

» Der internationale Kunstmarkt boomt. Das zeigt sich auf den großen Kunstauktionen, bei denen neue Rekordpreise erzielt werden. Gemälde, Zeichnungen und Skulpturen sind gefragt. Die Gründe sind vielfältig: Einerseits steigt die Nachfrage in den Industrieländern, in denen Vermögende in fine arts investieren, um sich vor Vermögensverlusten zu schützen. Eine spürbare Nachfragebelebung ist aber auch in den Emerging Markets zu verzeichnen. Die wachsende Mittelschicht in Brasilien und China, aber auch vermögende Russen, kaufen ein. In Kunst zu investieren, ist allerdings nicht ganz trivial. Wer nur ein Gemälde kaufen will, hat es leicht. Wer aber sein Vermögen klug mit Kunst diversifizieren möchte, braucht viel Expertise. «

Der letzte Schrei

Die Kunst, in Kunst zu investieren

Jürgen Raeke, Berenberg Private Capital GmbH

Der internationale Kunstmarkt macht seit Mitte 2012 Schlagzeilen mit Rekordergebnissen bei renommierten Auktionshäusern. So wurde im Sommer das Gemälde „Der Schrei“ von *Edvard Munch* zu einem Auktions-Rekordpreis von ca. 120 Mio. US-Dollar verkauft. So mancher Beobachter fragte sich an dieser Stelle, ob sich am internationalen Kunstmarkt eine Spekulations- oder Preisblase aufzublähen beginnt.

Auktions-Rekordpreise deuten nicht zwangsläufig auf eine Preisblase

Unsere Antwort: Auch wenn die Preise – insbesondere einiger weniger Kunstwerke – gerade stark ansteigen, kann nicht von einer Preisblase gesprochen werden. Ein Blick in die Vergangenheit hilft, die Orientierung zu bewahren. Bereits im Jahr 1990 wurde das Gemälde „Portrait of Dr. Gachet“ von *Vincent van Gogh* bei Christie's in New York an den japanischen Großunternehmer *R. Saito* für 82,5 Mio. US-Dollar verkauft. Inflationsbereinigt entspricht dieser Betrag heute einem Preis von 144,6 Mio. US-Dollar.

Kunst wieder gefragt

Dennoch ist es nicht von der Hand zu weisen, dass die Kunstnachfrage in den vergangenen Jahren deutlich zugelegt und zum Teil die Preise in die Höhe getrieben hat. Die gestiegene Nachfrage ist hauptsächlich auf das aktuelle Kapitalmarktumfeld zurückzuführen. Viele Investoren befürchten langfristig einen Vermögensverlust durch Inflation. Darum sind sie auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten, die sie vor dem befürchteten Wertverlust bewahren.

Gestiegene Kunstnachfrage resultiert aus Befürchtungen vor Vermögensverlust

Anleger, denen es in erster Linie darauf ankommt, das eigene Portfolio mit Kunstwerken zu diversifizieren, können auf einen der wenigen Kunstfonds setzen. Die sind ein probates Mittel, ein Kunst-Investment sinnvoll zu steuern und organisiert durchzuführen. In der Historie gibt es jedoch nur wenige Erfolgsbeispiele. Das liegt vor allem daran, dass die Fonds wichtige Erfolgsprämissen oft nicht eingehalten haben.

Kunstinvestment sinnvoll steuern: Beispiele erfolgreicher Kunstfonds

Dass es auch anders geht, hat The British Rail Pension Fund schon vor Jahren gezeigt. Er wurde vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise 1973/74 und der extrem hohen Inflationsrate mit einem Volumen von 40 Mio. Britischen Pfund aufgelegt, um das Pensionsvermögen zu diversifizieren und den Wert real zu erhalten. Das aufgebaute Portfolio bestand aus etwa 2.400 Werken. Die Desinvestitions-Phase begann 1987 und war 1990 größtenteils abgeschlossen. Damit fiel der Verkauf des Portfolios mitten in die Überhitzungsphase des Marktes Ende der 80er-Jahre. In diesem Marktumfeld wurde ein großer Beitrag der Gesamtrendite von 13,8% p. a. (nach Kosten) erwirtschaftet.

Aktuell kaum erfolgreiche Kunstfonds

Auch der viel jüngere Fine Art Fund ist bisher eine Erfolgsgeschichte. Der Fonds startete 2004 mit einem Volumen von 20 Mio. US-Dollar und einer Mindestanlage von 250.000 US-Dollar. Aktuell ist der Fine Art Fund der einzige größere, diversifizierte Kunstfonds, der nachvollziehbar am Markt aktiv ist, Kunst handelt und Rendite erwirtschaftet. Nach eigenen Angaben beträgt der bisher realisierte durchschnittliche Wertzuwachs bei 46 bereits verkauften Werken 20,1% pro Jahr. Insgesamt verwaltet die Fine Art Fund Group ca. 100 Mio. US-Dollar.

Insbesondere beim Fine Art Fund zeigt sich aber auch, dass gerade das Kunstgeschäft ein ausgesprochenes People's Business ist. Der Erfolg hängt extrem stark von den jeweils handelnden Personen ab. So bestätigen Aussagen von Fondsgründer *Philip Hoffman*, der einst Mitglied des International Management Board von Christie's war, dass wirklich lukrative Transaktionen überwiegend „off the market“, also durch die direkte Vermittlung von Verkäufer und Käufer, realisierbar sind.

Wirkung von Kunst im Portfolio

Erfolg einer Kapitalanlage in Kunst: Durchschnittsrendite von 10,2% p.a.

Grundsätzlich stellt sich jedoch zunächst die Frage die Frage, wie Kunst in einem Portfolio wirkt. Dazu werfen wir einen Blick in die wichtigsten Datenbanken. Seit 1970 werden die Informationsdichte und -qualität der wichtigen Kunstdatenbanken (artnet, Artprice, Art Sales, AMR, Arfact, etc.) zur Berechnung des Erfolges einzelner Künstler oder des Marktes an sich immer professioneller.

Es gibt zahlreiche wissenschaftliche Studien, die den Erfolg einer Kapitalanlage in Kunst gemessen haben. Dabei wurden unterschiedliche Marktsegmente, Zeiträume und geographische (Teil-)Märkte unter-

sucht. Die 20 bekanntesten Studien weisen eine Durchschnittsrendite von 10,2% p.a. aus, bei einer Schwankungsbreite von 3 bis 52,90% p.a.

Durch breite Preisindizes kann Kunst als Anlageklasse abgebildet und in der Portfolio-Analyse eingesetzt werden. Hervorzuheben sind die Indexberechnungen von Mei und Moses Art Market Research und artnet, die in Kombination mit Marktanalysen, Expertenmeinungen und Insidergesprächen eine nützliche Orientierungshilfe bieten können, welche Renditen mit Kunst zu erwarten sind. Seit dem Jahr 2000 betragen die Renditen je nach Segment zwischen 5,5 und 12,9% p. a. – allerdings auch bei überdurchschnittlich hoher Volatilität.

Hohe Renditen bei hoher Volatilität

Aus der sehr umfangreichen Datenbank von artnet und eigenen Recherchen hat die auf analytische Tools und Investmentstrategien im Kunstbereich spezialisierte Investmentfirma Tutela Capital einen repräsentativen globalen Index entwickelt. Dieser setzt sich aus insgesamt 100 Künstlern der fünf Kunstsegmente zusammen. Auch dieser Index zeigt eine gute Wertentwicklung in den vergangenen Jahren.

Kunst stabilisiert ein Portfolio

Die Rendite, die mit Kunst-Investments erzielt werden kann, ist aber nur eine Seite der Medaille. Die andere Seite ist die insgesamt stabilisierende Wirkung, die ein Kunstinvestment auf ein größeres Portfolio hat. Langfristig angelegte Studien, beginnend um das 18. Jahrhundert zeigen, dass Kunst insbesondere in unruhigen (Kriegs-)Zeiten zwar keine Renditen abwirft, aber sehr stark die Verlustrisiken reduziert – also das Vermögen stabilisiert. Wer dagegen zu solchen Krisen-Zeiten sein Geld zur Absicherung in einheimischer oder fremder Währung angelegt hatte, büßte – gleichgültig, um welche Währung es sich gehandelt hatte – stets einen Großteil der Kaufkraft ein.

Kunst als Vermögensstabilisator: Verlustrisiken werden reduziert

Bei Kunst fällt zusätzlich zur rein monetären Werterhaltung oder -steigerung eine emotionale Rendite durch das Betrachten und Besitzen eines Bildes an (Liebhaberei, Schönheit, Prestige etc.).

Anleger, die sich diese Erkenntnisse zunutze machen, können mit Hilfe von Kunstinvestments also zwei Ziele erreichen. Sie erschließen sich eine neue Rendite-Quelle und reduzieren zugleich das Risiko in ihrem Portfolio. Auch das wird nach einem Blick auf diverse Indizes klar, mit denen die Korrelation von Kunst zu anderen Assetklassen berechnet werden. Die meisten Studien, die sich mit diesem Thema beschäftigen,

Keine Korrelation von Kunst zu anderen Assetklassen

bescheinigen keine oder nur eine leicht positive Korrelation von Kunst zu anderen Assetklassen wie Aktien, Anleihen oder Rohstoffen.

Krisen wirken preiserhöhend auf den Kunstmarkt

So lösen fallende Aktienmärkte nur bedingt Verkäufe von Kunst aus, da die Kunstgegenstände überwiegend bei Sammlern und anderen Langfristinvestoren liegen. Das empirische Material zeigt, dass der Kunstmarkt im Allgemeinen beständiger als die Börse ist, unter der Voraussetzung, dass man die richtigen Anlagen (Qualität) wählt. Nicht jede Rezession wird vom Kunstmarkt geteilt – umgekehrt kann man behaupten, dass Zeiten schwerer Krisen am Kunstmarkt immer auch Zeiten der Depression der Börse sind. Krisen wirken oft als Folge der Flucht in die Sachwerte preiserhöhend auf den Kunstmarkt.

Wie positiv sich ein Kunstinvestment auf ein typisches Portfolio auswirken kann, wird im Vergleich deutlich. Ein klassisches Anlegerportfolio könnte wie folgt zusammengestellt sein: 30% Anleihen, 35% Aktien, 25% Immobilien und 10% Rohstoffe. Die Rendite beträgt 5,3% p.a., der modifizierte Value at Risk 12,9%. In der größten Verluststrecke belief sich das Minus auf 21,6%. Durch die Hinzunahme von Kunst verbessern sich die Kennzahlen deutlich. Das Risiko des Portfolios lässt sich also signifikant reduzieren (siehe Tabelle).

Sachverstand oder Bauchgefühl?

Erfolgsrezept Kunstberatung: Zur richtigen Zeit die richtigen Künstler kaufen

Um es mit einem Augenzwinkern zu sagen: Im Grunde ist das Erfolgsrezept sehr einfach – Investoren müssen nur zur richtigen Zeit die richtigen Künstler kaufen und nach ein paar Jahren können sie stattliche Gewinne verbuchen.

Zugestanden, ganz so einfach ist das natürlich nicht. Dass man mit Kunst aber Geld verdienen kann, wenn man „den richtigen Riecher“

Kunst im Portfolio: Ein Vergleich					
	Keine Kunst (0%)	Wenig Kunst (5%)	Moderat Kunst (10%)	Minimum Risiko (6,4 %)	Maximum Rendite (7,8%)
Rendite (p.a.)	5,3%	5,5%	5,6%	5,3%	5,7%
Risiko (mVaR)	12,9%	12,1%	11,2%	9,9%	12,9%
Maximum Drawdown	21,6%	20,1%	18,8%	17,1%	21,3%
<i>Ausgehend von einem Vermögensportfolio mit 30% Anleihen, 35% Aktien, 25% Immobilien, 10 % Rohstoffen und 0 % Kunst („Keine Kunst“ 30/35/25/10/0) ergeben sich die folgenden Portfoliostrukturen: Wenig Kunst' 30/30/25/10/5; ‚Moderat Kunst' 30/27,5/25/7,5/10; ‚Minimum Risiko' 40/27,9/20,4/5,3/6,4; ‚Maximum Rendite' 32,2/33,8/19,7/6,5/7,8.</i>					

hat, zeigt *Helge Achenbach* eindrucksvoll. Der hat in den 70er Jahren die Kunstberatung praktisch erfunden und ist heute bis weit über die Landesgrenzen hinaus bekannt. Im Jahr 1988 berichtete das Magazin „Der Spiegel“ durchaus kritisch über die aktuelle Kunstszene und interviewte den Experten Achenbach. Dabei erfragte das Magazin auch, welche Favoriten Achenbach für Sammler denn habe. Der stellte – nachzulesen in der Ausgabe (Nr. 49/1988) – folgende Mannschaft auf:

- Stammbesetzung: *Georg Baselitz, Joseph Beuys, Anselm Kiefer, Blinky Palermo, Sigmar Polke, Gerhard Richter*
- Reservebank: *Per Kirkeby, Markus Lübertz und A. R. Penck*
- Alte Herren: *Josef Albers, Hans Arp, Willi Baumeister, Pit Krocke, Ernst Wilhelm Nay, Hans Uhlmann*
- Junioren: *Felix Droese, Thomas Schütte, Rosemarie Trockel*

Die Favoriten des Kunstexperten Helge Achenbach

Wie gut Achenbachs Riecher war, zeigt sich beim Blick auf die heutigen, deutlich gestiegenen, Marktwerte der genannten Künstler. Allein seit 1998 hat sich der Wert der gesamten Mannschaft mehr als verdoppelt. Die Stammbesetzung ist für sich betrachtet sogar mehr als vier mal so viel wert. Das zeigt: Durch Expertise und Ausdauer lässt sich mit Kunst wirklich Geld verdienen.

Preisbildung und Bewertung von Kunst

Entscheidend für erfolgreiche Kunstinvestments ist neben dem Bauchgefühl jedoch auch, die speziellen Preisbildungsmechanismen am Kunstmarkt zu kennen. Im Vergleich zu den Kapitalmärkten ist der Kunstmarkt insgesamt durch ausgeprägte Informationsasymmetrien zwischen Marktinsidern und Außenstehenden sowie Intransparenz gekennzeichnet. Das birgt große Chancen, aber auch das nicht zu unterschätzende Risiko, auf das falsche Pferd zu setzen.

Kunstinvestments erfordern Kenntnisse der Preisbildungsmechanismen

Die richtige Bewertung eines Gemäldes ist aufwendig und zeitintensiv. Sie erfordert den Besuch von Galerien, Messen und Auktionen, Gespräche mit Insidern und das Studium von Fachliteratur und Internetdatenbanken. Damit sind die Kosten vergleichsweise sehr hoch und der Zeitaufwand immens. Die Preisbildung hat zwar eine subjektive Prägung.

Dennoch gibt es eine Vielzahl objektiver Preisbildungsfaktoren:

- Geschmack der Zeit für Stilrichtung und Genre
- Kunsthistorische Bedeutung des Werkes
- Qualität/Herkunft des Künstlers/Werkes
- Präsenz des Künstlers am Markt, Seltenheit der Werke
- Provenienz des Werkes (lückenlose Dokumentation der Herkunft, vor allem Kriegsjahre)
- Marktfrische des Werkes (Zeit bis Werk gehandelt wird, gut sieben bis zehn Jahre)
- Erkennbarkeit des Künstlers im Werk und Zustand des Werkes

Eine eigene Sammlung aufbauen?

Wer angesichts der wenigen verfügbaren Kunstfonds dennoch die Chancen am Kunstmarkt nutzen will, kann auf Basis dieser Erfolgskriterien überlegen, eine eigene Sammlung aufzubauen. Zuvor sollte man jedoch nicht nur auf den eigenen Bauch oder einen Experten hören, sondern auch den aktuellen Kunstmarkt und seine Segmente unter die Lupe nehmen.

Zentrale Kunstmarktsegmente: Bildende und Dekorative Kunst

Die beiden zentralen Kunstmarktsegmente sind Bildende Kunst und Dekorative Kunst. Im Segment der decorative art werden Antiquitäten, Porzellan, Kunstgewerbe und Textilien zusammengefasst. Zur bildenden Kunst, auch fine art genannt, zählen Gemälde, Skulpturen, Aquarelle, Zeichnungen und Fotografien. Die Bildende Kunst teilt sich zudem in die Segmente Alte Meister (1300 – etwa 1800), Impressionismus (1860 – 1900), Klassische Moderne (ab 1900 – 1960) und Zeitgenössische Kunst (ab 1960) auf. Die Epochengrenzen sind jedoch nicht trennscharf.

Anleger, die in Kunst investieren wollen, fokussieren meist auf den Kauf von Gemälden. An der Preisspitze stehen hier natürlich die „Unschätzbaren“, das sind jene Werke wie die Mona Lisa von *Leonardo da Vinci*, für die es keinen echten Preis gibt. Diese hochrangigen Werke haben sich aus einem Auswahlprozess von Jahrhunderten herauskristallisiert. Diese Werke sind praktisch nicht zu kaufen.

Mit etwas preislichem Abstand schließen sich die blue chips an, die schon für einige Vermögende auf dem Investment-Radar auftauchen. Als solche fast „mündelsichere“ Anlagen gelten neben den bekannten Alten Meistern wie *Michelangelo Caravaggio*, *Leonardo da Vinci*, *Jan Vermeer van Delft*, *Rembrandt van Rijn* und *Jan Davidsz de Heem* auch Impressionisten wie *Claude Monet*, *Paul Cézanne*, *Édouard Manet* und *Camille Pissarro* und Expressionisten wie *Emil Nolde*, *Wassily Kandinsky*, *Ernst Ludwig Kirchner*, *Max Pechstein* oder *Otto Müller*.

Sichere Anlagen sind Alte Meister, Expressionisten und Impressionisten

Danach folgt der solide Durchschnitt von Werken, die ihren Kurs jahrzehntelang auf gleichem Niveau halten oder auch leicht steigern konnten (*Lyonel Feininger*, *Lovis Corinth*, *Max Liebermann*).

Besonders beliebt bei Käufern, aber auch mit besonderen Risiken behaftet sind Investments in zeitgenössische Kunst, da sie ihren Platz in der Kunstgeschichte erst noch beweisen müssen. Der Käufer weiß nicht, ob ein Werk wirklich wegweisend sein wird und deshalb auch in späteren Jahren seinen Preis – oder gar einen höheren – wert ist. Allerdings sind in diesem Bereich auch die Chancen am größten: Wo junge, unbekannte Kunst zu etablierter oder gar klassischer Kunst wird, sind die Gewinnzuwächse enorm. Die Renditen sind hier vergleichbar mit erfolgreichen Seed Investments im Venture Capital.

Höchste Gewinnzuwächse bei junger, unbekannter Kunst

Künstler von heute – Rendite von morgen?

Potenzielle Kunst-Käufer stehen damit vor der Entscheidung, in welche Segmente und in welche Künstler sie investieren sollten. Ein weltumspannender Blick ist hier hilfreich. Denn die Globalisierung hat auch den Kunstmarkt ergriffen und fördert die Markteffizienz. Je größer der Wohlstand eines Landes, desto stärker wird – früher oder später – die Nachfrage im Kunsthandel. Die Globalisierung macht sich besonders auf der Käuferseite bemerkbar, mit zunächst starkem Bezug zur heimischen Kunst (Stichwort home bias).

Etwa die Hälfte des Umsatzvolumens wird durch den Kunsthandel generiert und im Gegensatz zu Auktionen nicht öffentlich dokumentiert. Einen sehr umfassenden Marktüberblick bietet die regelmäßig publizierte Studie der European Fine Art Foundation, Maastricht (TEFAF). Diese weist 2011 einen Gesamtumsatz von 46 Mrd. US-Dollar aus. Bei Auktionshäusern wurden im Jahr 2011 exakt 1.675 Transaktionen über 1 Mio. US-Dollar registriert. Der weitaus größte Teil, 91% der Werke, hat einen Wert unter 25.000 US-Dollar. Christie's und Sotheby's, die

ihre Wurzeln in London haben, dominieren mit einem Umsatzanteil von zusammen etwa 50%.

Die wichtigsten Kunsthandelsplätze – starke Verschiebung Richtung Asien

In den letzten Jahrzehnten waren London und New York die wichtigsten Kunsthandelsplätze. Noch 2006 wurden dort drei Viertel aller Umsätze erzielt. 2011 hat sich China mit 30% Marktanteil vor die USA an die Spitze gesetzt. Wie in anderen Bereichen auch, zeigt sich also auch im Kunstmarkt eine starke Verschiebung der Aktivitäten in Richtung Asien. Im Fokus stehen hier vor allem lokale Künstler. Mit zunehmendem Wohlstand könnte diese Welle auf die international geachteten und bekannten Künstler überschwapen und somit die Nachfragesituation bei qualitativ hochwertiger Kunst weiter verschärfen.

Fazit: Es ist eine Kunst, in Kunst zu investieren

Name des Künstlers entscheidend

Kunst-Investments sind angesichts des asymmetrischen Marktes und der komplexen Preisbildungsfaktoren nicht ganz trivial. Ein Kunstwerk ist vor allem dann wertvoll, wenn es einzigartig, nicht reproduzierbar und durch Originalität gekennzeichnet ist. Der Wert eines Bildes wird demnach primär durch den Namen des Künstlers bestimmt. Ob dieser Name im Laufe der Zeit eine Preissteigerung erfährt, ist oft von vielen Faktoren abhängig.

Kunst funktioniert als Wertaufbewahrung und Vermögensschutz

Fest steht aber, dass die Beimischung von Kunst zu einer deutlichen Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles eines Portfolios beitragen kann. Unbestritten ist auch, dass sich mit Kunst langfristig gute Renditen nahe 10% pro Jahr erzielen lassen und dass Kunst-Investments gerade in turbulenten Krisenzeiten, immer gut als Wertaufbewahrung und Vermögensschutz funktioniert haben.

Fragt man *Helge Achenbach* heute nach seiner „Mannschaft“ für die kommenden Jahre, dann antwortet er ein wenig kryptisch: „Einige wenige haben ihren damaligen Stammplatz verteidigt, andere ihren Leistungszenit überschritten und neue, vielversprechende Talente erzielen erste Achtungserfolge.“ Dazu zählen unter anderen *Enrico David*, *Theaster Gates* und *Thomas Houseago*.