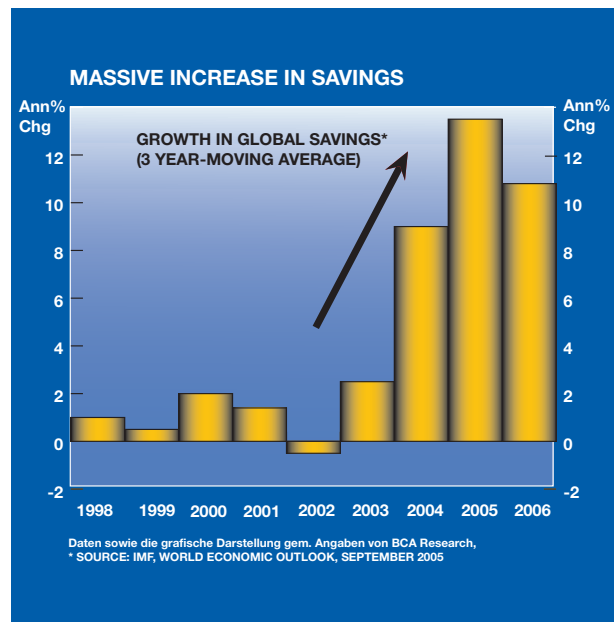
Wir wollen uns hier weniger mit der Frage befassen, ob ein solches System, bei dem die eine Weltmacht (USA) auf Pump in Abhängigkeit von einer neuen aufstrebenden Weltmacht (China) lebt, wirklich von Dauer sein kann.³ Uns beschäftigt ein Nebenaspekt dieser Konstellation. Die Stabilität dieses Systems beruht auf der immerwährenden Bereitschaft der Asiaten und Ölländer, immer höhere Devisenreserven in einer einzigen Assetklasse, US-Rententiteln, zu halten. Problematisch ist dabei, dass diese in US-Anleihen investierten Devisenüberschüsse bei den Zentralbanken in China, Russland, Japan oder Korea (inländische) Geldschöpfung darstellen, wenn sie nicht massiv über andere geldpolitische Maßnahmen sterilisiert werden. Bretton Woods II hat damit in den letzten Jahren massiv zur Liquiditätsschwemme in der Weltwirtschaft beigetragen und ist in gewissem Sinne ihre Hauptursache.

Liquiditätsgetriebene globale Assetpreishausse

Eine (unerwünschte) Folge von Bretton Woods II ist also eine explodierende Liquidität an den Kapitalmärkten und ein starkes Wachstum bei den Weltersparnissen. Die Sparquote in den Leistungsbilanz-

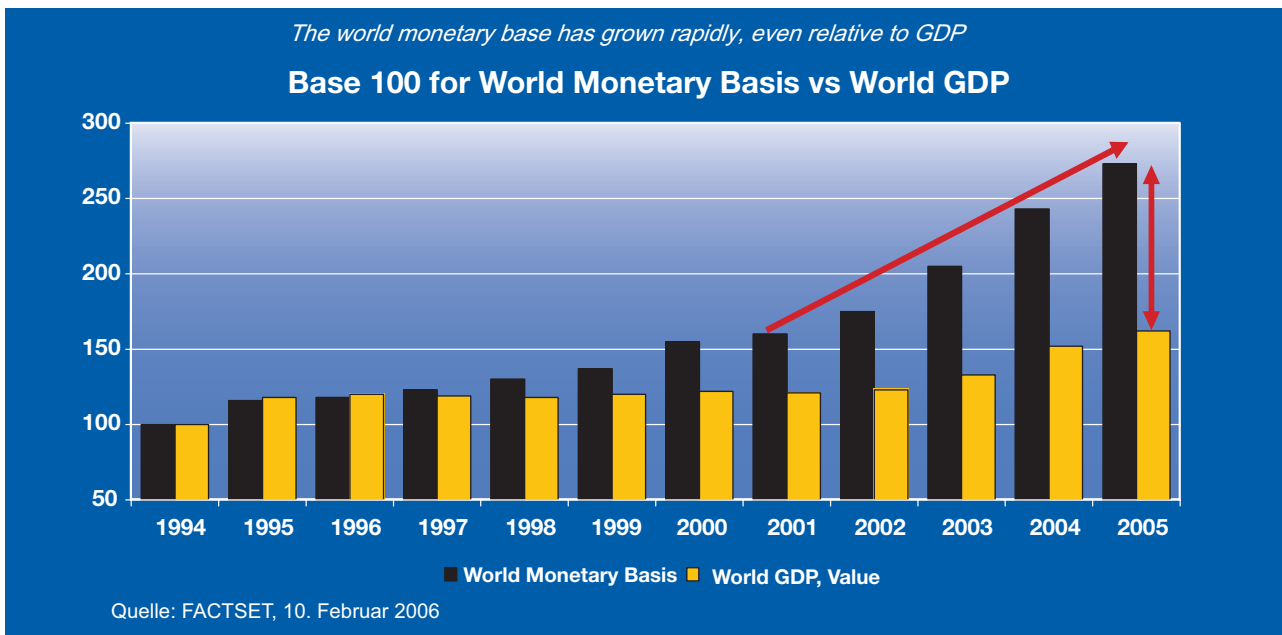
überschussländern Asiens und Arabiens ist enorm hoch und überkompensiert die nicht vorhandene Ersparnisbildung in den USA. Die globalen Weltersparnisse sind deshalb explosionsartig gewachsen (vgl. Abbildung 2):

Abbildung 2: Wachstum der Weltersparnisse



Gleichzeitig hat die Globalisierung im Zusammenhang mit der Erfolgsgeschichte des Internets und den Fortschritten in den Kommunikationssystemen einen explodierenden Wettbewerb auf den immer transparenter werdenden Gütermärkten, aber auch auf den offener werdenden Arbeitsmärkten (Outsourcing, Offshoring) ausgelöst. Die daraus hervorgehende Effizienz steigernde Wirkung der Globalisierung hat zu enormen Produktivitätsfortschritten in den Unternehmen geführt, die wegen des knallharten Existenzkampfes am Arbeitsmarkt nicht an die Arbeitnehmer weitergegeben werden mussten. Die Unternehmen konnten ihre Gewinne steigern, auch wenn sie nicht über Preisüberwälzungsspielräume auf den Gütermärkten verfügten. Obwohl die Weltgeldbasis seit Jahren stärker wächst als das reale Bruttoinlandsprodukt, und der Boom bei den Rohstoffpreisen die Grundlage für ein inflationäres Umfeld gelegt hätte, ist die (realwirtschaftliche) Inflation aufgrund der Wirkung der Globalisierung daher (bisher) moderat geblieben. (vgl. Abbildung 3):

Abbildung 3: Geldbasis und Welt-BIP



Die überschüssige Liquidität, die sozusagen in der Realwirtschaft nicht gebraucht wurde, hatte sich dadurch aber nicht in Luft aufgelöst, sondern suchte nach anderen Verwendungen. Über die veranlagten Weltersparnisse wanderte die Überschussliquidität aus der Realwirtschaft in die Finanzwirtschaft. Letztlich ist die Liquiditätsschwemme aus dem Bretton Woods II-System die Hauptursache des marodierenden Kapitals, mit dem die Märkte in den letzten Jahren fertig werden mussten. Viele Anleger sprechen seit langem von einem permanenten Anlagenotstand, weil die Übernachfrage in fast allen Assetklassen zu hohen Bewertungsniveaus und im Prinzip unattraktiven Anlagebedingungen geführt hat. Historische Zinstiefs, enge Creditspreads, boomende Immobilienpreise, enorme Zuflüsse in Private Equity und Hedge Funds, eine ungebremsste Hausse in den Emerging Markets sowie sich überhitzende Rohstoffmärkte – der Verdacht, „eine globale Assetpreisblase“ sei im Entstehen, ist nicht ganz von der Hand zu weisen.⁴

Besondere Triebfedern der Kunstpreishausse

Eine alternative Anlageform, die bei solchen Überlegungen im Kreise institutioneller Anleger normalerweise vernachlässigt wird, ist der Kunstmarkt, obwohl sich die Schätzungen für die jährlichen Umsätze im Kunsthandel auf etwa 25 Milliarden

EUR belaufen.⁵ (Bildende) Kunst erzielte auf Messen und internationalen Auktionen in den letzten Jahren fortwährende Rekordpreise. Um deutsche Künstler wie Richter, Polke, Ruff, Uecker oder Kiefer gibt es eine regelrechte Hysterie. Die liquiditätsgetriebene Assetpreishausse macht auch vor Nischenprodukten der Kapitalanlage nicht halt.⁶

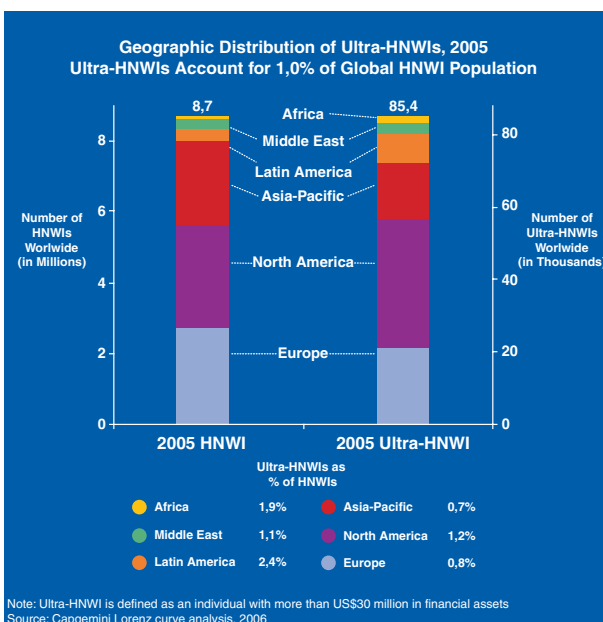
Dass Kunst als Geldanlage boomt, lässt sich wie bei den anderen Assetklassen zum großen Teil durch den von den Zentralbanken ausgelösten Liquiditätsüberschuss erklären. Er trieb die Anleger auf der Suche nach Mehrertrag in immer exotischere Kapitalanlagen. Im Falle der Kunst kommt allerdings noch ein Zusammenhang mit der Globalisierung hinzu, der gerade diese Assetklasse kennzeichnet.

Die durch die Globalisierung ausgelösten Produktivitätsschübe haben die Masseneinkommen nur relativ wenig gesteigert, sondern kamen schwerpunktmäßig einer relativ kleinen Zahl von Topeinkommensbezieher zu Gute. Nicht nur in den USA und Europa ist die Zahl der Ultrareichen und ihr Vermögen explodiert, sondern auch in den von der Globalisierung besonders profitierenden Emerging Markets wie China oder Russland ist die Zahl der Einkommensmillionäre rasant angestiegen. Diese Ungleichverteilung der produktivitätsgetriebenen Einkommenszuwächse ist nicht überraschend, denn der Durchschnittsarbeitnehmer ist in starkem Maße vom wachsenden internationalen Wettbewerb auf

deregulierten Arbeitsmärkten für „normale Tätigkeiten“ betroffen, während der Unternehmenslenker, der Hedge Fund Manager, der Unterhaltungstar oder der international salonfähige Künstler vom immer mehr beschleunigten „War for Talent“, vom globalen Markt für „Entertainment“ und generell von den wachsenden sich einander angleichenden Massenmärkten in der globalen Welt profitieren.⁷

So ist in den USA das Medianeinkommen von 1966 bis 2001 real um 11% gestiegen. Das Realeinkommen der 10% Besserverdiener wuchs dagegen um 58%, das der 1% Bestverdiener um 121% und das der 13.000 Meistverdiener um 617%. Das Durchschnittsvermögen der 400 reichsten Amerikaner, das in der Fortune 400-Liste veröffentlicht wird, ist von 1980 bis 2002 von 390 Millionen USD auf 2,8 Milliarden USD gestiegen.⁸ Die Zahl der Ultrareichen – das sind diejenigen, die über mehr als 30 Millionen investierbares Vermögen verfügen – ist auf 30.000 Personen in den USA und weitere 50.000 Menschen außerhalb der USA gestiegen.⁹ Dies hatte zur Folge, dass die Betreuung der sogenannten High Net Worth Individuals (HNWIs) und Ultra-HNWIs in den letzten Jahren auch für die Banken und Finanzdienstleister immer mehr an Bedeutung gewonnen hat.¹⁰

Abbildung 4: HNWIs weltweit



Bei der Suche nach Anlagemöglichkeiten für die Gruppe der Reichen und Ultrareichen spielt Kunst eine wesentlich größere Rolle als im Bereich der Kapitalanlagen für institutionelle Anleger oder Retail-Kunden der Banken. Im Rahmen des Aufstiegs der neuen Bildungs-, Leistungs- und Lifestyleeliten des Informationszeitalters – der nach einem Buch des Autors David Brooks benannten BOBOS (dies steht für die Verschmelzung von Bourgeoisie und Bohemien) – ist Kunst zu einem Kernelement des Lebensstils der Reichen geworden – Kunst als Lifestyle-Investment.¹¹ Daher kamen die wachsenden Vermögen dieser Anlegergruppe dem Kunstmarkt im besonderen Maße zu Gute. Der globale Kunstmarkt gehört zu den größten Profiteuren der Globalisierung. Andy Warhol soll einmal gesagt haben „Kunst wird durch Geld erst schön“ – würde er heute noch leben, wäre er überrascht, wie schön Kunst inzwischen geworden ist.¹²

Das Produkt „Kunst“

Einer der Aspekte, die Investments in Kunst schwieriger machen als in andere Assetklassen, ist die Tatsache, dass Kunst im Prinzip undefinierbar ist.¹³ So ist beispielsweise die Aussage „Kunst ist die Gesamtheit der von Menschen geschaffenen, nicht durch Funktionen festgelegten Werke, zu deren Schöpfung ein hervorragendes und spezifisches Können erforderlich ist“ wie alle anderen Definitionsversuche ziemlich vage, auch wenn daraus hervorgeht, dass Kunstwerke eine hohe gesellschaftliche und individuelle Bedeutung haben.¹⁴ Da es keine wirklichen objektiv überprüfbar Kriterien gibt, mit deren Hilfe man die Qualität von Kunst beurteilen könnte, kann man nicht einmal sagen, ob ein bestimmter Gegenstand überhaupt Kunst ist oder nicht. Kunst ist letztlich, was der Betrachter dazu macht.¹⁵

Die meisten Betrachter meinen mit Kunst im Bereich der Kapitalanlage meist das Segment „Bildende Kunst“, also Malerei, Plastik, Architektur, Graphik, Photographie und Kunstgewerbe und grenzen es von Dichtung, Musik sowie Darstellender Kunst ab, die aber natürlich ebenfalls zum Bereich der Kunst gehören, aber als Kapitalanlage noch exotischer bzw. ungeeigneter sind.¹⁶

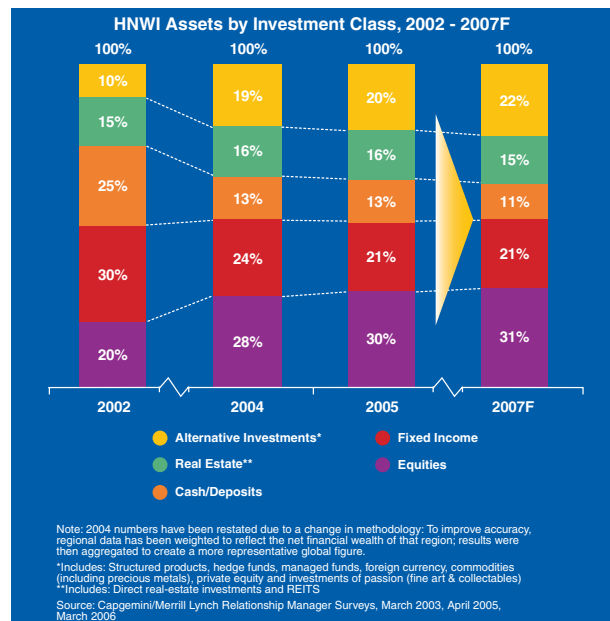
Von großer Bedeutung für die Diskussion um den Handel von Kunst ist der spezielle ökonomische Charakter von Kunst, in dem Sinne, dass das Kunstwerk einerseits ein privates Gut zur Wertaufbewahrung oder zum Konsumnutzen des Eigentümers sein kann, wenn es im Keller eines Sammlers „verschwindet“ und somit die Nutzung durch Dritte ausgeschlossen ist.

Andererseits sind Kunstwerke, die im Museum oder öffentlichen Raum für jedermann zugänglich gemacht werden, im weiteren Sinne ein öffentliches Gut. Man kann durchaus argumentieren, dass viele „große“ Kunstwerke zum kollektiven Gedächtnis einer Kultur gehören und nicht in den Tresoren von Sammlern verschwinden dürften, da sie zwar kopierbar, aber nicht reproduzierbar und daher unersetzlich sind.¹⁷

Aber gerade diese einmalige Bedeutung von Kunst ist wiederum die Basis der Begehrlichkeit und somit für die Hausse des Kunstmarktes in den letzten Jahren verantwortlich. Für viele HNWI und Ultra-HNWI ist die Jagd nach der Einmaligkeit eines Kunstwerkes die letzte Grenze, die man überschreiten kann, weil nur der Besitz eines Gauguin, eines Toulouse-Lautrec oder Yves Klein einmalige Exklusivität und Prestige besitzt, um sich von allen anderen abzugrenzen. Für diese Statussymbole (bzw. für das eigene Ego) ist eine wachsende Zahl von Käufern bereit, fast jeden beliebigen Preis zu zahlen.

So ist es zu erklären, dass im Jahre 2004 für das Bild „Junge mit Pfeife“ von Pablo Picasso 104,2 Millionen USD und 2006 für das Bild „Adele Bloch – Bauer I“ von Gustav Klimt 135 Millionen USD bezahlt wurden. Niemand würde nur aus rein ökonomischen Gründen solche Summen für ein einziges Bild ausgeben. Wie viele andere alternative Assetklassen konnte der Kunstmarkt daher in den letzten Jahren – wie erwähnt – massive Zuflüsse von HNWI erleben (vgl. Abbildung 5)

Abbildung 5:



Charakteristika des Kunstmarktes

Aufgrund der mangelnden Operationalisierbarkeit des Kunstbegriffes und des stark individuellen Charakters von Kunst findet der Kunsthandel auf einem Markt mit sehr spezifischen Eigenschaften statt, an dessen Analyse man nicht mit den bei Kapitalmarktprodukten üblichen Kriterien herangehen kann. Handel und Preisbildung bei Kunstwerken unterscheiden sich weitgehend vom Aktien- oder Rentenmarkt. Von daher wollen wir im folgenden Abschnitt auf einige besondere Charakteristika des Kunstmarktes eingehen.¹⁸

- a) **Intransparenz**
- b) **Illiquidität**
- c) **Unvollkommener Markt**

Ad a) Intransparenz

Am Kunstmarkt werden (weitgehend) Unikate gehandelt, die sich durch unzählige Kriterien voneinander unterscheiden. Die am Kunstmarkt gehandelten Produkte sind so heterogen, dass ein eigentlicher Börsenhandel wie für normale marktgängige, austauschbare und fungible Assets nicht möglich ist.

Der Handel für die einzelnen Kunstwerke findet daher auf sehr kleinen und persönlichen Märkten statt, so dass ein eigentlicher „Marktpreis“ praktisch nicht existiert. Die gehandelten Preise sind vielmehr oft weitgehend unbekannt und von unsicherer Flexibilität.

Der Anbieter von Kunst befindet sich in einer ganz speziellen Lage. Einerseits hat er von vorneherein eine Monopolstellung, weil es sein Produkt nur einmal gibt, was ihm eine bestimmte Preissetzungsmacht verschafft. Andererseits gibt es praktisch niemanden, der ihm eine vollständige Marktübersicht verschaffen kann, so dass die wirkliche Nachfrage und damit die Bedingungen der Liquidierbarkeit des Kunstwerkes unbekannt sind. Der Markt ist für alle Akteure intransparent und von Informationsunsicherheiten gekennzeichnet. Daher stimmt zwar die Aussage, dass der Kunstmarkt wie alle Märkte von Angebot und Nachfrage bestimmt ist, aber von einem Markt in vollkommener Konkurrenz und Informationssicherheit kann nicht die Rede sein.

Rein formal unterscheidet man drei Teilmärkte, auf denen der Kunsthandel stattfindet, nämlich einen Primär-, einen Sekundär- und Tertiärmarkt. Der Primärmarkt besteht aus unorganisierten Privatleuten, Händlern und Künstlern. Dieser Markt ist von lokaler Verbundenheit und relativ verschwiegenen Transaktionen geprägt, so dass kaum statistische Transaktionsdaten verfügbar sind. Der Sekundärmarkt, der in regionalen Clustern wie Großstädten stattfindet, findet über spezialisierte Händler und Galerien statt und bezieht neben Privatpersonen auch regionale Firmen und öffentliche Institutionen wie Museen, öffentliche Sammlungen und Vereine mit ein. Der Tertiärmarkt ist der internationale Markt, der stärker im Mittelpunkt der Öffentlichkeit steht. Er ist von großen Händlern und Galerien, wohlhabenden Privatleuten, Firmen und öffentlichen Einrichtungen bestimmt. Hier werden nur Kunstwerke gehandelt, die als wert- und nachhaltig eingeschätzt werden.¹⁹

Die meisten Transaktionen auf dem Tertiärmarkt finden über öffentliche Auktionen statt, von denen die bekanntesten die von Sotheby's und Christie's sind. Der Tertiärmarkt ist der einzige Teil des Kunstmarktes, über den es eine gute Datenbasis gibt, weil die Transaktionen (leidlich) stetig und

transparent ablaufen. Dennoch sind auch diese Auktionsverfahren nicht mit dem Verkauf über eine Börse vergleichbar, denn die Geschäfte finden zwar international statt, jedoch nur an festen Handelsorten und eng limitierten Zeiten, und der Zugang ist begrenzt und reglementiert.

Ad b) Illiquidität

Die Intransparenz des Marktes führt dazu, dass ein stetiger Börsenhandel in Kunstwerken nicht stattfinden kann, weil selbst die Auktionen im Tertiärmarkt keinen ständig verfügbaren Marktpreis garantieren. Es kommt vielmehr relativ selten und unregelmäßig zu Transaktionen und dann zu sehr erratischen Preisen. Dazu kommen wesentlich höhere Transaktionskosten als beim Handel in anderen Assets, beispielsweise die Kosten der Informationsbeschaffung, aber auch Versicherungen, Transport und Lagerung sowie direkte Kosten der Handelsabwicklung. Ein Verkauf von Kunstwerken kann zudem sehr zeitaufwändig sein. Die Illiquidität von Kunstwerken ist einer der problematischsten Kennzeichen der Assetklasse „Kunst“.

Ad c) Unvollkommener Markt

Die Intransparenz und Illiquidität des Kunstmarktes führen dazu, dass es sich um einen sehr unvollkommenen Markt handelt. Da der fundamentale Wert von Kunst nicht objektiv festlegbar ist und vom Betrachter abhängt, gibt es kaum allgemein gültige Kriterien der Preisbildung. Da kein stetiger Handel stattfindet, ist es relativ schwierig, von einem Marktmechanismus zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage zu sprechen, so dass ein „Fair Value“ oder ein Gleichgewichtspreis im marktwirtschaftlichen Sinne der Markträumung nicht existiert. Die Preisschwankungen sind in einem solchen Umfeld unberechenbar, und die Anfälligkeit für Blasen und irrationale Baissen ist sehr hoch. Man spricht von einem schwachen Gleichgewichtsprozess im Kunstmarkt (Markteffizienz).²⁰

Bei der Bestimmung des Wertes eines Kunstwerkes kommt noch ein besonderer Faktor hinzu. Da Kunstwerke zur Wertaufbewahrung, zur Spekulation, ja sogar als Zahlungsmittel eingesetzt werden können, haben sie einen materiellen Wert als Investitionsobjekt mit Rendite und Risiko. Aber die

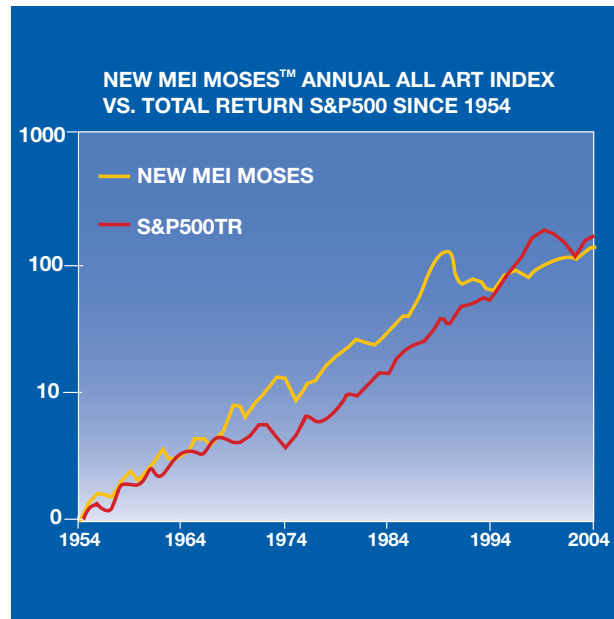
meisten Anleger in Kunst verhalten sich – wie erwähnt – nicht einfach neutral zu einem Kunstwerk im Sinne von Rendite- und Risikokennzahlen. Die finanzielle Dividende von Kunst ist ein Teilaspekt. Insbesondere Einflussfaktoren wie die ästhetische Dividende, der Konsumnutzen, der Statusnutzen, der Nutzen als Kommunikationsinstrument oder der kunsthistorische Wert spielen bei der Preisbildung eine tragende Rolle. Der immaterielle Wert der Kunst erschwert in starkem Maße die reine Marktbewertung nach ökonomischen Kriterien und die Findung eines fairen Gleichgewichtspreises.²¹

Risiko und Ertrag von Kunstinvestments

Die bisherige Diskussion der Charakteristika des Produktes „Kunst“ hat deutlich gemacht, dass ein einheitlicher Kunstmarkt gar nicht existiert. Dennoch gibt es natürlich den Wunsch, einen Index für die Preisentwicklung von Kunst ganz allgemein zu entwickeln, denn Investoren, Galerien, Museen, Anlageberater und Verkäufer von Kunst möchten „nachrechnen“ können, wie sich eine Investition in die Assetklasse Kunst rentiert. Mit Hilfe eines Kunstpreisindexes könnte man versuchen, allgemeine Aussagen über Risiko und Ertrag von Kunstinvestments (in der Vergangenheit) zu treffen.

Man hat inzwischen eine ganze Reihe von Kunstindizes entwickelt, an Hand derer man Aussagen zur Sinnhaftigkeit von Kapitalanlagen in Kunst machen und die Transparenz des Marktes erhöhen will. Der bekannteste Indikator für die Preisentwicklung am Kunstmarkt ist neben dem Kunstkompass der Zeitschrift Capital der Mei/Moses Annual All Art Index, der von Michael Moses und Jianping Mei von der Leonard N. School of Business der Universität New York anhand der Daten von 8000 wiederholt versteigerten Kunstwerken entwickelt wurde. Dieser Index will die langfristige Entwicklung des Gesamtmarktes – und mit den Subindizes Alte Meister, Impressionisten, Moderne Kunst, Amerikanische Kunst vor 1950 auch Teilsegmente des Marktes –, unter Zuhilfenahme wirklich gehandelter Preise bei Auktionen, also auf Basis des Tertiärmarktes, widerspiegeln (vgl. Abbildung 6).²²

Abbildung 6: Mei/Moses All Art Index vs. S&P 500



Glaubt man diesem Index, so ergeben sich aus den Daten einige Erkenntnisse. Gemäß der Ergebnisse von Mei/Moses lässt die Assetklasse Kunst Anleihen von der langfristigen Performance her hinter sich und kann es mit Aktien nahezu aufnehmen. Die Korrelation zwischen Kunst und den anderen Assetklassen sei in der Vergangenheit zudem relativ niedrig gewesen und damit käme Kunst als Portfolio diversifizierender klassischer Aktien-Renten-Portfolios in Frage. Vor allem in Zeiten schwacher Aktienmärkte habe sich Bildende Kunst als Wert erhaltende Alternative erwiesen.

Leider zeigt der Rückgriff auf andere Studien und andere Kunstindizes, dass solche generellen Aussagen über den Kunstmarkt nicht so ganz eindeutig sind. Greift man beispielsweise wie Merrill Lynch auf den Art Market Research Index (AMR) zurück, ergibt sich ein ganz anderes Bild für die Risiko/Return-Charakteristika von Kunst im Vergleich zu unterschiedlichen Assetklassen seit 1969 (vgl. Abbildung 7).²³

Abbildung 7: Risiko/Ertrags-Charakteristika von Assetklassen

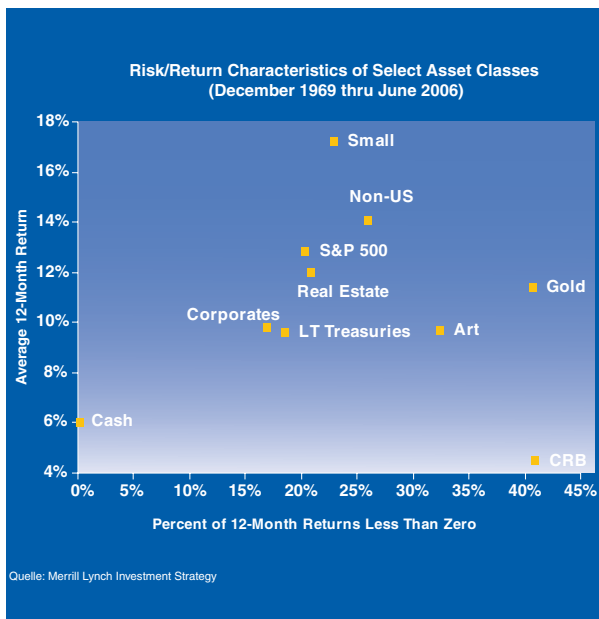


Abbildung 7 macht die hohe Volatilität der Assetklasse „Kunst“ deutlich – insbesondere die Häufigkeit von Negativausschlägen (Semivarianz) von Kunstpreisen, also sozusagen das wahre Risiko für den Investor – das nur noch von den Schwankungen von Gold und anderen Rohstoffen übertroffen wird. Der durchschnittliche Index-Return im betrachteten Zeitraum war dagegen gemäß des AMR-Indexes eher rentenähnlich und lag deutlich unter dem Durchschnittsertrag der Aktienmärkte (ganz zu schweigen von Small Caps). Die Unterperformance von Kunst im Vergleich zu anderen Assetklassen wird häufig damit erklärt, dass Kunst nicht nur einen ökonomischen Wert hat, sondern eben auch einen nichtmonetären Ertrag verspricht, der für entgangene monetäre Performance entschädigt.

Die Aussagen über die Risiken des Kunstmarktes werden noch deutlicher, wenn man sich die Zahlen genauer anschaut. Es gilt generell die Aussage, dass das Verlustrisiko in allen Assetklassen sinkt, wenn man einen längeren Anlagehorizont betrachtet. So war für einen US-Anleger auf Basis historischer Daten die Wahrscheinlichkeit, über einen Einjahreszeitraum mit US-Aktien Geld zu verlieren, in der Zeit von 1969 bis heute etwa 20%, das Dreijahresverlustrisiko 13%, das Risiko, über fünf Jahre Verluste zu erleiden 10%. Über einen Zehnjahreszeitraum war das Risiko, im Aktienmarkt Geld zu verlieren, (historisch gesehen) praktisch 0%. Dieser

Zeithorizonteffekt, der besagt, dass die Zeit bei der Kapitalanlage alle Wunden heilt, war im Kunstmarkt zwar auch nachweisbar, aber lange nicht so ausgeprägt wie für Aktien, Renten oder Immobilien. Selbst bei einem Anlagehorizont von drei Jahren ist das Verlustrisiko bei Anlagen in Kunst noch immer 30% und damit viel höher als bei Immobilien (15%), Aktien (13%) und Staatsanleihen (7%). Kunstinvestments sind auch über längere Zeiträume mit beträchtlichen Risiken behaftet (vgl. Tabelle 1).²⁴

Tabelle 1: Verlustrisiko und Zeithorizont

	1 Month	1 Quarter	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years
S&P 500	38%	31%	20%	13%	10%	0%
Small Caps	41%	38%	23%	9%	1%	0%
Non-US Stocks	38%	36%	26%	17%	7%	0%
Corporate Bonds	36%	28%	17%	8%	3%	0%
Long-Term Treasury Bonds	40%	32%	19%	7%	2%	0%
T-Bills	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Commodities	45%	45%	41%	41%	41%	0%
Gold	50%	47%	41%	42%	36%	0%
Real Estate*	37%	33%	23%	15%	3%	0%
Art**	37%	35%	32%	30%	17%	0%

Source: Merrill Lynch Investment Strategy
 * Real Estate Data begins in January 1972.
 ** Data for Art begins in January 1976

Die gegensätzlichen Aussagen, die aufgrund von unterschiedlichen Indizes zum Kunstmarkt gemacht werden, zeigen das Dilemma der Assetklasse Kunst. Wenn der größte Teil eines Marktes im Verborgenen abläuft, ist es nicht möglich, einen wirklich transparenten, realistischen und allumfassenden Index des Marktes zu berechnen. Die klassischen Anforderungen an einen Index für Kapitalmarktprodukte – Marktnähe und Relevanz, Transparenz und Datenverfügbarkeit, Nachbildbarkeit – kann ein Index, der einen Markt für Unikate abbilden soll, nicht erfüllen.²⁵ Ein Kunstmarktindex kann bestenfalls Markttendenzen in etwa widerspiegeln, aber eine Verwendung als Benchmark für Anlagen in Kunst ist völlig ausgeschlossen, weil Unikate gehandelt werden. Insofern haben Aussagen über Risiko und Ertrag der Assetklasse Kunst

immer nur begrenzte Aussagekraft und kaum Allgemeingültigkeit – der Markt ist zu heterogen für generelle Handlungsempfehlungen.

Deshalb muss sich jeder Investor klar machen, dass es sich bei Kunstinvestments in erster Linie um Bottom Up-Entscheidungen im Sinne der Kapitalmarktsprache handelt – und damit geht der Käufer von Kunst in aller erster Linie die unsystematischen Risiken der Einzeltitelselektion ein, die nicht „weg gehedged“ oder diversifiziert werden können. Oder um es eher in der Kunstsprache zu sagen: Die große Herausforderung des Investments in Kunst ist in erster Linie, künstlerische Relevanz und Nachhaltigkeit zu finden – und das größte Risiko ist Geschmack, also die immer bestehende Möglichkeit, dass eine Kunstform aus der Mode kommt und nahezu wertlos wird.²⁶ Insgesamt ist die Datenlage zum Kunstmarkt so unbefriedigend, dass selbst die Antwort auf die einfache Renditefrage „Lieber Picasso oder Aquarell vom Flohmarkt“ unter Experten nicht unumstritten ist.²⁷

Bubble Trouble am Kunstmarkt?

Der Kunstmarkt hat aufgrund explodierender Preise in den letzten Jahren in der Presse viel Furore gemacht.²⁸ Wie in solchen Boommärkten üblich, gab es auch viele Versuche, neue Anleger für den Kunstmarkt zu gewinnen (und die Hausse weiter zu befeuern). So wäre es natürlich attraktiv, neben den HNWI's auch institutionelle Anleger oder Retail-Kunden für Kunstinvestments zu gewinnen. Es gab verschiedene Konzepte, Fondslösungen für Anlagen in Kunst zu finden, aber die bisherigen Modelle waren nicht besonders überzeugend. Die Heterogenität des Marktes, die Schwankungsanfälligkeit der Assetklasse, die offensichtliche Unmöglichkeit regelmäßiger Performancemessung und die Illiquidität sind für Fondslösungen tatsächlich recht hinderlich. Zudem fehlt einem Fondsinvestment in Kunst das ganze Gefühl des Lifestyle Investments. Dennoch gibt es das eine oder andere Angebot am Markt mit bisher aber begrenzten Volumina (z. B. The Fine Art Fund).²⁹

Inzwischen kann man sich des Eindrucks nicht mehr erwehren, dass der Kunstmarkt nach der jüngsten jahrelangen Hausse wie viele andere Märkte in eine kritische Phase kommen könnte.

Letztendlich sollten die inflationsbereinigten Kunstpreise dem allgemeinen ökonomischen Trend folgen. Da der Kunstmarkt letztlich zyklisch ist (wenn auch ein nachlaufender Indikator), ist das Risiko nach den historischen Erfahrungen der Vergangenheit hoch, dass der Kunstmarkt abrupt auf sich verschlechternde ökonomische Bedingungen reagiert.³⁰ So sollten die Argumente einiger Anleger, warum der Kunstmarkt in der heutigen Zeit nicht mehr kollabieren kann (Kunstmarkt ist heute global, entwickelt sich zu eigener Assetklasse, es existiert in alle Ewigkeit eine unbegrenzte Nachfrage aus den Emerging Markets und auf Seiten der Ultrareichen), als Warnsignal gewertet werden, dass die Gesetze der Gravitation weiterhin gelten. Schließlich hat man auch zu Zeiten der New Economy-Blase fortwährend Gründe gefunden, warum diese Hausse nie zu Ende gehen wird.³¹ Sind die marginalen Käufer von Kunst in der heutigen Zeit Hedge Fund Manager oder Gewinner der Rohstoffhausse in Russland oder Brasilien, so dürfte die Abhängigkeit der Kunstpreise von Konjunktur und Kapitalmärkten nicht gerade niedrig sein. Es hat sich auch bereits in der Vergangenheit erwiesen, dass in der Baisse alles fällt außer der Korrelation.³²

Zusammenfassung

Die Liquiditätsschwemme an den Kapitalmärkten hat in den letzten Jahren praktisch in allen Assetklassen zu einem Bullenmarkt geführt. Es ist im aktuellen Umfeld hoher Bewertungen in fast allen Kapitalanlageformen für den Anleger schwierig, attraktive Investmentalternativen zu finden. Die hieraus resultierende Suche nach Mehrertrag, Risikobegrenzung und Diversifizierung hat auch zu starken Kapitalzuflüssen in eher exotischere Assetklassen geführt. Diese Entwicklung hat am Kunstmarkt zu einem jahrelangen Boom geführt und einen wahren Hype um viele Künstler ausgelöst.

Dieser Prozess wurde dadurch verstärkt, dass die Globalisierung bei den Reichen und Ultrareichen zu explodierenden Vermögen und Einkommen beigetragen hat. Bei dieser Anlegerklasse spielt Kunst als Anlageform und Statussymbol eine besondere Rolle. Der durch deren wachsenden Reichtum ausgelöste Nachfrageschub nach der engen Assetklasse Kunst hat den Kunstmarkt zu einem der großen Gewinner der Globalisierung gemacht.

Dennoch fällt es schwer, Kunst wirklich als Anlagealternative für institutionelle Anleger anzusehen. Der Kunstmarkt ist zu intransparent, kostenintensiv, illiquide und risikobehaftet, um für Anleger, die in Bilanzierungszeiträumen denken, eine wirkliche Überlegung wert zu sein. Selbst über längere Zeiträume weist Kunst hohe Verlustrisiken auf.

Zudem fehlen wirkliche Bewertungsgrundlagen, es lassen sich praktisch keine Gleichgewichtsprozesse zur Markträumung nachweisen, die Preisbildung verläuft erratisch, von regelmäßiger Performance-messung oder Berechnung von Risikokennzahlen kann nicht die Rede sein, von Sicherungsinstrumenten ganz zu schweigen. Aufgrund der mangelhaften Datenbasis lässt sich nicht einmal die Frage, wie sich die Risiko/Ertrags-Konstellation von Kunst im Vergleich zu anderen Assetklassen darstellt, eindeutig klären, weil man selbst einen Kunstindex nicht wirklich berechnen kann (zumindest, wenn man an den Index Anforderungen wie an Kapitalmarktindizes stellt).

Vor diesem Hintergrund scheint uns Kunst als Geldanlage am ehesten für diejenigen geeignet, die in erster Linie auf die nicht monetären Erträge von Kunst setzen. Wenn dann auch noch die in Geldeinheiten gemessene Rendite stimmt, ist das schön, aber für diese Anleger nicht zwingend. Kunst als alternative Assetklasse für institutionelle Investoren erscheint uns dagegen keine erfolgversprechende Alternative.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 141

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ M.P. Dooley / D. Folkerts-Landau / P. Garber: The Revised Bretton Woods System, *International Journal of Finance and Economics*, 2004, v9(4,Oct), S. 307-313.
- ² W. Krämer: Kapitalanlagen im Schatten der globalen Assetpreisblase, Präsentation auf dem InvestmentForum von Lazard Asset Management, März 2006.
- ³ R. Sommer: Bretton Woods II, 16.8.2005, <http://www.telepolis.de/r4/artikel/20/20720/1.html>
- ⁴ W. Krämer: Bonds, Bubbles und andere Ungereimtheiten, Lazard Asset Management, Hintergrund, Oktober 2005.
- ⁵ S. Amann: Rendite mit Rembrandt, in: FTD, 16.6.2006, http://www.ftd.de/technik/medien_internet/84887.html
- ⁶ D. Lehr: Die Farbe des Geldes, in: FTD, 13.1.2006, S. 31; A. Lösel: Öl für die Welt, in: Stern, 44/2005, S. 274ff.
- ⁷ C. Crook: The Height of Inequality, in: *The Atlantic Monthly*, September 2006, S. 36-37.
- ⁸ S. Kolhatkar: Inside the Billionaire Service Industry, in: *The Atlantic Monthly*, September 2006, S. 97-101.
- ⁹ Capgemini / Merrill Lynch: World Wealth Report 1997-2006, März 2006.
- ¹⁰ Anonymus: Private Banking - Rick pickings, *The Economist*, 19. August 2006, S. 55f.
- ¹¹ D. Brooks: Die BOBOS – Der Lebensstil der neuen Elite, München, 2001.
- ¹² D. Franke: Kunst als Geldanlage, in: *Die Bank*, April 2004, S. 256-258.
- ¹³ C. Knebel: Preisindexerstellung für Bildende Kunst, Diplomarbeit, Universität Witten/Herdecke, Juli 2004, S. 3f.
- ¹⁴ W. Wilke: Kunstvoll investieren, Dresdner Bank, 1999.
- ¹⁵ C. Knebel, ebenda, S. 3.
- ¹⁶ <http://de.wikipedia.org/wiki/Kunst>
- ¹⁷ T. Dreier / E. Euler (Hrsg.): Kulturelles Gedächtnis im 21. Jahrhundert, Tagungsband des internationalen Symposiums, Karlsruhe 2005.
- ¹⁸ C. Knebel, ebenda, S. 7ff.
- ¹⁹ C. Knebel, ebenda, S. 4ff; <http://www.rhetorik-netz.de/rhetorik/kunst.htm>
- ²⁰ W. Goetzmann: The Informational Efficiency of the Art Market, Yale School of Management, Working Paper, 1995.
- ²¹ http://www.kunstmarkt.com/pageswis/kunst/_id82920-/preisfuehrer_bericht.html?q=%20
- ²² <http://s107117993.onlinehome.us/indices.cgi>;
<http://s107117993.onlinehome.us/FineArt/BusinessTimesSingapore20060710.html>
- ²³ R. Bernstein / K. Pinkernell: A simple risk reduction tool - time, Merrill Lynch US Investment Strategy, 17. Juli 2006; http://www.artmarketresearch.com/req_fr.html
- ²⁴ M. Lexa: Kunst – Astronomische Preise, aber schwaches Investment, in: *Wirtschaftsblatt, Geld & Anlage*, S. 19, 8. August 2006.
- ²⁵ W. Krämer: Europäische Rentenindizes, Lazard Asset Management, Hintergrund, 10.9.1999.
- ²⁶ L.A. Rubino: Art as an Asset Class, Arbeitspapier, Mailand 2001.

- ²⁷ C. Knebel: Picasso oder Aquarell vom Flohmarkt?, <http://www.uni-protokolle.de/nachrichten/id/110471/>
- ²⁸ L. Jensen: Schatz! Schnell Bilder kaufen! Der Kunstmarkt dreht durch, in: Beilage der Süddeutschen Zeitung, 11.2.2005.
- ²⁹ J. Surowiecki: Cash for Canvas, The New Yorker, 17.10.2005; <http://abnormalreturns.wordpress.com/2005/10/11/art-as-a-really-alternative-investment/>; L. Sandler / C. Harper: Art Funds Aim to Buy More Than \$1 Billion of Picassos, Kapoors, <http://www.artknowledgenews.com/book/print/95>
- ³⁰ Anonymus: Monet-maker, in: The Economist, 3. Juni 2006, S. 75.
- ³¹ M. Spiegler: Five Theories on Why the Art Market Can't Crash, <http://newyorkmetro.com/arts/art/features/16542/index1.html>
- ³² R.-M. Gropp: Schicker Wanderzirkus, in: FAZ, 29.12.05, S. 1.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

Hintergrund August 2005

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

Standpunkt September 2005

„Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland“

Standpunkt November 2005

„Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung“

Investmentperspektive IV/2005

– Alternative Treibstoffe –
Gib Bio-Gas, ich will Spaß!

Hintergrund Februar 2006

„Basel II – Willkommen im Zentralstaat“

Hintergrund April 2006

„Risikoadjustierte Rendite – No Risk, No Return“

Investmentperspektive I/2006

„... Dicksein ist 'ne Quälerei...“
Klimawandel – Etwas Warmes braucht der Mensch???

Standpunkt Juni 2006

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Standpunkt Juli 2006

Eine neue Investmentstrategie für die Emerging Markets – Emerging Markets Balanced

Hintergrund August 2006

„Rentenindizes – Das unbekannte Wesen“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29