

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 33, 5. Januar 2015

Heute mit folgenden Themen:

- **Der Ölpreis: Spielball einer unberechenbaren Politik**
- **Berliner Wohnimmobilienmarkt: In vielen Bereichen bestehen noch Chancen**
- **Kunst als Kapitalanlage: Was beeinflusst die Wertentwicklung?**

In den vergangenen Monaten hat sich der Absturz des Ölpreises zum beherrschenden wirtschaftlichen Thema entwickelt. „**Klartext: „Der Preis der Politik“**“ untersucht die Motivation des wichtigsten Förderlandes Saudi Arabien, das für diese Kursbewegung hauptverantwortlich ist. Hierbei zeigt sich, dass die absolutistische Monarchie des 90jährigen König Abdullah derzeit mit einer Reihe von Problemen zu kämpfen hat, deren Lösungen in einem zunehmend aggressiven Auftreten nach außen gesucht werden. Hierbei wird der Ölpreis als politische Waffe eingesetzt, mit sehr unsicheren Konsequenzen. Trotz eines kurzfristig positiven Effektes auf die Weltwirtschaft sind langfristig eher negative Auswirkungen zu befürchten: eine Verstärkung bestehender Abhängigkeiten sowie eine Verunsicherung über die weitere Ölpreis-Entwicklung, die wichtige Energie-Investitionen erschweren kann.

In „**Der Berliner Wohnimmobilienmarkt bleibt interessant**“ wird die Entwicklung der Märkte für Miet- und Eigentumswohnungen in der deutschen Hauptstadt untersucht. Die steigende Bevölkerungszahl, vergleichsweise geringe Preise, eine gestiegene Kaufkraft sowie die starke Nachfrage privater und institutioneller Investoren haben die Mieten und Kaufpreise deutlich anziehen lassen.

Inzwischen sind in einigen Trendvierteln und Marktsegmenten die Preise als überhitzt einzuschätzen. Weiterhin gibt es Besonderheiten wie das noch reichlich verfügbare Bauland oder den Milieuschutz. Dennoch bleiben die Aussichten für die Stadt insgesamt positiv. Kaufpreise und Mieten erscheinen in Berlin relativ zu vergleichbaren Großstädten noch moderat. Ein überdurchschnittliches Bevölkerungswachstum; ein hoher Beschäftigtenzuwachs sowie die Rolle von Berlin als bevorzugter Standort für Technologie-Start-ups lassen zudem einen erhöhten Wohnbedarf erwarten.

Kunst wird als Investmentobjekt immer stärker propagiert. Um die tatsächliche Eignung für die Kapitalanlage einzuschätzen, werden in dem Beitrag „**Die aufregendste Geldanlage der Welt Teil 2: Der Wert der Kunst**“ die wertbestimmenden Faktoren analysiert: 1) der ästhetische Wert; 2) die besondere Bedeutung des Originals; 3) das Käuferlebnis; 4) der Sozialstatus; 5) Kunst als Risikostreuung; 6) die Reputation des Künstlers; sowie 7) die Marktmacht von Galeristen und Großsammlern.

Der ästhetische Wert ist zeitgeistabhängig und schwer bestimmbar. Mittelfristig wichtigste Faktoren für die Bewertung sind die Reputation der Künstler sowie Markteingriffe von Galeristen und Großsammlern. Als falsch stellte sich die Annahme heraus, dass Kunst risikomindernd wirkt, das Gegenteil ist richtig. Der Ratschlag vieler Experten, auf langfristig hochpreisige zeitgenössische Kunst zu setzen, hat sich nicht bewährt. Erfolgreiche Kunstanleger versuchen entweder als „Art-Flipper“ kurzfristig von Markttrends zu profitieren; oder investieren quasi wie Venture Capital-Investoren in unbekannte bzw. wenig populäre Künstler, die von einem Wandel des Zeitgeistes profitieren könnten.

Redaktioneller Hinweis: Die Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ wird in der nächsten Ausgabe fortgesetzt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Der Preis der Politik

Liebe Langfristanleger,

erstens kommt es anders und zweitens als man denkt. Vor einem Jahr hat niemand geahnt, dass die Ölpreisentwicklung das bestimmende wirtschaftliche Thema dieser Tage sein wird. Und selbst wenn; jeder, der für 2014 Jahresendstände von 57,30 US\$ Brent bzw. 53,30 US\$ WTI prognostiziert hätte, wäre für einen hoffnungslosen Spinner gehalten worden.

Der Ölpreisrückgang sorgte an den Märkten für viel Verwirrung und warf zahlreiche Fragen auf: Wie stark fällt er noch aus und wie lange hält er an?

Handelt es sich um eine Sonderbewegung oder wird nur der Preisverfall anderer Energierohstoffe nachvollzogen? (Vgl. Grafik rechts unten) Ist der Netto-Effekt auf die Wirtschaft positiv oder negativ?



### Inhalt:

Seite 5: Der Berliner Wohnimmobilienmarkt bleibt interessant

Seite 16: Die aufregendste Geldanlage der Welt Teil 2: Der Wert der Kunst

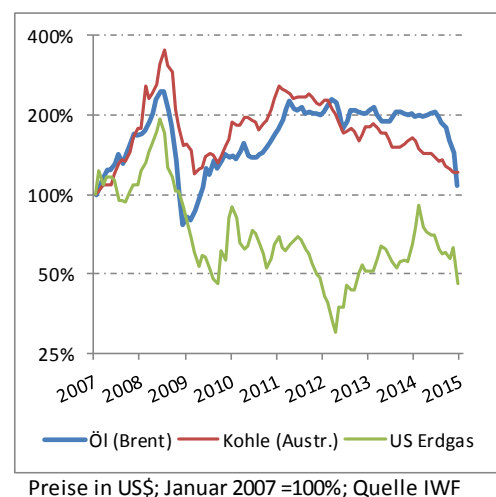
Seite 30: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 36: Disclaimer

Besonders verwirrend ist, dass sich die fundamentalen Bestimmungsgründe des Ölmarktes in den vergangenen 6 Monaten praktisch nicht verändert haben. Produktionsbedingungen und Nachfrage sind im Wesentlichen so, wie sie auch vorher waren. Das Einzige, was anders ist, ist das Verhalten der OPEC. Denn diese hat im Gegensatz zu den Vorjahren auf Produktionsausweitungen von Nicht-OPEC-Staaten nicht mit eigenen Förderensenkungen reagiert. So hat sich in den letzten Monaten ein temporäres Überangebot ergeben, das weiter anhalten wird, solange nicht eines der großen Förderländer die Produktion kräftig drosselt.

Hinter dieser Politik steckt vor allem Saudi-Arabien, produktionsstärkste und politisch wichtigste OPEC-Nation. Dieses Land ist in Relation zu der Bevölkerungsanzahl von ca. 27,3 Mio. Einwohnern mit einem enormen Rohstoffreichtum gesegnet. Bei Erdöl ist Saudi Arabien mit einem Weltmarktanteil von ca. 20% der größte Produzent und besitzt nach Venezuela die zweitgrößten nachgewiesenen Reserven. Mit Förderkosten von vermutlich ca. 10 US\$ je Barrel kann Saudi Arabien zu relativ günstigsten Bedingungen produzieren. 2013 resultierten aus Erdölverkäufen 80% des Regierungshaushalts, 45% des Bruttoinlandsprodukts sowie 90% der Exporteinnahmen.

Die Motivation für das Handeln Saudi Arabiens ist allerdings für viele Marktteilnehmer schleierhaft geblieben; was aber nicht verwunderlich ist, denn dieses Land gehört zu den von der übrigen Welt am wenigsten verstandenen.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dies hängt einerseits damit zusammen, dass sich Saudi-Arabien relativ intransparent gibt und bisher versuchte, sowohl innen- wie außenpolitische Probleme relativ diskret und unauffällig zu lösen. Andererseits unterscheidet sich das Land grundlegend politisch und kulturell von der nichtarabischen Welt. Es ist eine der letzten verbliebenen absolutistischen Monarchien auf der Welt; d. h., alle Macht geht von der regierenden Herrscherdynastie aus und es gibt keine demokratischen Mitbestimmungsrechte. Von außen ist keine signifikante Opposition erkennbar, weshalb das Land (möglicherweise zu unrecht) politisch als sehr stabil gilt. Der größte kulturelle Unterschied ergibt sich allerdings aus der besonderen Bedeutung der Religion: Das Land ist Herkunftsland des Islam und beheimatet mit Medina und Mekka die zwei wichtigsten heiligen Stätten. Die Religion wird relativ konservativ ausgelegt und bestimmt das Alltagsleben in einem viel stärkeren Ausmaß als in anderen arabischen Ländern. Mit der Scharia gilt das islamische Rechtssystem.

In den vergangenen Jahren haben die Probleme für Saudi Arabien zugenommen, worauf das Land in Abweichung von seinem bisherigen Politikstil zunehmend aggressiver reagiert:

- Es gibt eine starke Verunsicherung bezüglich des Fortbestands des politischen Systems. König Abdullah ibn Abd al-Aziz ist inzwischen 90 Jahre alt und nicht mehr in der Lage, die Regierungsgeschäfte vollumfänglich zu führen. Sein potenzieller Nachfolger Kronprinz Salman ist angeblich gesundheitlich angeschlagen. An der Spitze der Nation gibt es deshalb derzeit ein Machtvakuum, in dem sich anscheinend einige Personen durch das Propagieren einer aggressiveren Politik in den Vordergrund drängen. Aber nicht nur dynastische Nachfolgeprobleme sorgen für Unsicherheit, auch das bisherige an einer konservativen Islamauslegung orientierte Gesellschaftsmodell zeigt zunehmend Friktionen. Einerseits wollen insbesondere Frauen inspiriert von westlichen Vorstellungen sich nicht mehr den restriktiven Regeln eines islamischen Staates unterordnen. Andererseits gibt es die radikalen Islamisten, die noch mehr Sittenstenge anstreben und die Monarchie durch einen islamischen Gottesstaat ersetzen wollen.
- Neben dem Dauerkonflikt mit dem schiitischen Iran haben sich in den vergangenen Jahren starke Spannungen mit dem kleineren Nachbarn Katar aufgebaut. Dieses Land hat zum einen ökonomisch bisher mehr aus seinem Ölreichtum gemacht; so liegt das kaufkraftadjustierte Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt ca. dreimal so hoch wie in Saudi Arabien. Die ehrgeizigen Regenten haben die Saudis insbesondere verärgert, weil sie bei der Bekämpfung des Islamismus immer wieder querschießen. Bisheriger Höhepunkt des Konflikts war, dass Saudi Arabien gemeinsam mit einigen Verbündeten im März 2014 die diplomatischen Beziehungen zu Katar wegen der Unterstützung der Muslimbrüder abbrach. Zwar wurde dies im November zunächst wieder rückgängig gemacht, eine erneute Eskalation ist jederzeit möglich.
- Von der Förderdisziplin der OPEC-Länder haben bisherig vor allem die Nichtmitglieder profitiert, die ihre Produktion immer weiter auf Kosten des Kartells ausgeweitet haben und gleichzeitig die hohen Preise abschöpfen konnten. König dieser Trittbrettfahrer war Wladimir Putins Russland, das die Exporte seit 2000 auf mehr als 7 Mio. Barrel am Tag fast verdoppelt hat und inzwischen mit einem Weltmarktanteil von ca. 14% zweitgrößte Fördernation wurde. Auch die bei den Saudis verhassten Terroristen von IS konnten mit hohen Öleinnahmen ihren Vormarsch finanzieren.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Langfristig wird die Marktposition von Saudi Arabien durch Bemühungen der Abnehmerländer gefährdet, ihre Abhängigkeit von Ölimporten zu vermindern. Hierzu gehören einerseits neue Technologien zum Energiesparen oder für Erdöl-unabhängige Energieerzeugungs- und Antriebsmethoden. Andererseits wurden eigene Förderkapazitäten mit neuen Methoden wie Fracking oder in der Tiefsee aufgebaut. Die meisten dieser Vorhaben haben gemeinsam, dass sie sich langfristig nur bei Ölpreisen rechnen, die wieder über 60-80 US\$ je Barrel liegen.

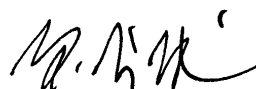
Als außenpolitische Waffe steht Saudi Arabien vor allem die Einflussnahme auf den Ölpreis zur Verfügung. Mit den sehr geringen Förderkosten kann das Land im Gegensatz zu den meisten Konkurrenten auch ausgesprochene Niedrigpreisphasen einigermaßen gut durchstehen. Unter König Abdullah ist das Land mit seiner Macht eher vorsichtig umgegangen und hat vor allem auf Stabilität und Verlässlichkeit gesetzt. Diese Politik scheint jedoch vorbei zu sein. Mit dem jüngsten Preisrutsch sollen offenbar die politischen und wirtschaftlichen Konkurrenten geschwächt oder abgeschreckt werden.

Doch diese Vorgehensweise wird ebenfalls neue Probleme schaffen. Zum einen kann sie innere Konflikte anheizen. Sowohl der Wunsch nach mehr westlichen Freiheiten wie auch die Hinwendung zum Islamismus könnten durch unvermeidbare Wohlstandseinbußen der saudischen Bürger begünstigt werden. Andererseits ist denkbar, dass sich die negativ betroffenen Nationen wehren und zu Gegenmaßnahmen greifen. Weiterhin kann Saudi Arabien langfristig gesehen eigentlich kein Interesse daran haben, seine begrenzten Öl-Ressourcen auf dem Weltmarkt zu verschleudern.

Kurzfristig wirken die gesunkenen Öl-Preise wie ein Konjunkturprogramm für die lahmende Weltwirtschaft. Für die Krisenregionen Südeuropas ergeben sich entscheidende Entlastungen, wichtige Schwellenländer wie Indien oder China dürften ihre Wachstumsschwäche überwinden. Langfristig hingegen können sie sich aber fatal auswirken. Denn sie fördern weiter den nach wie vor enormen Verbrauch von Erdöl, der im Grunde ein unverantwortlicher Raubbau an diesem bedeutenden Grundstoff ist. Denn unsere globale Wirtschaft ist nach wie vor stark vom Öl abhängig, sowohl als Treibstoff wie auch als Grundmaterial für die Kunststoffproduktion. Gleichzeitig heizen die Verbrennungsrückstände den Klimawandel an. Weiterhin ist Erdöl auch der einzige von den wichtigen Rohstoffen, dessen einigermaßen kostengünstig erschließbaren Reserven in absehbarer Zeit (d. h. die nächsten 50-100 Jahre) erschöpft sein werden. Insofern wäre es eigentlich dringend notwendig, die weltweite Abhängigkeit hiervon so schnell wie möglich zu reduzieren.

Problematisch ist ebenfalls, dass sich über die weitere Entwicklung keine Aussage treffen lässt, weder kurz- noch langfristig. Denn Saudi Arabien und die OPEC sind unberechenbar geworden. Kurt Bock von BASF hat vor Kurzem erklärt, dass seine Firma sowohl mit hohen wie niedrigen Ölpreisen gut leben kann, nur starke Schwankungen wären negativ. Genau dies ist aber zu befürchten: Ein vorwiegend politisch bestimmter Ölpreis, der mehr von Macht-Kalkülen (und Intrigen) aus dem Königspalast in Riad als von ökonomischen Faktoren abhängig ist, kann sich scheinbar willkürlich immer wieder deutlich ändern, was Investitionen im Energiebereich wesentlich unsicherer macht.

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



## Der Berliner Wohnimmobilienmarkt bleibt interessant

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Auf dem Berliner Wohnimmobilienmarkt hat in den letzten Jahren ein rasanter Aufholungsprozess eingesetzt. Vor dem Hintergrund des steigenden Bevölkerungswachstums, der im deutschen und internationalen Vergleich moderaten Preise, einer gestiegenen Kaufkraft sowie der starken Nachfrage seitens privater und institutioneller Investoren haben die Mieten und Kaufpreise in der Bundeshauptstadt inzwischen deutlich angezogen. Sie sollten aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs in Verbindung mit einem zunehmend knapper werdenden Angebot in den kommenden Jahren weiter steigen. Da Berlin zunehmend von der Hauptstadtfunktion profitiert, wird der Standort aus Investorensicht zunehmend mit London und Paris verglichen. Die Attraktivität der Bundeshauptstadt wird auch durch die verbesserte Wirtschaftsleistung in den zurückliegenden beiden Jahren, vom hohen Zuwachs an Dienstleistungsunternehmen insbesondere bei „Start-ups“- aus der Internetbranche und den hohen Zuwanderungsraten unterstrichen. Selbst wenn nur 10% der „Start-ups“ erfolgreich sein sollten, dürften diese einen nicht unerheblichen Wachstumsschub auslösen.

Die künftige Nachfrage dürfte weniger von ausländischen Adressen getrieben werden, sondern vielmehr von vermögenden Privatinvestoren und Family Offices aus Deutschland, die Berlin inzwischen als „Core“-Markt betrachten. An das Preisniveau von München dürfte Berlin für einen überschaubaren Zeitraum dennoch nicht herankommen, weil das Kaufkraftniveau immer noch unter dem Bundesdurchschnitt ist und jenes in München rund 30% darüber liegt. Zudem sollten Investoren beachten, dass Berlin unter den deutschen Großstädten der volatilste Markt und daher sehr krisenanfällig ist. Ferner sollten Anleger nicht außer Acht lassen, dass Berlin im Gegensatz zu den meisten deutschen Immobilienhochburgen und auch vergleichbaren europäischen Großstädten über viel Bauland verfügt. Falls diese noch brachliegenden Flächen erschlossen werden – womit zu rechnen ist - könnte das Preiswachstum in den bevorzugten Bezirken abflachen. Da sich Investoren von diesen Risiken bislang nicht sonderlich beeindruckt lassen, ist der Optimismus, was die weitere Entwicklung dieses Marktes angeht, ungebrochen.

Deutlich angezogen haben die Preise vor allem in den von den Investoren anvisierten Innenstadtbezirken. Da hier jedoch das Preisniveau in vielen Stadtteilen inzwischen überhitzt ist, weichen Investoren zusehends Bezirke wie Neukölln, Wedding oder Friedrichshain aus, weil diese aufgrund ihrer Zentralität zu den stabilen Standorten gezählt werden. Insgesamt rechnen Experten des Berliner Wohnungsmarktes<sup>1</sup> in allen Preissegmenten mit einer konstanten oder leicht steigenden Nachfrage nach Wohneigentum, wobei die Nachfrage nach höherwertigen Eigentumswohnungen vor allem in Charlottenburg-Wilmersdorf, Mitte, Reinickendorf und Treptow-Köpenick am stärksten stiegen dürfte. Dagegen ist der Prenzlauer Berg in der Gunst der Investoren zurückgefallen, will hier die Preise ihre Höchststände bereits in 2013 erreicht haben. Auch bei den (frei stehenden) Einfamilienhäusern und Reihenhäusern wird mit einer stärkeren Zunahme in den Bezirken Charlottenburg-Wilmersdorf, Treptow-Köpenick, Reinickendorf, Spandau und Lichtenberg gerechnet. Positiv dürfte sich weiterhin

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

das Segment der Mehrfamilienhäuser entwickeln. Infolge der Aufteilungsoption besteht für Investoren die Möglichkeit, einzelne Wohnungen weiterzuverkaufen und damit einen Mehrwert zu erzielen. Ausblickend gehen die Experten davon aus, dass Eigentumswohnungen vor allem im unteren und mittleren Preissegment benötigt werden, wobei auch der Bedarf an Eigenheimen nicht unerheblich sei. Große Nachfrage bestehe ebenfalls bei Townhouses – vor allem im oberen Preissegment. Diese würden insbesondere in den Bezirken Mitte sowie Friedrichshain-Kreuzberg nachgefragt. Wenngleich sich das Investitionsklima in Berlin nach Einschätzung der Gutachter etwas abgeschwächt hat, werden die Marktbedingungen für den Neubau von Eigentumswohnungen in den Bezirken Charlottenburg-Wilmersdorf, Friedrichshain-Kreuzberg und Mitte als gut bis sehr gut eingeschätzt. Dagegen wird das Investitionsklima für den Neubau von Mietwohnungen für einige Bezirke schlechter beurteilt. Positiv sind die Experten hingegen für Lichtenberg gestimmt, da dieser Bezirk bisher eher im Schatten der Wohnungsmarktentwicklung gestanden hat. Bei den Eigenheimen konzentriert sich der Neubau vor allem auf die Bezirke Reinickendorf, Lichtenberg und Steglitz-Zehlendorf.

## **Berlin: Spitzenreiter bei den absoluten Transaktionsvolumina**

Inzwischen erreichen die Mieten und Kaufpreise für viele Objekte in weiten Teilen Berlins und Potsdam oft das Niveau vergleichbarer Immobilien in westdeutschen Städten oder liegen sogar darüber. Wenngleich bei den Mietwohnungen mittelfristig mit keiner Entspannung gerechnet wird, dürfte die im Vergleich zum Bund hohe Arbeitslosigkeit, das zum großen Teil niedrige Einkommensniveau, die Ausweisung von Milieuschutzgebieten sowie die Deckelung der Mieten seitens des Senats das Mietwachstum zumindest in den weniger „gehypten“ Stadtteilen begrenzen. Die gestiegene Attraktivität von Berlin zeigt sich ebenfalls daran, dass im vergangenen Jahr knapp 100.000 Wohneinheiten in den Innenstadtbezirken verkauft wurden, was 44% der Transaktionen im gesamten deutschen Bundesgebiet entspricht.<sup>2</sup> Auch im dritten Quartal 2014 wurden ca. 22.000 Wohnungen gehandelt (vgl.: München: 460 Einheiten) so viel wie in keiner anderen deutschen Stadt. Insgesamt belief sich das Transaktionsvolumen auf 1,15 Mrd. Euro und damit knapp hinter Hamburg mit 1,32 Mrd. Euro. Im Ranking der absoluten Transaktionsvolumina bei Eigentumswohnungen hat Berlin mit einem Umsatz von 4,33 Mrd. Euro sogar München von der Spitzenposition verdrängt.

## **Baugenehmigungen: große Baulücke trotz anziehendem Wohnungsneubau**

Ähnlich wie in anderen deutschen Großstädten besteht auch in Berlin eine große Baulücke. So wird aktuell mit einem Neubaubedarf von jährlich mehr als 16.000 Wohneinheiten gerechnet.<sup>3</sup> Tatsächlich wurden im Jahr 2013 nur rund 6.000 Wohnungen<sup>4</sup> fertiggestellt, die von den Zuwanderern wohl fast allein absorbiert wurden. Dieser Einschätzung liegt jedoch noch eine geringere Bevölkerungsentwicklung zugrunde, sodass die heutige Nachfrage nach neuem Wohnraum wesentlich höher sein dürfte. Bei rund 35.000 neuen Haushalten 2012 und einer in den Vorjahren schon zu geringen Bautätigkeit muss von einem wesentlich höheren Bedarf an Wohnungen ausgegangen werden. Gleichwohl hat die Bautätigkeit bereits in 2013 weiter zugenommen, sodass die Zahl der Baugenehmigungen rund ein Viertel höher liegt als im Vorjahr. In diesem Jahr sollen voraussichtlich mehr als 10.000

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

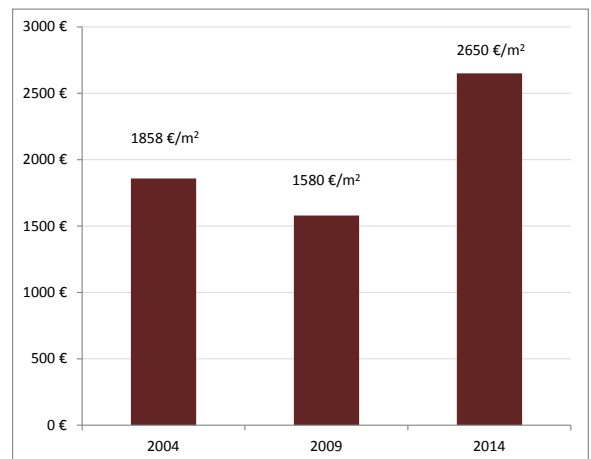
Wohnungen fertiggestellt werden<sup>5</sup>. Infolgedessen wird sich auch die Zahl der Fertigstellungen in den nächsten Jahren spürbar erhöhen, wobei zwischen Genehmigung und Fertigstellungen bis zu drei Jahre vergehen können. Da eine ausreichende Ausweitung der Bautätigkeit in den nächsten Jahren unwahrscheinlich erscheint, dürfte sich der verfügbare Wohnraum in Berlin weiter verknappen.

## Eigentumswohnungen: dynamische Preisentwicklung

Im Vergleich zu anderen Städten ähnlicher Größenordnung sowie europäischen Hauptstädten hat Berlin noch äußerst günstige Preise. Das rührt daher, dass es auf dem Berliner Immobilienmarkt durchaus teuren Wohnraum gibt - aber eben auch sehr günstigen. Der Markt ist stark geteilt, die Spannweite der Kaufpreise daher relativ groß. Während die Preise im Zentrum und in den beliebten Trendvierteln wie Charlottenburg, Mitte und Kreuzberg überdurchschnittlich gestiegen sind, gibt es in anderen (Rand)-Bezirken ein Sanierungs- und Investitionsstau. Als Folge daraus sind sowohl Mieten als auch Kaufpreise im Durchschnitt auf niedrigem Niveau.

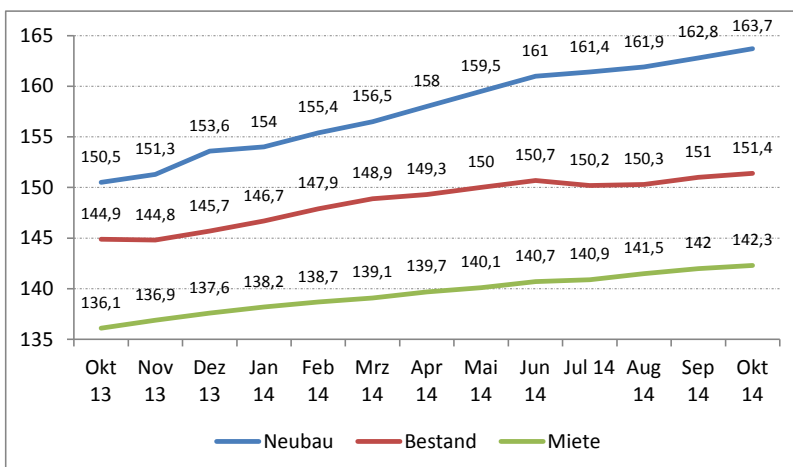
Seit 2009 steigen die Preise für Eigentumswohnungen in Berlin kontinuierlich an. Während zu dieser Zeit der mittlere Angebotspreis bei 1.580 Euro pro Quadratmeter lag, wurden im ersten Quartal 2014 bereits 2.650 Euro<sup>6</sup> (s. Abb. 1) fällig, was einer Steigerungsrate von 68 % entspricht. Im gleichen Zeitraum stiegen die Preise in Hamburg um den gleichen Hebesatz und in München sogar um 74 %. Über zehn Jahre hinweg akkumuliert sich für die Hauptstadt eine Preissteigerung von 45 %<sup>6</sup>. Hier ist jedoch zu beachten, dass in dieser Analyse ebenfalls Randbezirke wie Tempelhof mit einfließen, wo Neubauten

**Abb. 1: Berlin: Preisentwicklung bei ETW: Zeitraum 2004-2014/+ 43%**



Quelle: Immowelt

**Abb. 2: IMX Immobilien-Index für Berlin**



Quelle: Immobilienscout24

bereits zu 1.900 Euro/m<sup>2</sup> zu haben sind. Wie stark die Kaufpreise inzwischen angezogen sind, zeigt sich daran, dass die Neubauten in der Innenstadt im Schnitt 4.000 Euro pro m<sup>2</sup> kosten. Wie der Abbildung 2 zu entnehmen ist, haben sich Eigentumswohnungen und Wohnhäuser aus dem Bestand im Zeitraum Oktober 2013 bis Oktober 2014 deutlich besser entwickelt als das Neubau-segment<sup>7</sup>. Im Vergleich dazu entwickelten sich die Segmente in Frankfurt und in Köln nahezu gleichläufig.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Berlin - Preisentwicklung nach Bezirken: Überhitzungserscheinungen in der Innenstadt**

Gab es bis vor einigen Jahren noch Trendviertel wie Prenzlauer Berg, zählt heute der gesamte Innenstadtbereich innerhalb des S-Bahn-Rings als bevorzugter Bereich für Wohninvestments. Derzeit stark nachgefragt werden Eigentumswohnungen in Friedrichshain, Treptow-Pankow sowie Neukölln, wo die Preise noch nicht so angespannt sind wie bspw. in der Mitte oder Prenzlauer Berg. Wie eine Befragung bei Ziegert Immobilien ergeben hat, belaufen sich die Kaufpreise für Neubauten in Neukölln auf zwischen 2.800 Euro (Erdgeschoss) bis 4.100 Euro (Dachgeschoss) je m<sup>2</sup>. Etwas günstiger sind die Neubauten in Treptow bei 2.700 bis 3.000 Euro je m<sup>2</sup>. Nach Auskunft von Ziegert kosten rund die Hälfte aller zum Verkauf stehenden Eigentumswohnungen in den Bezirken Friedrichshain-Kreuzberg, Tempelhof-Schöneberg und Pankow mehr als 3.500 Euro je m<sup>2</sup>. In der Mitte liegen die Preise für Neubau-ETW in guter Lage sogar zwischen 3.500 und 6.000 Euro je m<sup>2</sup>, wobei für Objekte in den Toplagen Kaufpreise von bis zu 10.000 Euro m<sup>2</sup> oder darüber gezahlt werden. Da das Maklerhaus von einem langjährigen Boom auf dem Berliner Wohnimmobilienmarkt ausgeht, der erst in 2015 seinen Zenit erreicht haben sollte, ist davon auszugehen, dass die Preise weiter steigen werden, wenn auch mit abnehmender Dynamik.

Gemäß Aussagen von Engel & Völkers liegen die Preise für Neubau-ETW im Bezirk Charlottenburg (Bleibtreustraße) in guter Lage zwischen 6.200 Euro bis 12.500 Euro m<sup>2</sup> (Penthouse). Im mittleren Segment (z. B. Suarez-Str.) wurden zuletzt Wohnungen im Bereich von 3.800 bis 5.5000 Euro pro m<sup>2</sup> verkauft. Im Altbau, gute Lage, belaufen sich die Preise in einer Spanne zwischen 3.500 und etwas mehr als 5.000 Euro pro m<sup>2</sup>. Bei den Preisangaben von E&V ist jedoch zu bedenken, dass diese (mit Absicht) um 10-15 % zu hoch angesetzt sind. In der Käuferschicht seien sowohl Zugezogene als auch Ausländer zu finden, wobei sich im hochpreisigen Neubau-Segment vor allem vermögende russische Investoren tummeln und im Altbau vorwiegend vermögende Privatinvestoren diese Wohnungen für den Eigengebrauch nutzen. Insgesamt ist zu konstatieren, dass derzeit unter 3.000 Euro keine vorzeigbaren Wohnungen in Berlin mehr zu bekommen und dass die Preise in einigen Bezirken zum Teil laut Ziegert „grenzwertig“ sind. Ein Indiz dafür sei, dass in vielen Projekten die Wohnungen von unten nach oben verkauft werden. Das bedeutet: Während früher die teuren Dachgeschosswohnungen als erste verkauft wurden, finden die Bauträger jetzt für die unteren, günstigeren Wohnungen zuerst Käufer. Auch der Immobiliengutachter Joachim Andreas hält einzelne Bezirke wie z. B. Charlottenburg – insbesondere im Vergleich zur Mitte - für überhitzt. Da Flächen für Grundstücke im Innenstadtbereich nur noch im geringen Maße zur Verfügung stehen, würden nur noch Lücken (für hochwertige Neubauten) erschlossen, die wiederum „wahnsinnig teuer“ sind. Ausreichend Flächen gebe es dagegen in Köpenick und Tegel und Reineckendorf, wobei Tegel wohl vom Wegfall des Flughafens in den Fokus der Anleger rücken könnte. Nach dem derzeitigen Planungsstand soll der BER-Flughafen 2018 in Betrieb gehen.

## **Trendviertel Berlin-Mitte: vielfältiges Angebot an Luxus-Objekten**

In letzter Zeit sind in Berlin-Mitte mehrere Luxusobjekte entstanden oder befinden sich gerade im Bau. Zu den exklusivsten Projekten zählt das Palais- Varnhagen (<http://www.palais-varnhagen.de>)



# Mit ruhiger Hand

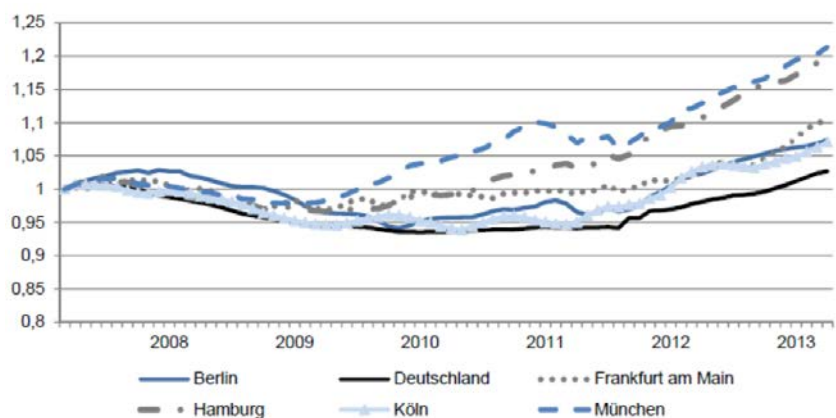
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

vom Stararchitekten David Chipperfield unweit des Boulevards Unter den Linden. 40 Wohnungen von 2-7 Zimmern und 57 m<sup>2</sup> bis 278 m<sup>2</sup> Wohnfläche sowie drei Penthouses von 280 bis 415 m<sup>2</sup> Wohnfläche. Die Projektentwickler sprechen nicht von Wohnungen, sondern von „Salonappartements“. Dieser gehobene Anspruch hat seinen Preis, der zwischen 5.500 Euro m<sup>2</sup> bis 12.800 Euro m<sup>2</sup> (Penthouses) liegen soll. Im gehobenen Segment befinden sich Wohnungen, die vom Designer Philippe Starck für Peach Property (yoo Berlin) gestaltet wurden. Für die hochwertigen Eigentumswohnungen mit Flächen zwischen 67 und 306 m<sup>2</sup> auf zehn Etagen gibt es unterschiedliche Wohnkonzepte wie z. B. Penthouses, Townhouses und Atrium Suite. Das Gesamtangebot der Peach Property Group ist der nachfolgenden Webseite (<http://www.peachproperty.com/projekte>) zu entnehmen. Über ein großes Angebot an hochwertigen Wohnraum verfügt auch die Bauwertgruppe. In der Planung ist eine Quartiersentwicklung im Friedrichshainer Kiez an der Boxhagener Straße, wo bis Ende 2016 auf 61.000 m<sup>2</sup> 550 Wohneinheiten sowie Einzelhandel- und Büroflächen errichtet werden. Noch in diesem Jahr beginnen die Bauarbeiten für die „Klostergärten“ in der Klosterstraße 5 im Berliner Bezirk Mitte – hier sollen in historischer Bestlage 50 Wohneinheiten auf einer Wohnfläche von 5.650 m<sup>2</sup> entstehen. Zuletzt hat Bauwert die Wohnensembles „Rosengärten“ und „Kronprinzengärten“ realisiert. (<http://www.bauwert.de/index.php/referenzprojekte.html>)

## Ist der Markt für Wohneigentum in Berlin bereits überhitzt?

Da hinter vorgehaltener Hand vor einer Überhitzung des Marktes in einzelnen Stadtteilen gewarnt wird, hat das Institut der Deutschen Wirtschaft auf Basis der Daten von Immobilienscout24 untersucht, wie sich der Markt für Eigentumswohnungen im Vergleich zu anderen deutschen Großstädten entwickelt hat; und ob der Markt in diesem Stadium bereits zu teuer ist. Um dies zu ermitteln, wurde die durchschnittliche jährliche Preisentwicklung von Eigentumswohnungen dividiert durch die Entwicklung der durchschnittlichen Neuvertragsmieten dividiert. Wie die untenstehende Abbildung zeigt, hat sich die Preis-Miet-Relation in den fünf bevölkerungsreichsten deutschen Großstädten unterschiedlich entwickelt. Während in Berlin, Frankfurt/M und Köln sich das Verhältnis seit dem Jahr 2011 nur geringfügig vom deutschen Durchschnitt abgekoppelt hat, stieg das Verhältnis zwischen Preisen und Mieten dagegen in München und Hamburg deutlicher an.

Abb. 3: Preis-Miet-Relationen in den deutschen Top-Hochburgen



Quelle: IW, Immobilienscout24

Auch bei den Kaufpreisen für angebotene Wohnungen hat der Berliner Markt durchaus noch Aufwärtspotenzial. Mit Preisen von 2.770 Euro je m<sup>2</sup> (plus 13 % ggü. dem Vorjahr)<sup>8</sup> nimmt Berlin innerhalb der „Big Seven“ Deutschlands zum Halbjahr 2014 vor Köln den vorletzten Platz ein. Die höchsten

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Preise werden nach wie vor in München mit 5.280 Euro je m<sup>2</sup> (+9 %) sowie in Hamburg (+ 8 %) und Frankfurt verlangt, wo Wohnungen zu 3.570 Euro bzw. 3.540 Euro je m<sup>2</sup> angeboten werden.

## Im europäischen Vergleich hat Berlin sowohl bei Durchschnittslagen als auch im Luxus-Segment noch Aufholpotenzial

Wenngleich der Immobilienmarkt Berlins zusehends mit denen in London und Paris verglichen wird, erscheint uns ein Vergleich mit Wien aussagefähiger. Wien ist nicht nur Hauptstadt, sondern im deutschsprachigen Raum hinter Berlin die zweitgrößte Stadt und der Wiener Wohnimmobilienmarkt hinsichtlich seiner Struktur und Regulierungsdichte wohl am besten mit dem deutschen Markt vergleichbar ist. Im Durchschnitt kosten in Wien Neubau-Eigentumswohnungen zum Halbjahr 3.872 Euro pro m<sup>2</sup> <sup>9</sup>, was einer Steigerung ggü. dem Vorjahr um 8 % entspricht.

Gebrauchte Wohnungen werden zu 2.616 Euro pro m<sup>2</sup> (+13% ggü. 2013). In Toplagen - 1. Bezirk (Innere Stadt) liegen die Quadratmeterpreise bei 8.189 Euro sowie 4.269 Euro pro m<sup>2</sup> (2-9. Bezirk), wobei im Luxus-Segment die Preise auf über 10.000 Euro pro m<sup>2</sup> steigen könnten.

Abb. 4: Neubau-ETW (70qm-85qm/3 Zimmer) im EU-Vergleich

Durchschnittswerte & durchschn. Lage, Euro/ m <sup>2</sup> . 3. Quartal		
Standort	Kaufpreis	
	2004	2014
London	6.370	9.240
Paris	5.450	8.720
Stockholm	4.570	4.820
Wien	4.120	4.640
Mailand	3.570	4.120
<b>Berlin</b>	<b>2.420</b>	<b>3.920</b>
Barcelona	2.320	2.570
Madrid	2.120	2.450

Quelle: Catella Research

Abb. 5: Neubauten-ETW im EU-Vergleich

Luxus-Segment 3. Quartal 2014, Euro pro m <sup>2</sup>	
Stadt	Kaufpreis-Spanne
London	21.700 - 26.500
Paris	15.500 - 18.900
Rom	11.000 - 13.400
Wien	9.500 - 11.600
<b>Berlin</b>	<b>6.000 - 10.000</b>
Madrid	5.600 - 6.800

Quelle: Knight Frank, eigenes Research

Wie den Abbildungen zu entnehmen ist, liegen die Kaufpreise in Berlin, durchschnittliche Lage, mit Ausnahme von London und Paris ungefähr auf dem Niveau anderer europäischer Hauptstädte. Was darüber hinaus auffällt, ist, dass die erzielten Kaufpreise in Berlin innerhalb der Peer-Group in dem Zehn-Jahreszeitraum am stärksten gestiegen sind: nämlich von 2.420 Euro auf inzwischen knapp 4.000 Euro je m<sup>2</sup> <sup>10</sup>. Im Luxus-Segment hingegen liegen die Kaufpreise für Neubauten in Städten wie London, Paris und Rom deutlich oberhalb des Berliner Niveaus. (S. Abb. 5).

## Ein- und Zweifamilienhäuser: geringe Preisdynamik als bei ETW

Das Segment der Eigenheime ist durch einen geringen Marktanteil geprägt. Nur jede zehnte Wohnung ist in Berlin ein Einfamilienhaus<sup>11</sup>. Dieser deutliche Nachholbedarf hat sich in den letzten zehn Jahren in einer hohen Neubautätigkeit widerspiegelt. Mittlerweile werden im Durchschnitt jährlich knapp 1.700 neue Eigenheime gebaut. Entsprechend des überschaubaren Marktanteils ist die Zahl der veräußerten Ein- und Zweifamilienhäuser vergleichsweise gering. Der durchschnittliche Quadratmeterpreis lag 2013 bei rund 2.600 Euro pro m<sup>2</sup>. In guten bis sehr guten Lagen ist mit 3.000 bis 4.000 Euro/m<sup>2</sup> zu rechnen. Mit die höchsten Preise wurden in Dahlem und Grunewald erzielt, wobei diese bevorzugten Wohnlagen durch Villen- und Landhausbebauung geprägt sind. Aber auch Mitte

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

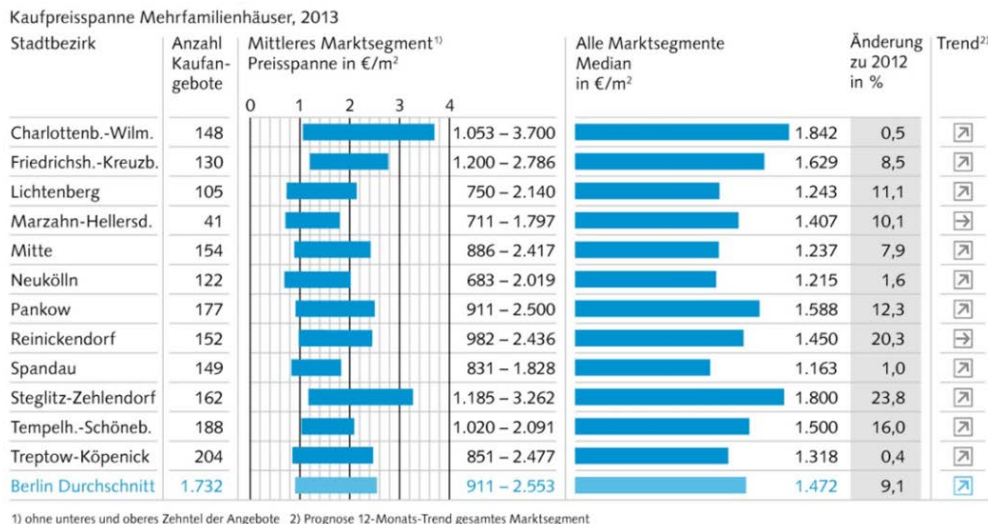
hat sich durch den Bau von sogenannten Townhäusern (mehrgeschossige Einfamilienhäuser auf relativ kleinen Grundstücken in innerstädtischer Lage und geschlossener Bauweise) zu einem der teuersten Standorte für Eigenheime entwickelt. Insgesamt sind die Preise für Eigenheime jedoch deutlich weniger stark gestiegen als für Eigentumswohnungen bzw. für Mieten.

Bei den frei stehenden Einfamilienhäusern das Angebotsdefizit in Charlottenburg-Wilmersdorff am größten, da es aufgrund der meist verdichteten Bebauung nur geringe Potenziale gibt<sup>1</sup>. Eine leichte Zunahme der Nachfrage prognostizieren die Experten für Friedrichshain-Kreuzberg, Lichtenberg, Marzahn-Hellersdorf und Spandau, während sie in Neukölln, Tempelhof-Schöneberg, Steglitz-Zehlendorf und Pankow voraussichtlich auf hohem Niveau stabil bleiben soll. Ein Einfamilienhaus in der Südstadt oder im Villenviertel kostete im Jahr 2013 im Schnitt bis zu 2,5 Mio. Euro.

## Mehrfamilienhäuser: große Preisspanne zwischen den Bezirken

Im Segment der Mehrfamilienhäuser sind die Marktverhältnisse recht schwierig geworden, da es das Angebot knapp geworden ist. Inzwischen müssen Investoren im Schnitt die 20-25-fache, teilweise sogar die 28-fache der Jahresmiete für Objekte dieser Art im Bereich des S-Bahnringes zahlen. Wie der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen ist, ist die Bandbreite je nach Bezirk unterschiedlich. Im Berliner Durchschnitt belief sich die Spanne zwischen 911 Euro und 2.553 Euro je m<sup>2</sup> <sup>12</sup>.

Abb. 6: starke Spreizung bei Mehrfamilienhäusern



Quelle: GSW/CBRE Wohnungsmarkt-Report

## Mietwohnungen: Trotz des Preisanstiegs ist Berlin im innerdeutschen Vergleich noch preiswert

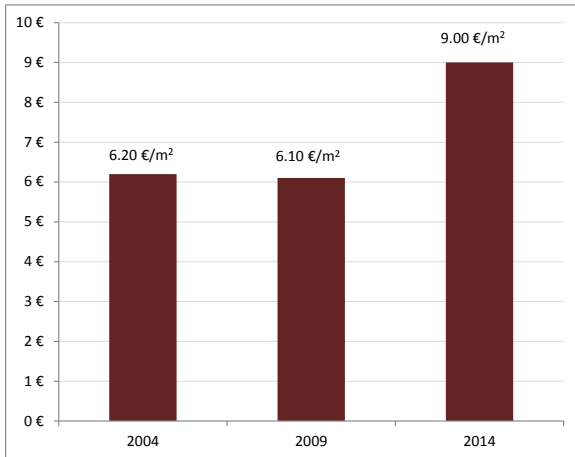
In keiner der deutschen Hochburgen sind die Preise für Mietwohnungen in der letzten Dekade so rasant gestiegen wie in Berlin, nämlich um 45%<sup>6</sup>, wie der nachfolgenden Abbildung zu entnehmen ist. Damit ist Berlin die einzige der 14 größten deutschen Städte, in der die Steigerung der Wohnkosten deutlich über dem Niveau der Inflation (rund 20 % innerhalb der vergangenen 10 Jahre) liegt. Inzwischen sind Mieten bei etwa 9 Euro je m<sup>2</sup>. Relativ zu München, wo die Angebotsmieten mit

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

14,30 Euro um über ein Drittel höher liegen, befinden sich die Mieten in der Bundeshauptstadt noch immer auf einem moderaten Niveau.

**Abb. 7: Preisentwicklung bei Mietwohnungen in Berlin: Zeitraum 2004-2014 + 45%**



Quelle: Immowelt

Während in der Hauptstadt die Quadratmeterpreise vor zehn Jahren noch bei 6,20 Euro im Schnitt bewegten, entwickelten sich die Mieten in den letzten Jahren deutlich nach oben. Im Schnitt sind die Mieten in den zurückliegenden beiden Jahren um 7 % - 8 % gestiegen und damit stärker als z. B. in Hamburg, Frankfurt und Köln. Auch für das laufende Jahr ist mit einem Anstieg in ähnlicher Größenordnung zu rechnen. Zu beobachten ist eine räumliche Verlagerung der am stärksten steigenden Mieten von den bereits hochpreisigen Quartieren wie Prenzlauer Berg in die neuen Trendlagen wie das nördliche Neukölln, Lichtenberg oder den Wedding. Da Berlin für viele Menschen aus dem In- und Ausland interessant geworden ist, steht dem starken Zugang ein nur gering expandierendes Angebot gegenüber.

## Mietwohnungen: Angebot je nach Bezirken unterschiedlich

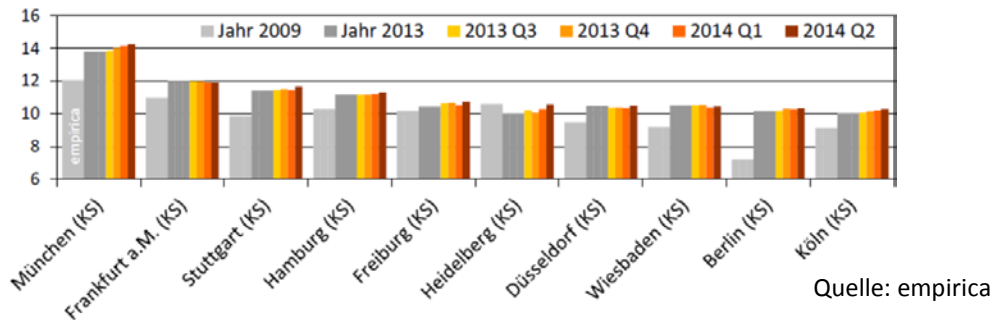
Die derzeitige Angebotssituation für Mietwohnungen im oberen Preissegment wird je nach Bezirken von den Experten<sup>1</sup> unterschiedlich beurteilt. Größer als die Nachfrage ist demnach das Angebot in den Bezirken Charlottenburg-Wilmersdorf, Mitte und Marzahn-Hellersdorf. Dagegen sind Angebot und Nachfrage in Lichtenberg, Neukölln, Tempelhof-Schöneberg und Steglitz-Zehlendorf ausgewogen. Im mittleren Preissegment hingegen übersteigt die Nachfrage das Angebot in den meisten Bezirken. Nach Einschätzung der Experten wird die Marktlage in fast allen Segmenten in den nächsten drei Jahren angespannt bleiben. Einzige Ausnahme bildet das obere Preissegment. Hier seien bereits jetzt Angebotsüberhänge in einigen Bezirken wie Charlottenburg-Wilmersdorf zu erkennen, die sich mittelfristig noch verstärken dürften. Mit Blick auf die Nachfrage-Situation im oberen Preissegment gehen die Experten von einer starken Zunahme – insbesondere in den Bezirken Friedrichshain-Kreuzberg, Mitte und Charlottenburg-Wilmersdorf aus. Hier dürfte die Nachfrage nach teurem Wohnraum zunehmen.

Im Vergleich mit anderen deutschen Städten nimmt München bei den inserierten Mietpreisen zum 2. Quartal mit rund 14 Euro unter den deutschen Immobilienhochburgen die Spitzenstellung ein. Während sich die Rangfolge der ersten fünf Plätze gegenüber dem ersten Quartal nicht geändert hat, ist Berlin sogar leicht zurückgefallen.<sup>13</sup>

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

**Abb. 8: Mietpreisranking Deutschland: die zehn teuersten Städte, Neubau, Mietpreise in €/qm**



## Mietpreisbremse: Wohneigentumsquote dürfte sich erhöhen

Bislang ist Berlin fast noch ein reiner Mietermarkt, die Wohneigentumsquote beträgt 16%. Eigentumsspitzenreiter bei Großstädten sind Bremen und Stuttgart mit 41% bzw. 33%<sup>14</sup>. Wenngleich die Auswirkungen angesichts der ungewissen rechtlichen Ausgestaltung schwer zu prognostizieren sind, dürfte der Mietermarkt zusehends uninteressanter für Investoren werden. Darüber hinaus ist es möglich, dass sich mit der Einführung der Mietpreisbremse die Eigentumsquoten deutlich erhöhen. Viele Kleinvermieter könnten sich als Folge der Regulierung gezwungen sehen, ihre Objekte verkaufen. Dennoch dürften die regulatorischen Auswirkungen für Berlin aus heutiger Sicht begrenzt sein, nicht zuletzt wegen der hohen Differenz zwischen den Neuvertragsmieten und dem Mietpreisspiegel. Ferner bleibt abzuwarten, inwieweit sich die Mietpreisbremse als wachstumshemmend erweisen wird. In Gesamtdeutschland liegt die Wohneigentumsquote derzeit bei 46%<sup>4</sup> und dürfte sich in den nächsten Jahren auf 50% der Haushalte zubewegen.

## Milieuschutzgebiete: Berlin erschwert Modernisierungsvorhaben

Für Wohnungseigentümer ist wichtig, dass in einem Milieuschutzgebiet insbesondere für Modernisierungen und Sanierungen strenge Vorschriften gelten. Durch das Verbot von sogenannten Luxus-sanierungen soll verhindert werden, dass die Mieten Niveaus erreichen, die die Anwohner sich nicht mehr leisten können und daraufhin das Gebiet verlassen. Wer eine Eigentumswohnung gekauft hat und sie modernisieren möchte, sollte sich also informieren, ob seine Wohnung in einem Milieuschutzgebiet liegt. Dann benötigt er für die Modernisierung eine Genehmigung. Wer den Erwerb einer Wohnung plant, sollte im Vorfeld prüfen, ob und wo es in der Stadt seiner Wahl Milieuschutzgebiete gibt.

## Treiber des Marktes – sich herauskristallisierende Trends

### 1) Überdurchschnittliches Bevölkerungswachstum

Nachdem die Bevölkerungsentwicklung in Berlin im Zeitraum 1993-2004 rückläufig war, drehte sich seitdem der Negativtrend um. In den vergangenen Jahren setzte ein reger Zuzug ein, welcher neben dem Umzug der Regierung sowie der Bundesministerien aus Bonn auch auf die Neuansiedlung von Verbänden, Behörden und Botschaften zurückzuführen ist. Im Schnitt wächst die Bevölkerung jähr-

# Mit ruhiger Hand

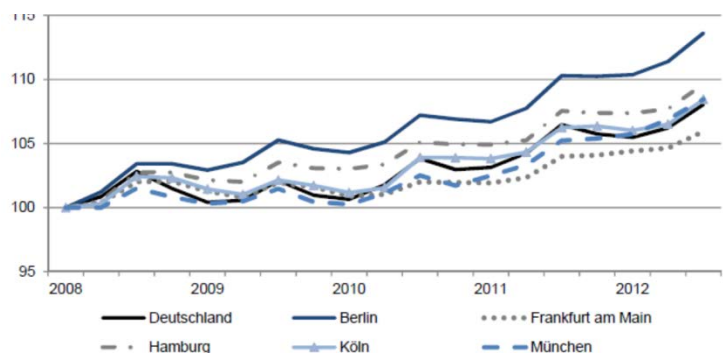
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

lich um 35.000 bis 40.000. Nach Zahlen für die Bezirke aus 2012 erhöhen sich die Einwohnerzahlen vor allem in den bevorzugten innerstädtischen Bezirken deutlich. Bis 2030 werden weitere 250.000 neue Einwohner erwartet<sup>5</sup>, was einem Bevölkerungszuwachs um rund 7% entspricht. Bis dahin nahezu stabil bleiben soll allerdings die Gruppe der erwerbsfähigen Bevölkerung im Alter von 18 bis unter 65 (- 0,2 Prozent). Weiterhin soll die Zahl der jungen Erwachsenen zwischen 18 und 25 Jahren um 6 % abnehmen. Bei Zuwanderern besonders beliebt sind Charlottenburg-Wilmersdorf und Lichtenberg. Ersteres eher bei gut verdienenden Neuberlinern, letzteres als günstige Alternative zu den teuer gewordenen Trendlagen der östlichen Innenstadt. Laut den Prognosen des Senats dürfte sich Pankow als der Bezirk mit dem größten Wachstum (+ 16,3 %) erweisen, während der Bezirk Reinickendorf mit dem geringsten Wachstum (+ 1,9 %) aufwarten sollte.

## 2) Hoher Beschäftigungszuwachs an SV-Beschäftigten

Bei den sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten (SV) konnte Berlin seit 2009 deutlich zulegen. Wie die untenstehende Abbildung zeigt, ist der Aufbau der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung in den betrachteten Großstädten steiler verlaufen als im Bundesdurchschnitt. Während in Deutschland die Beschäftigtenzahl zwischen dem 1. Quartal 2008 und dem 3. Quartal 2012 um mehr als 8 % gestiegen ist, ist sie im gleichen Zeitraum in der Bundeshauptstadt um mehr als 13 % gestiegen<sup>4</sup>. Auch im Oktober 2014 wuchs die Zahl der SV-Beschäftigten nochmals um 3,3% ggü. August 2014 an. Parallel dazu ist die Arbeitslosenquote in Berlin von 17,6 % im Jahr 2004 auf nur noch bei 10,7 % im Oktober 2014 gesunken<sup>15</sup>. Gleichzeitig stieg die Kaufkraft von unter 17.000 Euro pro Kopf im Jahr 2008 auf 19.500 Euro im Jahr 2014<sup>4</sup>.

**Abb. 9: Beschäftigungsentwicklung in Deutschland:  
Berlin ist Spitzenreiter**



Quelle: IW, Bundesanstalt für Arbeit

## 3) Berlin – Das neue Silicon Valley Europas?

Mit seiner boomenden Technologie- und Start-up-Szene hat die deutsche Hauptstadt TMT-Standorte wie Dublin und Stockholm überholt und nimmt neben London in Europa einen Spitzenplatz in dieser Branche ein. Untersuchungen<sup>16</sup> zufolge verzeichnet die deutsche Hauptstadt ein kontinuierlich großes Interesse privater und institutioneller Investoren. Da in Berlin im Durchschnitt fünf Start-ups täglich gegründet werden, könnten bis 2020 bis zu 100.000 neue Arbeitsplätze entstehen. Allein im ersten Halbjahr 2014 gab es 21.000 Gründungen<sup>17</sup>, wobei natürlich längst nicht alle aus dem Internetsegment kommen. Wichtige Akteure der TMT-Branche wie Amazon, Microsoft und Zalando profitieren auch weiterhin von den günstigen Büro- und Wohnmieten, dem „hippen“ Image der Stadt, der zentralen Lage innerhalb Europas und den relativ niedrigen Einwanderungshürden für hochqualifizierte Fachleute und Talente, die in der Spreemetropole vorherrschen. Inzwischen entfallen 39 %

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aller Neuvermietungen in der Berliner City Ost auf Technologiefirmen. Zahlreiche etablierte Großunternehmen aus der Branche eröffnen derzeit Büros in Berlin. Insofern ist davon auszugehen, dass die deutsche Hauptstadt in den nächsten Jahren sogar noch mehr an Fahrt aufnehmen wird – und soweit dieser Trend anhält – bereits 2015 die Rolle als führender europäischer TMT-Standort von London übernehmen könnte.

## **Fazit: Berlin ist als europäische Metropole noch moderat bewertet**

Wenngleich in einzelnen Stadtteilen – wie beispielsweise Berlin-Mitte – lokale Überhitzungstendenzen zu erkennen sind, hat der Berliner Immobilienmarkt das Preisniveau vergleichbarer deutscher und europäischer Städte noch nicht erreicht. In Berlin hat in den zurückliegenden Jahren nur ein Aufholungsprozess stattgefunden, der vor dem Hintergrund der markttreibenden Faktoren noch längst nicht beendet ist. Falls in einigen Bezirken Korrekturen stattfinden, werden diese – wenn überhaupt – eher gering ausfallen.

Da es keinen Mangel an Eigen- oder Fremdkapital für Wohnimmobilien gibt, dürften die weiter steigenden inländischen und grenzüberschreitenden Kapitalflüsse auch künftig für Aufwärtsdruck bei den Preisen sorgen. Ferner sollten die die Kapitalwerte von Immobilien von den sich verbessernden Fundamentaldaten, die durch das deutlich gesunkene Zinsniveau gekennzeichnet sind, gestützt werden. Gleichwohl dürften die Renditen bei „Core“-Immobilien leicht fallen. Investoren werden sich daher mittel- langfristig mit Renditen unterhalb von 4 % zufriedengeben müssen. Solange sich das Zinsniveau nicht spürbar erhöht, bieten die Abstände zwischen den Anfangsrenditen von Immobilien und langfristigen Anleihen für viele Anleger noch relativ attraktive laufende Erträge.

## Die aufregendste Geldanlage der Welt

### Teil 2: Der Wert der Kunst

Von Karl-Heinz Thielmann

Wie ist Kunst zu bewerten? Dies ist eine sehr schwer zu beantwortende Frage, da sich hier ökonomische, ästhetische und psychologische Faktoren vermischen. Nichtsdestotrotz ist sie zentral zur Klärung der Frage, inwieweit Kunst als Investment geeignet ist.

Über die bisherige Wertentwicklung von Kunst gibt es sehr widersprüchliche bzw. fragwürdige Informationen. Dies hängt damit zusammen, dass Kunstwerke nur sehr unregelmäßig gehandelt werden; viele nur einmal, wenn sie beim Ersterwerber verbleiben. Insofern ist man bei Angaben über Preisveränderungen entweder auf Medienberichte (die meist spektakuläre Einzelfälle behandeln); Expertenschätzungen (die leicht manipulierbar sind) oder auf die Historie von oft gehandelten Kunstwerken angewiesen. Insbesondere die oftmals sehr selektiven Medienberichte haben zu einer starken Verzerrung der öffentlichen Wahrnehmung geführt, da sie sich fast nur auf Sammler konzentriert, die sehr hohe Gewinne mit Kunstwerken gemacht haben.

Zur allgemeinen Darstellung der Preisentwicklung von Kunst gibt es verschiedene Index-Konzepte, die alle auf den Daten von Auktionshäusern beruhen. Die Ansätze der Indexberechner Artnet und Artprice scheinen mir bei näherer Betrachtung aber methodisch relativ fragwürdig, da diese sehr selektiv nur bestimmte populäre Segmente betrachten. Dies führt zu Verzerrungseffekten bei Marktbewegungen, weshalb teilweise extreme Preisschwankungen ausgewiesen werden. So stieg der Artnet Contemporary C50 im 1. Halbjahr 2014 um 120%, während der Artnet Modern 25 im gleichen Zeitraum um 54% fiel.<sup>1</sup>

Eine relativ unverzerrte Auswertung der Wertentwicklung des Kunstmarktes stellen hingegen die jährlich ermittelten Mei Moses® Indizes<sup>2</sup> dar. Sie bauen auf einer Datenbasis von 45.000 Transaktionen auf, enthalten nur bestätigte Marktpreise von US-Auktionshäusern und nehmen nur Preisänderungen von tatsächlich mindestens 2-mal gehandelten Kunstwerken auf. Sie zeigen für das Preisniveau des gesamten Kunstmarktes einen Rekord in 2011 an, dem in 2012 einen Rückgang von 3,3% und für 2013 ein Minus von 1,3% folgten. Laut einer Indikation für den Zeitraum Januar bis September setzte sich auch 2014 mit einem negativen Ergebnis von 3,1% der Abwärtstrend fort<sup>3</sup>.

Die Entwicklungen bei den Subindizes für einzelne Segmente zeigen, dass den Gewinnern des Marktes wie „zeitgenössischer Kunst“ (2013 +10,6%) oder „klassischer chinesischer Kunst“ (2013 +6,7%) starke Verlierer wie die „alten Meister und Kunst des 19. Jahrhunderts“ (2013 -14,3%) entgegenstehen. Für den Investmenterfolg ist entscheidend, dass man im richtigen Marktsegment anlegt.





# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Performancevergleiche zwischen Kunstindizes einerseits und Wertpapierindizes andererseits sind sehr problematisch, weil es bei Kunst einen starken „Selection Bias“ gibt. Viele Kunstwerke werden nicht wiederverkauft und tauchen in der Statistik nie auf, weil sie nicht gehandelt werden. Über ihre Wertentwicklung sind keinerlei seriösen Aussagen möglich. Weiterhin sind Kunstwerke sehr heterogen, was die Vergleichbarkeit zwischen ihnen sehr erschwert. Dennoch haben Mei und Moses ihre Indizes bis 1810 zurückgerechnet, um Langfristvergleiche zu ermöglichen<sup>4</sup>. Selbst wenn die ermittelten Performancezahlen mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten sind, so gibt es doch einige interessante Ergebnisse:

- Ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten liegt die historische Performance von Kunst in etwa zwischen derjenigen von US-Staatsanleihen und US-Aktien.
- Der Investorserfolg bei Kunst hängt entscheidend von der Haltedauer ab. Diese war mit durchschnittlich 28 Jahren (für die bei Mei Moses eingehenden Werke) bei Kunstinvestoren grundsätzlich sehr viel länger als bei anderen Anlegern. Eine lange Haltezeit relativiert wiederum die hohen Transaktionskosten etwas. Über die ganze Besitzdauer verteilt sind sie damit auf Jahresbasis durchaus z. B. den laufenden Kosten für Investmentfonds vergleichbar. Bei zeitgenössischer Kunst ist die durchschnittliche Haltedauer mit 11,2 Jahren (für die 2013 auktionierten Werke) vergleichsweise kurz, aber immer noch weit länger als bei vielen anderen Kapitalanlagen üblich<sup>5</sup>.
- Es gibt bei Kunst einen „Fluch des Siegers“: Hochpreisige, zum jeweiligen Zeitpunkt sehr populäre Kunst, hat langfristig eine weit unterdurchschnittliche Performance gezeigt. Gravierende Wertverluste gab es langfristig vor allem für die Käufer, die in die jeweiligen „Meisterwerke“ ihrer Epoche investiert haben<sup>6</sup>.
- Kunstindizes sind langfristig kaum mit Wertpapierindizes korreliert. Dies wird oft als Beleg dafür gesehen, dass die Beimischung von Kunst in ein Investmentportfolio das Gesamtrisiko der Anlage senkt. Allerdings basiert diese Meinung auf einer Fehlinterpretation der Daten. (Vgl. hierzu S. 22)



## Wie bestimmt man den Wert von Kunst?

Eine Bewertung von Kunst aufgrund von Kennzahlen, der Knappheit oder dem Ertragswert wie bei anderen Anlageformen ist nicht möglich. In Zusammenhang mit der Bewertung von Kunst wird in der Regel von sechs wertschaffenden Faktoren gesprochen, die sich zum Teil sehr deutlich von denen anderer Märkte unterscheiden:

- 1) Der Wert des ästhetischen Genusses, den ein Kunstwerk dem Betrachter bereitet.
- 2) Die besondere Bedeutung des Originals.
- 3) Der Wert eines besonderen Käuferlebnisses bei Kunst.
- 4) Die Bedeutung von Kunst für den Sozialstatus.
- 5) Kunst als Mittel der Risikostreuung.
- 6) Die Reputation des Kunstwerkes bzw. seines Schöpfers.
- 7) Die Marktmacht von Galeristen und Großsammlern.

Diese Faktoren werden im Folgenden genauer betrachtet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 1) Qualität in der Kunst

Bildende Kunst spricht uns vor allem emotional an, mittels unserer Wahrnehmung; insbesondere durch sinnliches Anschauen. Ihr Wert ergibt sich durch ihre Ästhetik, also die Art, wie sie unsere Sinne bewegt, wenn wir sie betrachten: durch Wahrnehmung von Schönheit und Hässlichkeit, Angenehm und Unangenehm.

Doch, was ist „künstlerische Qualität“? Wie will man etwas, was explizit nicht den Verstand anspricht, bewerten? Wie will man diese Bewertung dann auch noch in Geldeinheiten ausdrücken? Diese Fragen versuchen eine ständig wachsende Schar von Kunstexperten zu beantworten.

Dass Experten zur Bewertung von komplexen Dingen herangezogen werden, ist an sich nichts Ungeöhnliches, gerade wenn diese nur selten gehandelt werden. Doch während sich Aktienanalysten, Immobiliensachverständige oder Autoexperten zumeist an relativ objektiven Kriterien orientieren, sind diese bei Kunstexperten immer sehr subjektiv und vor allem vom kulturellen Umfeld abhängig. Vor allem bei der zeitgenössischen Kunst sind die Interpretationsspielräume sehr weit.

*„So gesehen lebte ‚Qualität‘ immer von der Macht derjenigen, die über sie befanden, und von der Verve derer, die eine Kontroverse noch lohnend fanden. Qualitätskriterien zeigten sich historisch als umso wandelbarer, je konkreter sie gefasst werden.“* Dies stellte einmal Georg Imdahl<sup>7</sup> fest, Kunstkritiker und Professor für Kunst und Öffentlichkeit an der Kunstakademie Münster.

Der Qualitätsbegriff ist einem permanenten Veränderungsprozess unterworfen. Dies wird deutlich, wenn man die Entwicklung des Kunstmarktes in den vergangenen Jahrzehnten betrachtet<sup>8</sup>. Viele der heute so wertvollen Impressionisten waren unter ihren Zeitgenossen nur eine wenig populäre Randgruppe, einige mussten um das Überleben kämpfen. Van Gogh konnte zu Lebzeiten nur sehr mühsam wenige Werke verkaufen (u. a. an seinen Bruder). Hierin zeigt sich deutlich, dass Beliebtheit in der Gegenwart kein guter Indikator für die langfristige Wertentwicklung ist.

Anfang der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts waren praktisch nur für Meisterwerke aus der europäischen Kunstgeschichte und der Moderne sehr hohe Preise zu erzielen. Am höchsten wurden Impressionisten wie Van Gogh und Renoir bewertet. Zeitgenössische Werke sowie Kunst aus Schwellenländern spielten so gut wie keine Rolle. Chinesische Kunst, die über Ming-Vasen hinausging, wurde gar nicht wahrgenommen.

Im Verlauf der 80er und Anfang der 90er Jahre kam es zur ersten großen Kunstpreisblase. Vor allem japanische Käufer überschwemmt den Markt mit Geld und trieben die Preise für die Favoriten des alten Kunstmarkts in die Höhe. Es kam, wie es kommen musste, mit dem Platzen der japanischen Wirtschaftsblase und dem ersten Irakkrieg 1991 brach der Kunstmarkt ein.

Seitdem hat sich der Markt wieder stark erholt, aber vor allem dank neuer Käufer. Neureiche Asiaten und die Erben alter Vermögen in Europa und USA bestimmen jetzt die Kunstszene, ihre Ideen sind moderner als der früheren Geschmacksleitbilder. Dementsprechend sind junge Künstler gefragt, insbesondere aus Schwellenländern. Die in der abendländischen Tradition stehende Kunst hingegen verliert sukzessive an Bedeutung.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



## 2) Originale, Kopien und Fälschungen

Eine besondere Bedeutung bei der Wertbestimmung eines Kunstwerkes hat, dass es sich um ein Original handelt. Dies gibt ihm etwas spezifisches und einmaliges. Der Besitz verspricht Exklusivität. Vielfach wird aber auch davon ausgegangen, dass speziell der Besitz des Originals ein besonderes ästhetisches Erleben ermöglicht.

Die Abgrenzung zwischen wertvollem Original, einer geringwertigen Kopie oder einer auf geistigem Diebstahl beruhenden Fälschung ist jedoch bei genauerer Betrachtung sehr schwierig<sup>9</sup>. Dies hängt nicht nur damit zusammen, dass in heutiger Zeit immer mehr Kunstwerke auf Technologien wie Foto oder Video basieren, bei denen Original und Kopie grundsätzlich nicht mehr unterscheidbar sind. Auch für traditionell hergestellte Kunst war dies oft problematisch, wie diese Beispiele zeigen:

- Seit dem Mittelalter ist es üblich, dass erfolgreiche Künstler Werkstätten mit vielen Beschäftigten betreiben. Diese dienten zur Massenproduktion von Originalen. Von nicht wenigen berühmten Bildern gibt es verschiedene sehr ähnliche Varianten, bei denen zudem oft unklar ist, wie viel nun der Künstler selbst oder ein Assistent beigetragen haben. Auf die Spitze getrieben hat dieses Prinzip der umstrittene britische Künstler Damian Hirst mit seiner Art Factory<sup>10</sup>, der inzwischen zur Serienproduktion seiner Werke übergegangen ist und damit angeblich der reichste zeitgenössische Künstler überhaupt geworden ist.
- Ebenfalls seit dem Mittelalter ist gängige Praxis, dass Künstler selbst Kopien oder vereinfachte Versionen ihrer bekannten Werke anfertigten und diese an Kunstliebhaber verkauften. Dies geschah nicht zuletzt aus wirtschaftlicher Notwendigkeit. Die Erfindung des Buchdrucks ermöglichte die massenweise Verbreitung von durch den Künstler selbst vorgenommene oder durch ihn lizenzierte Reproduktionen. Mit der Einführung der Fotografie wurde der Abzug zu einem Original, das im Prinzip unendlich reproduzierbar ist. „Originalkopien“ wahren gegenüber Fälschungen zwar die Urheberrechte des Künstlers. Sind sie aber künstlerisch gesehen Originale oder Kopien?
- Im Jahr 2008 wurde in Freiburg Wolfgang Beltracchi verhaftet<sup>11</sup>. Er hatte über Jahrzehnte in einer bisher noch nicht bekannten Perfektion die Bilder deutscher Expressionisten gefälscht. Überführt werden konnte er erst, als eine chemische Analyse bei einem Werke modernes Titanweiß nachwies, das zu der angegebenen Entstehungszeit noch nicht existierte. Beltracchi war als Fälscher u.a. deswegen so erfolgreich, weil er nicht nur die Bilder relativ perfekt nachempfand, sondern es ebenfalls gelang, durch eine erfundene Sammlungshistorie (incl. gefälschter Galerietiketten und Beweisfotos) renommierte Kunstexperten zu täuschen und so ihre Expertisen zu manipulieren. Von angeblich 300 Fälschungen sind bisher nur wenige identifiziert. Viele sind wahrscheinlich in Privatsammlungen und werden nach wie vor für wertvolle Originale gehalten.
- Original und Fälschung zu unterscheiden fällt nicht nur Experten sehr schwer, sondern teilweise auch Künstlern selbst. Von Giorgio de Chirico ist beispielsweise bekannt, dass er mehrfach eindeutige Fälschungen als eigene Werke identifiziert hat<sup>12</sup>.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Der Kunsttheoretiker Walter Benjamin hat mit in seinem Aufsatz „Das Kunstwerk im Zeitalter seiner technischen Reproduzierbarkeit“<sup>13</sup> in den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts eine theoretische Begründung für die besondere ästhetische Bedeutung des Originals geliefert, indem er es mit dem Begriff der „Aura“ verknüpfte. In seinem Verständnis macht diese das spezifische eines Kunstwerkes aus. Sie wird durch die Kennzeichen Unnahbarkeit, Echtheit und Einmaligkeit geprägt. *„Die Einzigkeit des Kunstwerks ist identisch mit seinem Eingebettetsein in den Zusammenhang der Tradition.“* Hieraus folgt für ihn: *„Der einzigartige Wert des »echten« Kunstwerks hat seine Fundierung im Ritual, in dem es seinen originären und ersten Gebrauchswert hatte.“* Dies bezeichnet Benjamin als „Kultwert“. Im Gegensatz dazu stellt er den „Ausstellungswert“ der Kunst in unserer modernen Medienwelt, die durch Reproduktion vervielfältigbar ist, teilweise auf Schockeffekte setzt und vor allem Zerstreuung beabsichtigt. Dies stellt laut Benjamin die Aura infrage: Zum einen wird durch die Reproduktion der Kunst das ästhetische Empfinden vermindert. Zum zweiten aber – und dies ist für den gegenwärtigen Kunstmarkt im Grunde wichtiger – hat er in der Kunst die Tendenz identifiziert, vorwiegend der Unterhaltung zu dienen sowie lieber Skandale zu provozieren, um Aufmerksamkeit zu erreichen, als ästhetisch zu wirken. Insofern kann man in Anlehnung an Benjamins Gedanken festhalten, dass die heutige Kunst aus vielen Werken besteht, die nur aus technischen oder urheberrechtlichen Gründen als Original gelten, denen aber eine Aura fehlt, die sie auch aus ästhetischer Sicht interessant (und einzigartig) machen.



### 3) Das besondere Erlebnis Kunstkauf

Streng genommen sollte der ästhetische Wert von Kunst nicht davon abhängig sein, ob man sie besitzt oder nicht. Man kann ein schönes Bild ebenfalls im Museum genießen und muss es nicht bei sich zuhause haben. Warum kaufen dann Sammler Kunst?

Motivation für Sammler ist zum einen natürlich die Freude daran, ein Kunstwerk zu besitzen und sich hieran in einem persönlichen Umfeld zu erfreuen. Allerdings sehen sich viele Kunstkäufer ihre Bilder nur noch selten an, wenn diese erst einmal erworben wurden. Nicht wenige Werke werden heutzutage nach dem Erwerb direkt eingelagert. Insbesondere wenn dies in Zollfreilagern geschieht, ist die Chance gering, dass sie jemals wieder auftauchen und ausgestellt werden.

Eine weitere Motivation liegt in der Auffassung begründet, dass die Gesellschaft durch das Schaffen von und die Auseinandersetzung mit Kunst vorangebracht wird<sup>14</sup>. Sowohl Kunsthändler, Käufer, Fachjournalisten und sonstige Kunst-Experten sind normalerweise davon überzeugt, dass sie mit ihrem Engagement für Kunst etwas sozial ungemein Nützliches tun. Käufer sehen ihre Rolle hierbei in zwei Funktionen: zum einen in der Förderung talentierter junger Künstler; zum Zweiten damit, dass sie Kunst durch die Zurschaustellung ihrer Sammlungen im Rahmen von Ausstellungen oder eigenen Museen einer interessierten Öffentlichkeit zugänglich machen. Speziell Letzteres ist auch gut für den Sozialstatus, wovon im nächsten Abschnitt die Rede sein wird.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

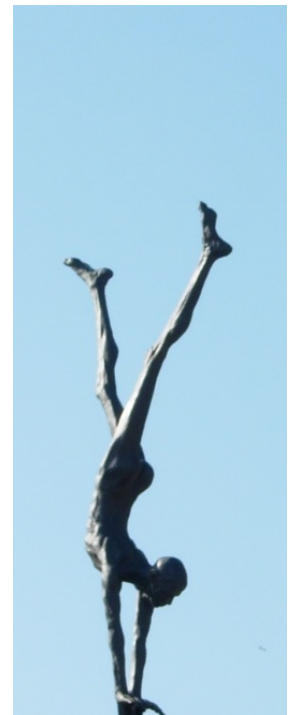
Ein nicht zu vernachlässigender Faktor ist aber das Erlebnis des Kunstkaufes an sich. 2012 formuliert dies der leider anonym gebliebene Kolumnist S.T. im Economist so: *“Der Kunstkauf macht jemanden nicht nur zu dem Bestandteil einer Gemeinschaft, er vereint auch Gefühle des Sieges, der kulturellen Überlegenheit und der sozialen Abgrenzung. Manche sagen, dass er sogar eine spirituelle Leere füllen kann. Der Begriff, den Sammler meistens benutzen, ist, dass der Kunstkauf ihnen ein „Hoch“ verschafft“. (“Buying art doesn't just offer a sense of community, it engenders feelings of victory, cultural superiority and social distinction. Some say that it even fills a spiritual void. The term most commonly used by collectors, however, is that buying art gives them a ‘high’.”)*<sup>15</sup>

Kunstkauf gibt einen Lustgewinn. Sei es der Wettbewerb bei der Auktion, bei dem das Kunstwerk nach Abschluss wie eine Siegestrophäe winkt. Oder sei es der Kauf in der Galerie oder auf einer Messe, bei dem der Sammler das Gefühl vermittelt wird, er würde jetzt etwas ganz besonderes erwerben. Denn der Lustgewinn bei der Jagd nach einem Kunstwerk hat sehr viel mit einem Faktor zu tun: seiner Einmaligkeit.

Aufgabe des Auktionators bzw. des Galeristen ist daher nicht nur, Kunst zu verkaufen, sondern den Kauf als besonderes Erlebnis für den Kunden möglichst lustvoll zu inszenieren. Bei der Auktion kommt es darauf an, den Verkaufsprozess als einen spannenden Wettkampf zu gestalten. Die Teilnehmer bei einer Auktion sind wie Sportler bei einem nach dem KO-Prinzip gestalteten Wettbewerb. Sie treten gegeneinander an, einer nach dem anderen scheidet aus, weil es an Leistungsfähigkeit oder Willen fehlt. Der Sieger triumphiert am Ende und bekommt das Kunstwerk als Preis. Auktionen haben deshalb ebenfalls für unbeteiligte Zuschauer eine eigentümliche Faszinationskraft, weshalb sie auch oft den Hintergrund für Filme bilden.

Beim Galeristen hingegen ist wichtig, den Sammler an ein Bild heranzuführen, sei es durch ausführliche Gespräche mit der Galerie, sei es durch arrangierte Begegnungen mit dem Künstler selbst. Damit ähnelt der Prozess des Kaufens mehr einer Pirsch, wenn sich der Jäger an sein Opfer heranschleicht, sich mit ihm vertraut macht, und dann im entscheidenden Moment zuschlägt.

Schlüsselfaktor bei allem ist, dass es die Kunstverkäufer den Käufern nicht zu einfach machen, wenn diese etwas erwerben. Denn mit dem schwierigen Erwerb wird das Besondere des Kunstwerkes unterstrichen. Damit steht der Kunstmarkt im Gegensatz zu anderen Märkten, wo die Verkäufer i.d.R. besonders darum bemüht sind, es ihren Kunden möglichst einfach zu machen. Dies könnte auch erklären, warum das Internet als Medium des gehobenen Kunsthandels bisher praktisch unbedeutend geblieben ist: Es bringt den Käufer um sein Einkaufserlebnis.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 4) Kunst als sozialer Faktor

Passionierte Kunstkäufer sind Mitglieder eines elitären Kreises<sup>14</sup>. Dies liegt nicht zuletzt darin begründet, dass moderne Kunst extrem schwer verständlich, wenn überhaupt erfahrbar ist. Künstler werden oft wie überhöhte Wesen inszeniert, metaphysische Lichtgestalten in unserer rationalen modernen Welt. Der Käufer eines Kunstwerkes erwirbt nicht nur das Objekt an sich, sondern mit ihm in gewisserweise einen privilegierten Zugang zu einem speziellen Personenkreis, bei der die Auseinandersetzung mit Kunst sowie außergewöhnlichen Künstlerleben im Vordergrund steht.

Zum anderen hat das privilegiert sein im Zusammenhang mit Kunst sehr viel damit zu tun, dass sich nur sehr wenige Menschen hochgeschätzte Kunst leisten können. Ein Schlüsselfaktor bei der Entwicklung des Kunstmarktes in den vergangenen Jahrzehnten war daher das überproportionale Einkommenswachstum bei den schon besonders Wohlhabenden. Gerade Neureiche sehen ihre Kunstsammlung als eine Art Einstiegsticket in den wirklich exklusiven Lifestyle der echten Superreichen.

Nicht wenige von ihnen sammeln aber auch Kunst, weil sie einen Teil ihres Wohlstandes wieder der Gemeinschaft zugänglich machen wollen. Ein populärer Weg hierzu ist, dies mithilfe der Stiftung eines privaten Kunst-Museums zu machen, indem entweder eigene Sammlungen der Öffentlichkeit zugänglich gemacht oder Ausstellungsräume geschaffen werden. Dies wird zudem i.d.R. weltweit steuerlich gefördert. Ein weiterer immer wichtiger werdender Faktor ist, dass die superreichen Kunstkäufer von heute oftmals noch relativ jung sind; sei es, weil sie ihren Reichtum ererbt haben, sei es, weil sie mit Internetfirmen selbst sehr schnell wohlhabend wurden. Dies macht sie weltoffener und experimentierfreudiger, sehr aufgeschlossen für moderne Kunst aus der ganzen Welt.

Speziell in China erklärt sich der Kunstboom derzeit stark durch das Sozialprestige, welches sich die neureichen Gewinner des langen Wirtschaftsaufschwungs der letzten Jahre vom Aufbau und Ausstellung einer Sammlung versprechen. Laut Angaben der Smithsonian Institution wurden in China zwischen 2008 und 2013 ca. 800 Mio. US\$ für den Bau neuer Museen ausgegeben<sup>16</sup>. Alleine 2011 wurden 400 Museen neu errichtet. Allerdings verirren sich nur selten Besucher in die neuen Kunsttempel, zu fremd ist der chinesischen Bevölkerung moderne und westlich ausgerichtete Kunst. Insofern bleibt abzuwarten, ob sich die Hoffnungen der Museumsstifter auf mehr Prestige wirklich erfüllen.



## 5) Kunst als Mittel der Risikostreuung

Eines der Hauptargumente, welches derzeit herangezogen wird, um vermögenden Privatleuten, Family Offices oder sogar institutionellen Anlegern Kunstinvestments schmackhaft zu machen, ist aus der Modern Portfolio Theory abgeleitet. Aufgrund der geringen Korrelation von Kunstindizes zu anderen Investments soll deren Beimischung das Gesamtrisiko einer Kapitalanlage senken<sup>17</sup>. Dies ist jedoch höchst fragwürdig.

Denn ein breit gestreutes Kunstportfolio in Form eines handelbaren und repräsentativen Index lässt sich für Anleger praktisch gar nicht nachbilden<sup>1</sup>. Insofern sind auch alle Ertrags- und Risikobetrach-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tungen, die auf solch einem Konzept beruhen, höchst irreführend. Zum einen werden Kunstwerke sehr selten mit hohen Transaktionskosten gehandelt und sind daher im Gegensatz zu Aktien oder Renten äußerst illiquide. Weiterhin sind sie sehr heterogen; damit unterscheidet sich auch ihre Wertentwicklung stark. Um das Risiko zu senken, müsste ein Kunstportfolio breit gestreut sein, also aus sehr vielen verschiedenen Werken unterschiedlicher Richtungen bestehen. Kunstsammlungen sind in der Realität aber zumeist auf bestimmte Stile oder spezielle Künstler fokussiert, was effektiv zu einer Risikokonzentration führt.



Des Weiteren sind Korrelationen an Kapitalmärkten langfristig alles andere als stabil, was die Argumentation hiermit sehr problematisch macht<sup>18</sup>. Darüber hinaus hat der Erfinder der Modern Portfolio Theory Harry Markowitz in einem Aufsatz vor einigen Monaten<sup>19</sup> darauf hingewiesen, dass die heute gängige Praxis, nur aus niedrigen Korrelationen auf Risikosenkung zu schließen, viel zu simpel ist. Tatsächlich ist in seinem Ansatz die Kovarianz – also die Kombination der Volatilitäten von zwei Anlagen sowie der Korrelation zwischen ihnen – entscheidend, um Diversifikationseffekte zu erzielen. Doch wie will man für eine Anlage wie Kunst, die nach Mei Moses im Durchschnitt alle 28 Jahre gehandelt wird und der Index auf Jahresbasis berechnet wird, sinnvollerweise eine Volatilität bestimmen? Versuche, dies zu machen, sind höchst problematisch. Denn die ermittelte Volatilität ist vor allem Resultat einer hohen Illiquidität der Anlage Kunst, die wiederum mit den hohen Transaktionskosten zusammenhängt. Tatsächlich dominiert bei Kunst das sehr hohe Liquiditätsrisiko, weshalb der Bezug auf die Volatilität bei der Risikobetrachtung höchst irreführend ist.

Die Argumentation, dass man mit Kunst das Risiko eines Wertpapierportfolios vermindern kann, ist noch viel fragwürdiger wie die angebliche Risikosenkung von Portfolios durch andere illiquide Anlageformen wie Hedgefonds, Private Equity oder Immobilien. Sie basiert nicht nur auf einer Fehlinterpretation der Modern Portfolio Theory, sondern vernachlässigt auch noch die Heterogenität von Kunstwerken und das große Liquiditätsrisiko, welche die Bedingungen für eine Risikosenkung relativ unrealistisch erscheinen lassen. In der Regel wird man mit der Beimischung von Kunstanlagen das Gesamtrisiko eines Investmentportfolios deutlich erhöhen.



## 6) Die Reputation des Kunstwerkes bzw. des Künstlers

Ein niederländisches Porträt aus dem 17. Jahrhundert, das 2010 durch eine Schenkung in den Besitz des britischen National Trust gekommen war, wurde vor einigen Monaten nach aufwendigen Analysen eindeutig als Werk von Rembrandt identifiziert. Dies erhöhte die geschätzte Bewertung schlagartig von einer sechsstelligen Summe auf 30 Millionen £<sup>20</sup>. Tatsache ist aber, dass sich die künstlerische Ästhetik des Bildes nicht verändert hat. Alleine das Wissen darum, dass es sich nicht um das Werk eines unbekanntes Meisters, sondern um das Rembrandts handelt, hat den monetären Wert

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

für die mit der Schätzung beauftragten Experten ungefähr ver Hundertfach. Dies wiederum spricht dafür, dass die Bewertung weniger mit der Ästhetik als mit der Berühmtheit von Rembrandt zu tun hat, also vor allem aus einem „Reputationsbonus“ besteht.

Die Soziologen Jens Beckert und Jörg Rössel haben in ihrer 2004 erschienen Untersuchung „Kunst und Preise“<sup>21</sup> die These aufgestellt, dass Reputation der wichtigste Faktor insbesondere bei der Erklärung von Preisen für zeitgenössische Kunst ist. Für sie entsteht der Wert eines Kunstwerks oder Künstlers in einem intersubjektiven Prozess der Bewertung und Reputationsverleihung durch Experten und Institutionen des Kunstmarktes sowie der Künstlerausbildung. Dies sind Galeristen, Kuratoren, Kritiker, Kunsthändler, Journalisten, Sammler und Kunsthochschulen, die gemeinsam an der Herstellung der künstlerischen Reputation eines Werks oder eines Künstlers beteiligt sind. Die Reputation eines Künstlers ist ein soziales Konstrukt, das sich aus einer Kette von Weiterempfehlungen ergibt. Die Ästhetik seiner Werke ist beim Zustandekommen der Reputation nur ein Faktor, und gar nicht einmal der entscheidende. Wichtig ist vor allem, dass er von den bekannten Experten positive Kritiken bekommt sowie in namhaften Galerien und Museen ausgestellt wird. Deren Reputation wird quasi auf den Künstler übertragen. Wenn der Künstler erfolgreich ist, überträgt er sein Renommee wieder zurück; insofern kann von einer Wechselwirkung der Reputation gesprochen werden.

Reputation ist laut Beckert und Rössel als Grundlage für die Bestimmung des ökonomischen Wertes besonders wichtig, gerade weil bei der zeitgenössischen Kunst der Qualitätsbegriff relativ unklar ist. Der Bezug auf die Reputation soll für den Anleger die Risiken für die zukünftige Preisentwicklung reduzieren. Insofern soll der Käufer von Werken renommierter Künstler eine gewisse Sicherheit vermittelt bekommen. Eine zentrale Rolle hierbei spielt der Galerist mit seiner Preisgestaltung, was im nächsten Abschnitt thematisiert wird.



## 7) Die Marktposition der Galeristen und Großsammler

Für die Erwartung von Wertgewinnen mit Kunst ist ganz entscheidend, dass einem Künstler langfristig gelingt, in der Kunstszene an Popularität zu gewinnen, also Reputation aufzubauen, wie im vorherigen Abschnitt beschrieben. Der Erfolg wiederum hängt entscheidend vom Engagement und der Marktposition des Galeristen ab, der ihn vertritt<sup>14</sup>. Als besonders reputations-schädigend gilt in der Kunstwelt, wenn die Preise von Kunstwerken sinken.

In einer bereits in der vorherigen Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ zitierten Analyse über den Kunstmarkt stellte der Soziologe Olav Kamphuis fest, dass insbesondere die Bereitschaft von Galeristen, auf jeden Fall eine Preissenkung für die durch sie verkaufte Kunst zu vermeiden, entscheidend für die Erwartung eines relativ gesicherten Investmentwertes ist. Den aufgrund der kulturellen Abhängigkeit des Wertes eines Kunstwertes besteht im Grunde eine radikale Unsicherheit bzgl. der zukünftigen Wertentwicklung<sup>22</sup>.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Deswegen hat ein Kunstkäufer im Grunde nur eine verlässliche Indikation für die zukünftigen Preise: den Willen und die Fähigkeit des Galeristen, bei Gefahren für die Preisentwicklung zu intervenieren. Im Gegensatz zu der üblichen ökonomischen Sichtweise ergibt sich der Preis somit nicht als Ableitung aus dem Nutzen des Kunden (und damit des persönlichen Wertes), sondern umgekehrt: Alleine der Preis bestimmt den Wert.

Dass ein Künstler und seine Werk allein aufgrund der Nachfrage des Marktes ohne jede Manipulation populär werden und an Wert gewinnen können, ist zwar möglich, aber nicht sehr wahrscheinlich. Künstler versuchen immer wieder, sich den Mechanismen des Galeriesystems zu entziehen. Meistens bleiben sie mangels professioneller Vermarktung unentdeckt und kommerziell erfolglos, selbst wenn sie sich ästhetisch kaum von teuren Künstlern unterscheiden. So wurde die Kunsthändlerin Marla Goldwasser 2013 in einem Artikel mit der Aussage zitiert, dass nur diejenigen Kunstwerke Investmentwert und Sozialprestige bieten, die durch Top-Galerien verkauft werden, selbst wenn sehr ähnliche von unbekanntem Künstlern zu einem Bruchteil ihres Preises erhältlich sind<sup>14</sup>.

Es gibt immer wieder Fälle, in denen sich einzelne Sammler Werke von aufstrebenden Künstlern oder Künstlergruppen zugelegt haben und damit später spektakuläre Wertgewinne erzielen konnten. Dennoch darf nicht vergessen werden, dass speziell diese Sammler sich oft selbst ein tiefes Wissen über ihre Kunst angeeignet hatten bzw. durch Galeristen als gute Kunden besonders bedient wurden. Damit nutzten sie in gewisserweise „Insiderwissen“ aus, was in intransparenten und unregulierten Märkten durchaus ein legales Erfolgsrezept ist. Weiterhin darf man aber auch nicht vergessen, dass Glück eine große Rolle beim Erfolg eines Sammlers spielt, und die Ergebnisse selektiv wahrgenommen werden. Eine Kunstsammlung ist in gewisser Hinsicht nichts anderes als ein gestreutes Investmentportfolio, und wie in jedem Portfolio gibt es bei der Performance Ausreißer nach oben oder nach unten. Über die spektakulären Gewinne spricht man gerne, die Versager verdrängt man lieber.

Als Käufer eines Werkes aus einer etablierten Galerie befindet man sich scheinbar in einer Win-win-Situation. Entweder, der Künstler und seine Kunst setzten sich am Markt durch und erzielen damit unmanipulierte Wertsteigerungen. Oder, die Galerie interveniert und stabilisiert den Preis. Schönheitsfehler bei dieser Sichtweise ist allerdings, dass – wie bei allen Marktinterventionen – die Fähigkeit einer Galerie zur Preisstabilisierung von zwei Faktoren abhängt<sup>14</sup>:

- 1) Wie stark sie auf ihre Kunden einwirken kann, dass diese ihre Werke nicht auf dem freien Markt anbieten. Dies ist oft relativ einfach, solange es diesen Kunden wirtschaftlich gut geht. Insbesondere wenn sich diese verpflichtet haben, ein Kunstwerk nicht ohne Genehmigung der Galerie weiterzuverkaufen, ist die Kontrolle relativ einfach. Sterben Besitzer aber, fühlen sich die Erben oft nicht mehr an alte Absprachen gebunden. Gewinnversprechende Kunstwerke werden dann oft als Erstes verkauft. Gefährdet wird die Kontrolle der Galeristen auch, wenn es beim Käufer durch unternehmerische Missgeschicke, Scheidung oder Steuerverbindlichkeiten zu finanziellen Schief-lagen kommt, die durch Vermögensverkäufe ausgeglichen werden müssen.
- 2) Die finanziellen Ressourcen der Galerie: Um die Preise am Sekundärmarkt durch Stützungskäufe zu beeinflussen, sind oft enorme Summen erforderlich, insbesondere wenn Strohmänner vorge-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

schoben werden, um die eigenen Aktivitäten zu verschleiern. Es ist daher möglich, dass Galerien in eine Verschuldungsfalle getrieben werden, aus der sie nicht mehr herauskommen. Dies ist vor allem dann gefährlich, wenn es zu einer spekulativen Überhitzung des Kunstmarktes – sprich einer Blase – kommt.

Eine entscheidende Rolle, damit Markteingriffe auch bei sehr hohen Preisen funktionieren, spielen Großsammler, die einen Großteil ihres Vermögens in eine Kunstsammlung investiert haben und im Einklang mit den Interessen der Galeristen agieren. Einerseits fungieren sie als Trendsetter, d. h., durch ihre Käufe motivieren sie auch andere Sammler zu kaufen, was den Preis nach oben treibt. Zweites haben sie die Kapitalkraft, um bei Auktionen die hohen Preise von populären Werken zu stützen bzw. weiter in die Höhe zu treiben<sup>23</sup>. Ein Beispiel hierfür ist der französische Milliardär François Pinault<sup>24</sup>, der für die hohen Preise bei Werken von Jeff Koons verantwortlich gemacht wird.

Die Bedeutung der Preissetzung durch den Galeristen für die Wertschaffung erklärt ebenfalls, warum Preismanipulationen oftmals so bereitwillig toleriert werden. Denn sie dienen nicht dazu – wie an Wertpapiermärkten – den wahren Wert zu verschleiern. Bei einer mehr oder weniger virtuellen Bewertung wird der Wert durch die Manipulation erst geschaffen. Die wertschaffende Bedeutung des Preises ist dominanter als bei anderen hochpreisigen Waren, wie z. B. Luxusgütern. Bei diesen reflektiert der hohe Preis nicht nur die subjektive Bereitschaft des Konsumenten, für eine Luxusmarke eine Prämie zu bezahlen, sondern zumeist auch eine messbar überdurchschnittlichen Qualität.

Galeristen rechtfertigen Preismanipulationen damit, dass hierdurch Lebensunterhalt und kreative Weiterentwicklung von Künstlern langfristig gesichert werden. Zudem investieren Galerien viel in einen Künstler und seine Reputation, bauen ihn quasi als „Marke“ auf. Spätere Manipulationen werden als legitimes Mittel angesehen, um die eigene Investition in den Künstler zu sichern<sup>14</sup>.

Dennoch stößt diese Praxis einer Wertbestimmung vielen Ästheten sauer auf, da sie zu einer völligen Entkoppelung von Bewertung und Ästhetik führt. So hat der renommierte britische Kunsthistoriker Bendor Grosvenor vor Kurzem in einem Essay für die Financial Times bemängelt, dass derzeit *„zeitgenössische Kunst nach ihrem Preisschild und nicht nach ihrer Ästhetik bewertet wird“*<sup>25</sup>. Hierbei griff er insbesondere die Praxis scharf an, durch inflationierte Rückkäufe von Galeristen sowie überhöhte „Garantiepreise“ bei Auktionen Wertsteigerungen vorzutäuschen, die nicht von realen Marktkräften getrieben sind. Die Konsequenz für ihn ist: *„... wir haben kollektiv die Fähigkeit verloren, Kunst für uns selbst und auf Basis ihrer Leistung zu bewerten. Stattdessen folgen wir Indikatoren wie Mode, Preis oder (...) Hype.“* So subjektiv und zeitgeistabhängig Ästhetik auch sein mag, wenn die monetäre Bewertung von Kunst völlig unabhängig von ihr erfolgt, erscheint sie vor allem nur eins: willkürlich.



## **Fazit: Die Anlage in Kunst erfordert hohe Risikobereitschaft und eigenes Fachwissen**

Jeder Kunstinvestor sollte sich bewusst sein, dass er sein Geld in einem höchst riskanten Markt investiert: Er ist relativ intransparent, die sehr subjektiven Qualitätskriterien können sich wandeln, die Transaktionskosten sind sehr hoch. Darüber hinaus werden die Preise und angebotenen Mengen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

vielfach stark manipuliert. Langfristig gesehen kann es böse Überraschungen geben, wenn ein Kunstwerk dem Zeitgeist nicht mehr entspricht oder die „Marktpflege“ von Galeristen und Großsammlern nachlässt. Wie die Performanceauswertungen von Mei Moses zeigen, ist gerade in Anlage in teuren und sehr populären Kunstwerken – welche zumeist ebenfalls von Experten hochgelobt und empfohlen werden – langfristig ein relativ sicheres Rezept für finanziellen Misserfolg.

Inbesondere Sammler, die auf eine durch Marktinterventionen gestützte Reputation ihrer Künstler vertrauen, begeben sich langfristig in eine gefährliche Situation. Zwar haben sie scheinbar große Wertgewinne, die sich jedoch relativ schnell in Luft auflösen können, wenn sich der Zeitgeist ändert bzw. Galeristen oder Großsammler die Preise ihrer Werke bei Auktionen nicht mehr stützen.

Andererseits stehen den finanziellen Risiken des Kunstmarktes aber auch große Chancen gegenüber: Wenn ein Künstler populär wird, ist eine explosionsartige Wertentwicklung mit einer Vervielfachung des Kaufpreises möglich. Hiervon profitieren in der Regel vorwiegend Insider bzw. Anleger, die sich eigene Expertise zum Kunstmarkt erarbeitet haben.

In den vergangenen Jahren haben sich vor allem zwei Typen von Sammlern herauskristallisiert, die am Kunstmarkt wirtschaftlich erfolgreich agieren. Ich möchte sie einmal in Anlehnung an die Investmentstile für Wertpapiere „Momentum“ sowie „Venture-Art“ bezeichnen möchte. Die momentumgetriebenen Käufer sind relativ kurzfristig ausgerichtet, was im Kunstbereich einer Besitzdauer von einigen Monaten bzw. wenigen Jahren entspricht. Venture-Art-Sammler haben hingegen einen sehr langfristigen und teilweise generationenübergreifenden Anlagehorizont.

Momentum-Anleger konzentrieren sich auf Künstler, die in der Kunstwelt gerade populär gemacht werden. Der Erfolg dieser Strategie hängt entscheidend davon ab, dass man relativ frühzeitig investiert ist – wobei man nicht selten auf Insiderinformationen angewiesen ist – und im Erfolgsfall – auch gegen den Willen von Galeristen – rechtzeitig Gewinne mitnimmt. Diese Momentuminvestoren werden oftmals auch als „Art-Flipper“<sup>5</sup> bezeichnet, weil sie zeitgenössische Kunstwerke nur mit Blick auf kurzfristige Wertsteigerungen kaufen und schnell wieder verkaufen. Am berühmtesten ist der britische Medienunternehmer Charles Saatchi geworden, über dessen spektakuläre Transaktionen und zynische Einstellung gegenüber dem Kunstmarkt auch gerne in der Presse berichtet wurde.

Art-Flipper sind in der Kunstwelt äußerst unbeliebt und werden von einigen Künstlern und Galeristen sogar boykottiert. Bei Künstlern dürfte der Hauptgrund für die Ablehnung darin liegen, dass diesem Typ von Anlegern offensichtlich nicht an der Ästhetik ihrer Werke, sondern nur am Partizipieren an einem Modetrend gelegen ist. Galeristen fürchten hingegen, dass Art-Flipper ihr System der Preisgestaltung stören. Die Kunstbewertungen können schneller und stärker hochgetrieben werden, als es dem Galeristen recht ist. Die Gewinnmitnahmen bei hohen Preisen wiederum können sehr teure Stützungsmaßnahmen provozieren, um den Eindruck in der Öffentlichkeit zu vermeiden, der jeweilige Künstler würde an Popularität verlieren. Dennoch sind vor allem die Galeristen selbst verantwortlich, wenn Art-Flipper mit ihrer Methode viel Geld verdienen können. Denn mit ihren Marktmanipulationen schaffen sie erst die Basis für diesen Typ des Spekulanten, der als Trittbrettfahrer des Kunstbooms von vorprogrammiert erscheinenden Preissteigerungen profitieren will.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nach Aussagen der Auktionshäuser Christies und Sothebies<sup>5</sup> spielen die Art-Flipper derzeit nur eine geringe Rolle, zumal die hohen Transaktionskosten eigentlich ihrem relativ kurzfristigen Aktionismus entgegenstehen. Zudem wurden sie in der starken Korrektur des Kunstmarktes nach der Finanzkrise stark abgestraft, als die Manipulationen am Kunstmarkt für viele Galeristen und Großsammler finanziell nicht mehr tragbar waren und die Preise für zeitgenössische Kunst zeitweise einbrachen. Dies zeigt die extremen Risiken eines solchen Vorgehens. Sollten Art-Flipper allerdings wieder verstärkt auftreten, könnte dies ein starkes Signal für eine spekulative Überhitzung des Marktes sein.

Den anderen Typus von erfolgreichen Kunstinvestoren repräsentieren Sammler wie Jean Pigozzi. Er hat vor Kurzem in einem Interview seinen Ansatz so beschrieben<sup>26</sup>: „So wie ich es mache, ist Kunst sammeln sehr ähnlich wie Venture Capital“. Seit den 80er Jahren investiert Pigozzi in Technologie-Start-ups (u. a. Facebook) und hat damit enorme Gewinne erzielt. Und genau die gleichen Schlüsselgrößen – gute persönliche Beziehungen zu den relevanten Personen, ein gutes Gespür für Markttrends sowie Detailwissen und ggf. Hartnäckigkeit beim Verfolgen der Ziele – machen seiner Ansicht nach auch die Erfolgsfaktoren im Kunstmarkt aus. Natürlich ist es ebenfalls



wichtig, dass man Kunst – genau wie die Einstiegsbeteiligung beim Venture Capital – sehr billig erwirbt. Da relativ viele Investments eine unbefriedigende Wertentwicklung haben können, ist es um so wichtiger, dass die Zugewinne bei den erfolgreichen Anlagen sehr hoch sind.

Meiner Ansicht nach trifft Pigozzi mit seiner Analogie von langfristigen Investments in Kunst und Venture Capital den Nagel auf den Kopf. Der relativ hohen Wahrscheinlichkeit einer nur mäßigen und vielleicht sogar negativen Wertentwicklung steht die geringe Chance auf spektakuläre Gewinne entgegen. Ökonomisch sind beide Anlageformen am ehesten mit einem Optionsgeschäft zu vergleichen, das aus einer weit aus dem Geld liegenden und sehr langlaufenden Kaufoption besteht. Allerdings gibt es solche langlaufenden Optionen z. B. bei Aktien oder Renten nur sehr selten; und wenn, dann nur außerbörslich im Direktgeschäft mit Investmentbanken. Gemeinsame Charakteristika sind insbesondere diese Faktoren:

- Die Transaktionskosten sind im Vergleich zum Gegenwartswert relativ hoch; in Relation zu den möglichen Wertgewinnen aber vernachlässigbar.
- Die Anlage ist relativ illiquide.
- Die Erfolge werden nur sehr langfristig sichtbar.
- Ob die möglichen Wertgewinne realisiert werden können, hängt sehr stark davon ab, dass man die Wertentwicklung der Anlage besser einschätzen kann als die übrigen Marktteilnehmer. An Wertpapiermärkten ist dies aufgrund der hohen Informationseffizienz allerdings sehr schwierig, deswegen scheitern hier auch die meisten Anleger mit Optionsgeschäften. Am Kunstmarkt hingegen eröffnet die Intransparenz dem Anleger eine Möglichkeit. Ob man diese nutzen kann, hängt aber davon ab, ob man a) Insidervorteile nutzen kann; oder b) sich aufgrund der eigenen Kunstbegeisterung eigenes Expertenwissen angeeignet hat.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Eine passive Haltung gegenüber dem Investment, wie sie für die meisten Kapitalanleger typisch ist, reicht nicht aus, um Erfolg zu haben.

Langfristig hohe Wertgewinne kann man vor allem mit Kunst erzielen, die zu ihrem Kaufzeitpunkt vom Markt unterschätzt oder sogar negativ gesehen wird. Ihre Preissteigerung resultiert aus einem Kulturwandel, den der Investor vorausahnen muss. Dies ist genau so wie bei Venture Capital, wo der Investor einen bestimmten Technologiewandel richtig einschätzen muss. Spektakuläre Preissteigerungen gab es insbesondere deshalb auch bei Kunstrichtungen, die anfangs vom Zeitgeschmack stark abgelehnt wurden, wie der Impressionismus vor 150 Jahren, die Pop Art vor 50 Jahren oder die in den vergangenen Jahren sehr teuer gewordene afrikanische Stammeskunst.

Ein berühmtes Beispiel für einen Venture-Art Sammler war der Schokoladefabrikant und promovierte Kunsthistoriker Peter Ludwig (1925-1996), der in den 60er Jahren die Pop Art für sich entdeckte<sup>27</sup>. Er antizipierte, dass diese Kunstform in ihrer kritischen Auseinandersetzung mit der Konsumgesellschaft den kommenden Zeitgeist reflektieren würde, und baute eine umfangreiche Sammlung der wichtigsten Vertreter wie Andy Warhol, Robert Rauschenberg oder Roy Liechtenstein auf. Der heutige Marktwert dieser Werke entspricht ein Zigfaches der Einstandspreise; wobei man allerdings relativierend feststellen muss, dass sehr wahrscheinlich der Markt für Bilder dieser Periode (speziell bei Andy Warhol) durch Marktinterventionen von Großsammlern derzeit massiv manipuliert wird.<sup>28</sup> Ein weiteres Beispiel sind die amerikanischen Sammler, die Ende das 19. Jahrhunderts in Paris impressionistische Kunst kauften, welche von den meisten französischen Zeitgenossen regelrecht verachtet wurde<sup>8</sup>. Während die damals hochgehandelten Werke inzwischen längst vergessen sind, erhöhten sich die Werte der impressionistischen Bilder seitdem dramatisch.

Sehr kritisch sind daher die Empfehlungen vieler „Art Consultants“ zu sehen, die ihren Kunden vorwiegend hochpreisige und meist dem Zeitgeist entsprechende Werke andienen. Gerade zu absurd ist es, wenn einige Vermögensverwalter oder Private Banker Kunst als „stabile“ Anlage für konservative Anleger anpreisen. So hieß es z. B. in einem Werbeinterview für den inzwischen gescheiterten Berenberg Art Fund: „Kunst ist, wenn es die richtige Kunst ist, eine verhältnismäßig sichere und stabile Kapitalanlage.“<sup>29</sup> Solch eine Aussage widerspricht jeder Erfahrung am Kunstmarkt.

Kunst ist als Investment genau das Gegenteil von stabil: Sie ist sehr aufregend, und das gleich in mehrfacher Hinsicht: als Einkaufserlebnis, ästhetisch und finanziell. Um als Anleger erfolgreich zu sein, muss man sich mit der Kunst selbst intensiv auseinandersetzen, weil man sonst zu leicht ein Opfer der Manipulationen des Kunstmarktes wird. Dies macht man i.d.R. aber nur, wenn man von sich aus Begeisterung und Faszination für die Kunst mitbringt.

Wer vor allem aus rein finanziellen Motiven investiert (und keine illegalen Absichten wie z. B. Geldwäsche hat), ist mit anderen Anlageformen viel besser bedient. Dies gilt insbesondere, wenn auf eine gewisse Sicherheit Wert gelegt wird.



## Anhang

### Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beige-steuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

### Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu **Klartext: „Der Preis der Politik“:**

CIA World Factbook (2014): „Saudi Arabia“ <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/sa.html> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

US Energy Information Administration (2014): „Saudi Arabia“ <http://www.eia.gov/countries/cab.cfm?fips=SA> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

Lex Column (2014): „Opec: the year of cartelling dangerously“; Financial Times 24. December 2014; S. 10

Roula Khalaf (2014): Saudi Arabia: „A Kingdom on Guard“, in: FT Year in the Arab World; December 2014; S. 24-27.

Kurt Bock wurde wiedergegeben nach folgender in „Die Welt“ vom 4.12.2014 erschienenen DPA-Meldung: „**Wir verdienen bei hohem und niedrigem Ölpreis**“ „...Der weltgrößte Chemiekonzern BASF sieht den Ölpreisverfall mit einem lachenden und einem weinenden Auge. Bei einem hohen Ölpreis mache die BASF Geld im Ölgeschäft, bei einem niedrigen im Chemiegeschäft, sagte Vorstandschef Kurt Bock am Donnerstag bei der Vorstellung des Programms zum 150-jährigen Firmenjubiläum im kommenden Jahr. Der Chemieriese ist über seine Tochter Wintershall im Öl- und Gasgeschäft aktiv. Was der BASF nicht gefalle, seien die Preisschwankungen, sagte Bock. Wenn der Preis wie ein Stein falle oder wie eine Rakete steige, sei dies schwierig zu managen...“ <http://www.welt.de/regionales/rheinland-pfalz-saarland/article135016067/Wir-verdienen-bei-hohem-und-niedrigem-Oelpreis.html> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

Quellen zu „**Der Berliner Wohnimmobilienmarkt bleibt interessant**“

<sup>1)</sup> IBB „**Wohnungsmarktbarometer 2014**“

<sup>2)</sup> Engel & Völkers (2014) „**Wohnungsmarktbericht**“

<sup>3)</sup> Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR)

<sup>4)</sup> Institut der Deutschen Wirtschaft

<sup>5)</sup> Senatsverwaltung für Stadtentwicklung

<sup>6)</sup> Immowelt (2014) „**Wohnen in Berlin: Miet- und Kaufpreise steigen innerhalb von 10 Jahren um bis zu 45 Prozent**“

Marktbericht Berlin vom 19. November 2014; <http://presse.immowelt.de/pressemitteilungen/marktberichte.html> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

<sup>7)</sup> Immobilienscout24 (IMX-Index)

<sup>8)</sup> JLL (2014) „**Residential City Profile Berlin - 1. Halbjahr 2014**“

<sup>9)</sup> Immowelt (2014) „**Mietpreisbarometer Wien: Gesamtmieten konsolidieren sich auf hohem Niveau**“, Marktbericht Wien vom 04. November 2014

<http://presse.immowelt.at/pressemitteilungen/marktberichte/artikel/artikel/mietpreisbarometer-wien-gesamtmieten-konsolidieren-sich-auf-hohem-niveau.html> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

<sup>10)</sup> Catella Research/IPD

<sup>11)</sup> vdp Research

<sup>12)</sup> GSW/CBRE Wohnungsmarkt-Report

<sup>13)</sup> empirica Mietpreisdatabank

<sup>14)</sup> destatis

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

<sup>15</sup>) IHK Berlin

<sup>16</sup>) Colliers International (2014): „**Media & Technology iQ**“ vom Februar 2014; <http://www.colliers-extras.co.uk/eTelligent/media-tech-iq/201402-colliers-international-media-tech-iq-interactive.pdf> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

<sup>17</sup>) Alex Hofmann (2014): „**So will Berlin seinen jungen Unternehmern helfen**“; in: Gründerszene vom 10. Oktober 2014 <http://www.gruenderszene.de/allgemein/berlin-startup-unit-start> (zuletzt abgerufen 29.12.2014).

Quellen zu: „**Die aufregendste Geldanlage der Welt Teil 2: Der Wert der Kunst**“

Spezielle Quellen für den Beitrag über den Kunstmarkt waren:

<sup>1</sup>) Kathryn Tully: „**How Useful Are Art Indices?**“; FORBES.COM; 9/5/2014 (<http://www.forbes.com/sites/kathryntully/2014/09/05/how-useful-are-art-indices/>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014).

Vgl. hierzu auch Felix Salmon (2012): „**Artnet’s silly indices**“; auf reuters.com vom 24. Mai 2012 (<http://blogs.reuters.com/felix-salmon/2012/05/24/artnets-silly-indices/>) (zuletzt abgerufen 02.01.2015).

<sup>2</sup>) Website zu Mei Moses® Indizes (<http://www.artasanasset.com/main/>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014).

<sup>3</sup>) Appraiser Workshops (2014) „**Mei Moses September Tracking Report**“; in: The Appraiser Workshop Blog 15.10.2014. (<http://appraiserworkshops.blogspot.de/2014/10/mei-moses-september-tracking-report.html>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

<sup>4</sup>) Jiangping Mei & Michael Moses (2002): „**Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces**“; American Economic Review, 92(5): 1656-1668.

<sup>5</sup>) LORNE MANLY and ROBIN POGREBIN (2014): „**Barbarians at the Art Auction Gates? Not to Worry**“ New York Times AUGUST 17, 2014 ([http://www.nytimes.com/2014/08/18/arts/design/barbarians-at-the-art-auction-gates-not-to-worry.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2014/08/18/arts/design/barbarians-at-the-art-auction-gates-not-to-worry.html?_r=0)) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

<sup>6</sup>) Jiangping Mei & Michael Moses (2004): „**Beautiful Asset: Art as Investment**“; Journal of Investment Consulting, Vol. 7, No. 2, pp. 45-51, 2005

<sup>7</sup>) Georg Imdahl (2010) „**Der schnelle Ruhm der Wasserleiche**“; in artnet, 10 Februar 2010, <http://www.artnet.de/magazine/was-ist-gute-kunst-qualitat-kriterien-kritik-1/> (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

<sup>8</sup>) William G. Morrison (keine Datumsangabe): „**Economics and Economic Perceptions of the Art Market**“ ([http://www.law.harvard.edu/faculty/martin/art\\_law/morrison.html](http://www.law.harvard.edu/faculty/martin/art_law/morrison.html)) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

<sup>9</sup>) Vgl. hierzu Ariane Mensger (Hrsg.) (2012) **Déjà-vu? Die Kunst der Wiederholung von Dürer bis YouTube**; Kerber Verlag Bielefeld / Berlin.

<sup>10</sup>) Vgl. hierzu Colin Gleadell (2012): „**How Damien Hirst tried to transform the art market**“; The Telegraph 21 March 2012 (<http://www.telegraph.co.uk/culture/art/art-features/9157252/How-Damien-Hirst-tried-to-transform-the-art-market.html>); sowie Ben Lewis (2009): „**The Great Contemporary Art Bubble**“; BBC-Video-Dokumentation; London

<sup>11</sup>) Zu Wolfgang Beltracchi vgl. die Artikelsammlung: „**Thema: Wolfgang Beltracchi**“ auf Welt.de (<http://www.welt.de/themen/wolfgang-beltracchi/>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

<sup>12</sup>) Vgl. Gerd Roos (2012): „**Im Labyrinth von Giorgio de Cirico**“; in: Ariane Mensger (Hrsg.) (2012) **Déjà-vu? Die Kunst der Wiederholung von Dürer bis YouTube**; Kerber Verlag Bielefeld / Berlin. S. 108-115

<sup>13</sup>) Walter Benjamin: „**Das Kunstwerk im Zeitalter seiner technischen Reproduzierbarkeit**“, deutsche Fassung 1939, in: ders., Gesammelte Schriften Band I, Frankfurt am Main 1980, <http://walterbenjamin.ominiverdi.org/wp-content/kunstwerkbenjamin.pdf> (zuletzt abgerufen 15.12.2014). Wörtliche Zitate: ebenda, S. 7.

<sup>14</sup>) Allison Schragger (2013): „**High-end art is one of the most manipulated markets in the world**“; in Quartz, July 11, 2013 (<http://qz.com/103091/high-end-art-is-one-of-the-most-manipulated-markets-in-the-world/>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014).

<sup>15</sup>) S.T. (BASEL) (2012): „**Why buy art?**“ The Economist Jun 22nd 2012 <http://www.economist.com/blogs/prospero/2012/06/art-market> (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

<sup>16</sup>) Rose Eveleth (2013): „**China Is Opening Around 100 Museums Every Year**“; in: smithsonian.com; May 21, 2013 <http://www.smithsonian.com/smart-news/china-is-opening-around-100-museums-every-year-74842851/> (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- <sup>17)</sup> Deloitte Luxembourg and ArtTactic (2014): **“Art & Finance Report 2014”**; S.93-94; <https://www.private-banking-magazin.de/uploads/fm/1415274809.art-finance-report.pdf> (zuletzt abgerufen 29.11.2014).
- <sup>18)</sup> Geetesh Bhardwaj and Adam Dunsby, SummerHaven Investment Management (2013): **“The Business Cycle and the Correlation between Stocks and Commodities”**, veröffentlicht bei SSRN (March 26, 2013) ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2005788](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2005788)). (zuletzt abgerufen 17.12.2014)
- <sup>19)</sup> Kris Devasabai (2014): **“Markowitz attacks hedge fund diversification claims”**; Risk magazine; 26 Feb. 2014 ([www.risk.net/risk-magazine/news/2330945/markowitz-attacks-hedge-fund-diversification-claims](http://www.risk.net/risk-magazine/news/2330945/markowitz-attacks-hedge-fund-diversification-claims)) (zuletzt abgerufen 27.08.2014).
- <sup>20)</sup> Vgl. hierzu John Kay (2014): **„The problem of finding fair value in fine art and finance”** Financial Times June 17, 2014 (<http://www.ft.com/cms/s/0/707ba5c2-f5f8-11e3-83d3-00144feabdc0.html>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014); sowie BBC News (2013): **“Abbey painting 'is Rembrandt self portrait”**; 18 March 2013 (<http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-21827478?>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014).
- <sup>21)</sup> Jens Beckert, Jörg Rössel (2014): **„Kunst und Preise. Reputation als Mechanismus der Reduktion von Ungewissheit am Kunstmarkt“**, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 56, 2004, S. 32-50.
- <sup>22)</sup> Olav Velthuis (2003): **“Symbolic meanings of prices: Constructing the value of contemporary art in Amsterdam and New York galleries”** in: Theory and Society 32; S. 181-215.
- <sup>23)</sup> Vgl. Hierzu: Ben Lewis (2009): **“The Great Contemporary Art Bubble”**; BBC-Video-Dokumentation; London
- <sup>24)</sup> Zu Francois Pinault vgl. Ole Grimm Weissert: **“Mon dieu!”** Handelsblatt Nr. 245 vom 19. Dezember 2014; S. 64-65
- <sup>25)</sup> Bendor Grosvenor (2014): **“Contemporary art is judged by its price tag not by aesthetics”**; Financial Times; November 18, 2014 (<http://www.ft.com/cms/s/0/ce063c76-6f32-11e4-8d86-00144feabdc0.html>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)
- <sup>26)</sup> John Sunyer (2014): **“Lunch with the FT: Jean Pigozzi”** Financial Times; August 22, 2014; (<http://www.ft.com/cms/s/0/f7fa22e8-287b-11e4-9ea9-00144feabdc0.html>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)
- <sup>27)</sup> Vgl. hierzu Christian Hechenröder (2014): **„Großes Herz und dicke Börse.“**; Handelsblatt Nr. 230 vom 28. November 2014; S. 76-77
- <sup>28)</sup> Vgl. Hierzu: Prospero (Kolumne) (2011): **“The wizards of the Warhol market”**; in “The Economist May 17th 2011 [http://www.economist.com/blogs/prospero/2011/05/contemporary\\_art\\_sales](http://www.economist.com/blogs/prospero/2011/05/contemporary_art_sales)) (zuletzt abgerufen 15.12.2014) sowie Ben Lewis (2009): **“The Great Contemporary Art Bubble”**; BBC-Video-Dokumentation; London
- <sup>29)</sup> Corinna Schulz (2013): **„Kunst ist eine stabile Geldanlage“**; Kölner Stadtanzeiger 21.04.2013 (<http://www.ksta.de/wirtschaft/kunstfonds---kunst-ist-eine-stabile-geldanlage-,15187248,22543098.html>) (zuletzt abgerufen 15.12.2014)

Weitere Informationen zu Auktionen wurden den Webseiten von Sotheby's (<http://www.sothebys.com/en.html>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014) sowie Christie's (<http://www.christies.com/>) (zuletzt abgerufen 26.11.2014) entnommen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: [info@long-term-investing.de](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Seiten 16-29: Karl-Heinz Thielmann. Die Bilder im Beitrag „Der Wert der Kunst“ entstanden in Straßburg, Karlsruhe, Frankfurt und Kopenhagen und zeigen teilweise stark verfremdete Ansichten moderner Kunstwerke.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## Rechtliche Hinweise:

### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 29.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 34.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 5.1.2015.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

### Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

### Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
  - Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
  - Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.
  - Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.
  - Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:
  - 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Disclaimer:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.