

## Kunstfonds als neue Investitionsklassen (Fortsetzung aus Kunstrechtsspiegel, Heft 2, 2008, S.63 ff.)

*Prof. Dr. Vitulia Ivone, Salerno*

**Inhalt: 1. Prämisse – 2. Der Kunstmarkt – 3. Die “geschlossenen Fonds als Investitionsinstrument” – 4. Perspektiven**

### 1. Prämisse

Die Kunstgüter als Gegenstand finanzieller Investitionen stehen schon seit einiger Zeit im Mittelpunkt des Bestrebens von vielen Anlegern.

Wie schon zuvor gesagt wurde, werden die Kunstfonds als ausgezeichnete Instrumente für die Realisierung einer Gemeinschaftsverwaltung von Spargeldern betrachtet.

Das italienische Gesetz entwirft für diese Art der Kunstfonds eine komplexe Organisationsstruktur zum Schutz der Anleger, die diese Form der kollektiven Investition wählen. Die grundlegenden Gesichtspunkte lassen sich folgendermaßen festlegen: 1) Der Investitionsfonds ist ein Fonds, der im Interesse der Teilhaber von Gesellschaften gegründet und verwaltet wird, die sich auf diesem Gebiet spezialisiert haben und über die spezifischen erforderlichen Kompetenzen verfügen; 2) der Gemeinschaftsfonds ist ein eigenständiges Vermögen einer Mehrheit von Teilhabern; 3) die von den Teilhabern aufgebrauchten Beträge werden von der Verwaltungsgesellschaft mittels einer oder mehrerer Emissionen von Anteilen in Finanzmittel, Kredite oder andere bewegliche oder unbewegliche Vermögenswerte investiert, gemäß einer dafür vorgesehenen Geschäftsordnung des Fonds; 4) die Finanzmittel und die flüssigen Gelder werden in einer Bank, der so genannten “Depotbank” verwahrt, die auch die von der Verwaltungsgesellschaft beschlossenen Transaktionen ausführt; 5) die Anteile haben alle den gleichen Wert und erkennen gleiche Rechte zu; 6) die Verwaltung des Fonds unterliegt einer Reihe von Kontrollen, die verschiedenen Organen anvertraut werden, wie der Depotbank, der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, der Banca d’Italia und der Consob<sup>1</sup> (Kontrollkommission für Akti-

engesellschaften und Börsen). Ein grundlegender Unterschied besteht zwischen offenen und geschlossenen Fonds. In den ersten, die wesentlich häufiger auftreten, können die Anleger zu jeder Zeit Anteile des Fonds zeichnen, deren Betrag zum Zeitpunkt seiner Gründung nicht vorher festgelegt worden ist; gleichzeitig haben die Teilhaber das Recht, zu jeder Zeit die Rückerstattung des Anteils zu verlangen, gemäß der von den Verwaltungsnormen des Fonds vorgesehenen Modalitäten. Im Vergleich dazu kennzeichnen sich die geschlossenen Fonds dadurch, dass die Teilhaber nicht beliebig ein- und austreten können wie in den offenen Fonds: der Betrag des Fonds wird zum Zeitpunkt seiner Gründung festgelegt und muss mittels einer einzigen Emission der Anteile aufgebracht werden, die innerhalb von höchstens 18 Monaten zu zeichnen sind. Es ist zu bemerken, dass dieser Fonds auf eine Zeitdauer von höchstens 30 Jahren beschränkt ist und dass heute nicht mehr die Verpflichtung besteht, die geschlossenen Fonds zu benutzen, wenn das Vermögen in unbewegliche Vermögensgüter oder in dingliche Rechte an unbeweglichen Sachen investiert wird. Angesichts dieser Voraussetzungen fragt man sich, ob diese Instrumente— die für In-

---

ihrer Funktionen über eine besondere Autonomie verfügt Sie wurde mit dem Gesetz N.216 vom 7.Juni 1974 als Staatsverwaltung eingerichtet, womit sie auf dem Gebiet der Aktienbörsen die Funktionen übernimmt, die bisher vom Schatzministerium wahrgenommen wurden, und Kontrollen über notierte Gesellschaften durchführt. 10 Jahre später wird die CONSOB mit dem Gesetz N.281 vom 4. Juni 1985 eine unabhängige Behörde, welcher öffentliche Rechtspersönlichkeit und eine umfassende organisatorische und funktionale Autonomie zuerkannt wird.

Die CONSOB übermittelt bis zum 31.März jedes Jahres einen Bericht über die durchgeführte Tätigkeit, die laufenden Angelegenheiten und die richtungsweisenden Linien und Tendenzen. Dieser Bericht wird den Marktakteuren während eines jährliche Treffens präsentiert. Spätestens bis zum 31. Mai übermittelt der Minister dem Parlament den Bericht mit möglichen eigenen Anmerkungen. Die CONSOB reglementiert mit eigenen Bestimmungen ihre Organisation und Arbeitsweise, die juristische Position und Entlohnung des Personals und die Berufsordnung sowie die Verwaltungskosten. Für diese Bestimmungen ist auch eine Rechtmäßigkeitsprüfung vom Präsidium des Ministerrats vorgesehen. Außerdem führt der Rechnungshof eine Kontrolle der Abschlussbilanz durch. Die CONSOB führt Aufgaben aus, die ihr vom Gesetz übertragen werden, indem sie Bestimmungen erlässt und Verwaltungstätigkeiten ohne Sachprüfung seitens der Regierung ausübt.

<sup>1</sup> Die CONSOB (staatliche italienische Börsenaufsichtsbehörde) ist eine unabhängige Behörde, die bei der Durchführung

vestitionsformen von Spargeldern gedacht sind – den Anforderungen einer wirksamen und geschützten Vermarktung von Kunstwerken gerecht werden können, das heißt einer Vermarktung, die mit Hilfe von unabhängigen Experten und gemäß der Kriterien einer "völligen und absoluten Transparenz" stattfinden sollte<sup>2</sup>.

Die Analyse der Erfahrung der Vereinigten Staaten von Amerika hat gezeigt, dass die Kunst als eine "neue Investitionsklasse definiert werden kann"<sup>3</sup>. Investitionsfonds wirken bereits seit 2002 auf dem Markt der Kunstgüter, wobei sie das Ziel verfolgen, durch Transaktionen ein systematisches Wachstum des gesammelten Vermögens zu garantieren. Die Beteiligung an Fonds wird als gültige Alternative zum Aktien-, Obligationen- und Immobilienmarkt gesehen, da diese das Risiko reduzieren und einen "angemessenen Gewinn" der Beteiligungsinvestition garantieren.

Im Besonderen hat eine erneute Annäherung der *merchant banks* an den Kunstmarkt eine Zunahme der Angebotstätigkeit hervorgehoben, die sich am eigenen Abnehmerkreis orientiert und eine Reihe von Diensten zur Verfügung stellt, die der Errichtung und Aufrechterhaltung von Kunstsammlungen dienen, wie zum Beispiel die Realisierung von Finanzierungsformen, die beim Erwerb dieser Güter Garantien gewährleisten<sup>4</sup>.

Die "Informationen" über den Kunstmarkt und seine potenziellen Entwicklungen spielen hierbei eine grundlegende Rolle: Es ist klar, dass der Erwerb von Daten und Informationen über diesen Sektor unentbehrlich für qualifizierte Finanzunternehmen sind, die beschlossen haben, den Bereich ihrer Investitionstätigkeit auf die Welt der Kunst auszudehnen. Diese "spezialisierten Marktakteure", die zu Gründern von Fonds werden, die einem qualifizierten Anlegerpublikum vorbehalten sind, arbeiten in Wirklichkeit mit der Sammlung von Zeichnungen, die zu Investitionen im Kunstmarkt bestimmt sind<sup>5</sup>.

Diese Operationen sind dank einer vorausgehenden Tätigkeit möglich, die sich auf die Informationen über die allgemeine Preisentwicklung dieser Güter, auf den Vergleich von Kunstwerken verschiedener Art und auf das Verhältnis zwischen der besagten Preisentwicklung und dem Börsenmarkt konzentriert<sup>6</sup>.

Diese vorbereitenden Tätigkeiten beruhen auf der Beratung von Fachleuten, die auf dem Gebiet des Kunstmarkts erfahren sind.

## 2. Der Kunstmarkt

Der Marktbegriff ist den Juristen wohlbekannt. In der Wirtschaft bezeichnet der Markt den Ort (auch in einem nicht physischen Sinn), der für die Vollziehung des Wirtschaftsaustausches des wirtschaftlichen Bezugssystems bestimmt ist. Laut einer anderen Definition ist der Markt das Zusammenführen von Angebot und Nachfrage, d.h. von Käufern und Verkäufern. Mit ähnlichen Worten wird der Markt als Treffpunkt von Angebot und Nachfrage definiert. Mit dem wachsenden Interesse an dieser Disziplin hat die Entwicklung der spezifischen Marktbereiche immer mehr Beachtung gefunden. Für diese spezifischen Märkte gelten funktionelle Merkmale des Ablaufs und der Organisation, die sich schließlich individuell oder auch im Vergleich zu anderen analysieren lassen. Man spricht deshalb im Plural von "Märkten", da es nicht nur eine Pluralität gibt, solange eine Pluralität von unabhängigen Wirtschaftssystemen (wie den nationalen Systemen) besteht. Auch innerhalb eines Wirtschaftssystems lassen sich vorhersehbare und analysierbare Bewegungen von Wirtschaftssubjekten erkennen, die in den Kategorien von Lokalisierung, Typologie, Modalität und zahlreichen anderen Merkmalen zusam-

2 Vgl. F.CAPRIGLIONE, I fondi chiusi di beni d'arte, in *Contratto e impresa*, Nr.3, 2007, S.745

3 Vgl. insbesondere die zwei Reflexionen von AP, *The art of Investing In a Creative Work goes by the numbers*, in *The Wall Street Journal*, 24. Mai 2001 und GUTNER, *Funds to please the eye*, in *Business week*, 14. Februar 2005.

4 In diesem Sinn, OPDYKE, *Funds Target Art as New Asset Class*, in *The Wall Street Journal*, 10 november 2004.

5 Der Markt der Vereinigten Staaten von Amerika verzeichnet das namhafte Beratungsunternehmen "Fernwood Art Investment LLC", das zwei Fonds eingerichtet hat, die qualifizierten Anlegern vorbehalten sind. Das Merkmal eines solchen Fonds ist die Unabhängigkeit von der Oberaufsicht des amerikanischen Überwachungsorgans sowie die Umgehung der

Vorschriften, die die Veröffentlichung der wirtschaftlichen Erträge betrifft. Diese Umstände betonen die besondere begünstigende juristische Handhabung der Kunstfonds im amerikanischen System. Die Fernwood Art Investment LLC hat erst kürzlich eine Sammlung von Zeichnungen vorgesehen, die zu spezifischen Investitionen in der Kunstwelt bestimmt sind.

6 Viele nordamerikanische Wissenschaftler haben "Indizes" erstellt, anhand derer Preisänderungen von Kunstgütern beurteilt und ihre möglichen Entwicklungslinien geplant werden können. In einer Studie von 2005 von den Analysten MEI und MOSES (in GINSBURG-MEI-MOSES, *On the Computation of Price Indices*, New York) wurde festgestellt, dass bei einer Gegenüberstellung der Erträge von Meisterwerken und zweit-rangigen Werken die Steigerungsrate des Wertes der zweit-rangigen Werte wesentlich höher ist als die der bedeutenden Werke.

mengefasst werden können<sup>7</sup>. So ergeben sich die regionalen Märkte (wobei man unter "Region" einen bedeutenden Teil des allgemeinen Systems, was Qualität oder Quantität der Subjekte oder des Handelsverkehrs betrifft, versteht) oder die internationalen Märkte. Ein älterer Ansatz erkannte anhand des Handelsgegenstandes eine erste Unterscheidung zwischen dem Wertpapiermarkt (heute als Kapitalmarkt bekannt) und dem Immobilienmarkt. Andere Unterscheidungen betreffen die (auch praktische) Art, mit der der Handel vollzogen wird (zum Beispiel der junge telematische Markt, der sich vom traditionellen Markt unterscheidet).

Auf dem Markt erfolgen die Verhandlungen zwischen den Wirtschaftssubjekten, der Handelsverkehr und die Preisbildung: Dieser wird nicht mehr als ein "Ort" betrachtet, sondern zeigt eine Gesamtheit von Marktakteuren an, die mühelos untereinander interagieren können, wobei die räumliche Distanz keine Rolle spielt<sup>8</sup>.

Laut einer bewährten Doktrin<sup>9</sup> liegt das Merkmal des Marktes darin, dass er ein geeignetes Instrument ist, um eine effiziente Nutzung und eine gerechte Verteilung der wirtschaftlichen Ressourcen zu realisieren, indem die Verwaltung der verfügbaren Güter der Entscheidung einzelner Individuen entzogen und einem kollektiven und unpersönlichen Mechanismus übertragen wird. Auf dem Gebiet der gemeinsamen Investitionsfonds hat der Gesetzgeber erklärt, dass die Investition nur für die Güter zulässig ist, die als Gegenstand wirtschaftlicher Verhandlungen auftreten können, und damit geeignet sind, von anderen Marktakteuren erworben oder von diesen verkauft zu werden, wenn Angebot und Nachfrage zusammentreffen. Immer wenn ein Gut, das handelsfähig und für Wirtschaftssubjekte von Belang ist, vorliegt, kann ein gemeinsamer Investitionsfonds in Anspruch genommen werden.

Daneben ist zu berücksichtigen, dass die auf dem Markt gegenwärtige Anzahl von Marktakteuren den Funktionsmechanismus zwar teilweise beeinflussen kann, sich aber nicht auf seine Natur und Qualität auswirken, oder sogar

dessen Existenz selbst beeinträchtigen kann<sup>10</sup>. Für das spezifische Gebiet des Kunstmarkts sei einleitend erklärt, dass man von Kunstmarkt spricht, wenn Werke vorliegen, seien es Gemälde, Skulpturen oder andere Erscheinungen des Genies eines Künstlers, die in den Bereich des Begriffs des Gutes laut Art. 810 des Bürgerlichen Gesetzbuches<sup>11</sup> fallen.

Die Eignung der Kunstwerke, von Marktakteuren erworben und verkauft zu werden, wird von der Sonderregelung verlangt, damit solche Güter als Investitionsgegenstand eines gemeinsamen Fonds in Frage kommen können.

Von einem konkreten Gesichtspunkt aus ist das Verhältnis zwischen Nachfrage und Angebot zu berücksichtigen, und damit die konkreten Möglichkeiten des Zusammentreffens von Marktakteuren. Im Bereich des Kunstmarkts umfasst die "Nachfrage" sowohl einen Konsum- als auch Investitionsbedarf: Das Kunstgut behält seine Merkmal in der Zeit unverändert bei, da es keine Abnutzungserscheinungen und Wertverluste wie viele andere Güter (zum Beispiel das Auto) erfährt. Deshalb wird sich die Nachfrage nie erschöpfen, solange die Verbraucher das Bedürfnis verspüren, ein Gut zu erwerben, um ihren Schönheitssinn zu befriedigen oder in ein wertbeständiges Gut zu investieren. Das "Angebot" als Verfahren desjenigen, der die Ware auf den Markt strömen lässt, ist sowohl

10 Man denke an den Markt, auf dem nur ein einziger Marktakteur auf Seiten der Nachfrage gegenwärtig ist, wie zum Beispiel der Markt für Militärgüter, die den Staat als einzigen Erwerber sehen, oder auf Seiten des Angebots, wie zum Beispiel die Elektrizitätsgesellschaften: In diesen spezifischen Fällen ist zwar nie an der Existenz eines –wenn auch monopolistischen– Marktes gezweifelt worden, aber von einem Markt mit "anormalem" Verlauf gesprochen worden. Es ist klar, dass im monopolistischen Markt Missbräuche von Seiten des stärksten Marktakteurs häufig sind.

11 Wie bekannt ist, ist es fraglich, ob Art.810 alle möglichen Bedeutungen des Wortes "Güter" betrachtet, und zwar in dem Sinn, in dem es im gemeinen und auch im juristischen Wortschatz verwendet wird, um Begriffe unterschiedlicher Bedeutung zu bezeichnen. Die Lebensgüter oder die Vermögensgüter einer Person, wie Diskretion, Image oder Zukunftsperspektiven sind Güter, aber keine Sachen. Güter wie Kredite, die zum Vermögen eines Subjekts gehören, Eventualrechte, bedingte Rechte, zukünftige Güter sind Güter, aber keine Sachen. Deshalb kann mit dem Begriff "Gut" sowohl der objektive Bezugspunkt von zahlreichen und unterschiedlichen Rechtslagen beziehungsweise diejenigen Rechtslagen bezeichnet werden, die in ihrer Objektivität und von einem anderen Gesichtspunkt aus betrachtet werden, als auch direkt Interessen und Werte, die einen subjektiven Wert haben. So IANNARELLI, Profili generali, in Beni, interessi, valori, nell'opera collettiva Diritto privato europeo, hrsg. von N.Lipari, Vol.I, S.373. Vgl. auch BIONDI, I beni, in Tratt.dir.civ., geleitet von Vassalli, IV, I, Torino, 1953; PESCATORE, Dei beni, in PESCATORE-ALBANO-GRECO, in Comm.del cod.civ., III, I, Torino, 1968; RESCIGNO, Manuale di diritto privato, Milano 1980; TORRENTE, Manuale di diritto privato, Milano, 1985.

7 Unter den Forschern, die sich mit diesem Thema beschäftigt haben, ist zu nennen IRTI: Autonomia privata e forma di Stato, in Riv.dir.civ., 1994; L'ordine giuridico del mercato, Bari, 1998. Vgl. auch OPPO, Codice civile e mercato, in Principi e problemi del diritto privato. Scritti giuridici, VI, Padova, 1979.

8 So BAUMAN, Modernità liquida, Bari 2002. Dieser Autor betont die Befreiung des modernen Menschen von den vorherbestimmten sozialen Rollen der Zugehörigkeit zu einer Gemeinschaft.

9 IRTI, letztzitiertes Werk, S. 23.

vom Gesichtspunkt des Kunsthändlers (derjenige der sich professionell und beständig mit Kunst beschäftigt) zu verstehen, als auch vom Gesichtspunkt des Akteurs unius negotii (der sich am Markt beteiligt, um fern jeder organischen Unternehmerlogik einzelne Geschäfte abzuschließen). Diese Profile unterscheiden sich auch in den Bedürfnissen, die das Angebot begründen: Die Händler suchen nach einer Maximierung ihrer Profite, während die einzelnen Abnehmer einen Betrag ihres Vermögens investieren wollen.

Die positive Feststellung der Existenz der angemessenen Bedingungen für das Angebot und die Nachfrage von Kunstgütern führt zur Überlegung, ob auch die Bedingungen für das Zusammentreffen dieser bestehen. Die Hauptfaktoren, die sich auf die Erfüllung des Austauschverhältnisses zwischen Angebot und Nachfrage auswirken, sind in gesetzlichen Bestimmungen aufgeführt: Man denke an die Gesetzesverordnung Nr.42 vom 22.Januar 2004, das heißt den Kodex der Kultur- und Landschaftsgüter, der den Schutz und die Aufwertung des Kulturgutes verfolgt. In Ausführung des Art.9 der Verfassung regelt dieses Gesetz das System des Transfers von Kulturgut: Im Besonderen schreibt Art.59 eine Auskunftspflicht, genannt "Transfer-Erklärung" vor und Art.60 sieht ein Vorkaufsrecht zugunsten des Staates vor<sup>12</sup>.

Unter einem anderen Gesichtspunkt legt Art.70 einen "Zwangskauf" von Seiten des Staates bezüglich der Güter fest, für die die notwendige Genehmigung für den freien Verkehr des Gutes oder den endgültigen Austritt desselben aus dem nationalen Hoheitsgebiet beantragt worden ist.

Diese Sonderregelung beschreibt eine Interventionsform des Staates, die nicht in den korrekten Ablauf der privaten Verhandlungen eingreift, das gilt auch für die Operativität von Kunstfonds.

### 3. Die "geschlossenen Fonds" als Investitionsinstrumente

In Italien gewinnen die "gemeinsamen Kunstfonds" im Diversifizierungsprozess des Angebots von Investitionsprodukten an Bedeutung, die sich als gültige Alternative in der Auswahl der Zusammensetzung von Finanzportfolios erweisen<sup>13</sup>. Diese Möglichkeit ist aber erst dann gegeben, wenn die betreffenden Fonds den Vorschriften des allgemeinen Rechtssystems entsprechen; nur somit kann sich die Operativität und die nachfolgende Legitimität bestätigen. Die Inanspruchnahme von "geschlossenen Fonds" als Investitionsform in Kunstgüter ist gerechtfertigt, da dieser ein Instrument ist, durch das man sowohl von der unmittelbaren Neubewertung der Güter als auch von der Barauszahlung ihres Wertzuwachses profitieren kann<sup>14</sup>. Von einem analytischeren Gesichtspunkt aus sind diese positiven Auswirkungen das Ergebnis einiger unabdingbarer Voraussetzungen: Die Güter müssen erstens einer *technischen Relation* unterzogen werden, die deren Echtheit bezeugt und auch für deren Erwerb erforderlich ist. Es handelt sich um Recherchen von Fachleuten, die die zweckmäßige Einordnung der Kunstgüter in den Bereich schon existierender Kunstsammlungen und damit in das künstlerische Panorama einer bestimmtem historischen Epoche testieren müssen.

Neben diesem technischen Element sieht der Fonds auch die Möglichkeit vor, in ihm vorhandene Güter kurzfristig zu verkaufen.

Die erste Phase sieht die Bestimmung des tatsächlichen wirtschaftlichen Wertes des betreffenden Gutes durch eine Expertise professioneller und unabhängiger Sachverständiger für die Vermögensbewertung vor. Mit dieser Vorprüfung kann der Fonds im Folgenden Ankäufe zu wahren Preisen realisieren: Damit wird in kurzer Zeit ein "Mehrwert" im Verhältnis zum bezahlten Gegenwert erzielt und ein konkreter Gewinn aus den durchgeführten Anlageinvestitionen geschöpft. Vom Gesichtspunkt des Vor-

12 Das Gesetzbuch diktiert ein spezifisches Verfahren, gemäß dem der Veräußerer dem Landesdenkmalpfleger des Ortes, wo sich die Güter befinden, eine Transfererklärung vorlegt. Nach Erhalt der Erklärung informiert dieser die zuständigen Gebietskörperschaften, welche innerhalb von 20 Tagen im Ministerium ein Vorkaufsangebot einreichen können. Das Ministerium kann das Vorkaufsrecht in Anspruch nehmen oder darauf verzichten, wobei es der interessierten Körperschaft dazu die Bewilligung erteilt. In jedem Fall wird das Vorrecht innerhalb von 60 Tagen nach Erhalt der Erklärung ausgeübt.

13 Vgl. CAPRIGLIONE, I fondi chiusi di beni d'arte, in *Contratto e impresa*, Nr.3, 2007, S.748

14 Traditionsgemäß hat die Rechtswissenschaft die Bezugsnormen für die Bewertung von gemeinsamen Investitionsfonds bezeichnet: Vgl. unter anderen PIANCA-CARDIN-DECIMA, *Su alcuni criteri per la valutazione della performance dei fondi comuni di investimento*, in *Il risparmio*, 1998, Fasz.4, S.733ff.; zu den möglichen Verwendungen der gemeinsamen Fonds vgl. COLOMBINI-MANICINI-MANNUCCI, *La performance dei fondi comuni di investimento*, Roma, 2005.

gehens aus kann der Fonds nach Maßgabe von einigen Disziplinarregelungen<sup>15</sup> den Verkauf der ihm zur Verfügung stehenden Kunstwerke erst nach korrekter Durchführung der ersten Phase einleiten.

Deshalb kann behauptet werden, dass der "geschlossenen Fonds" ein geeignetes juristisches Element für die Verfolgung des Investitionszwecks darstellt: Die detaillierte Definition der funktionellen Merkmale der verschiedenen Phasen bedingt eine ordentliche Verwaltung der Kunstgüter, die auf den Grundsätzen der Klarheit, Vollständigkeit, Synthese und Kohärenz gründet. Somit erscheint die von der *Geschäftsordnung* ausgeübte Funktion klar: Sie definiert die Merkmale des Fonds, regelt dessen relevante Aspekte, bezeichnet das Beteiligungsverhältnis, das die Unterzeichner an den Fonds bindet und bestimmt dessen konkreten Betrieb.

Außerdem hat diese den am Fonds beteiligten Interessenträgern (Kapitalinhabern) einen angemessenen Schutz zu garantieren.

Wichtig ist auch die Kontrollqualität der Aufsichtsbehörde, die aufgrund eines von der Norm dazu bestimmten Bewilligungsverfahren<sup>16</sup> befugt ist, eine präventive Prüfung der Struktur und des Inhalts der oben genannten Regelung durchzuführen.

Ein anderer wichtiger Aspekt ist die Präsenz einiger Indikatoren, die in Betracht zu ziehen sind: Erstens besteht für die Subjekte, die die Fonds gründen, die Verpflichtung, die Formen der Risikoanhäufung einzugrenzen; zweitens die Möglichkeit, die Zahl der Fondsteilnehmer einzuschränken<sup>17</sup>, indem die Präsenz nur qualifizierten Marktakteuren vorbehalten wird.

Es handelt sich um strukturelle Merkmale der gemeinsamen Investitionsfonds, die die Gültigkeit derer Verwendung bestätigen und für die Realisierung von "geschlossenen Kunstfonds" sprechen.

Eine Präzisierung: das Kunstwerk als ein "wertbeständiges Gut"<sup>18</sup> und damit die Investition in

dieses als ein vorteilhaftes Geschäft zu betrachten, darf nicht die alternative Nutzung von "Spekulationsfonds" zulassen, welche von den strengen Vorschriften absehen können, die auf die Norm über die allgemeinen Kriterien der Investitionsfonds Bezug nehmen.

Spekulative Fonds verfolgen den Zweck, eine absolute, marktunabhängige Rendite zu erzielen, die dank der freien Wahl der zu verwendenden Investitionsstrategien und Finanzmittel erzielt werden kann<sup>19</sup>.

Deshalb scheint es klar, dass diese Art von Fonds nicht den oben aufgezählten Erfordernissen von Klarheit, Transparenz und Kohärenz entsprechen kann, die für die "gemeinsamen Investitionsfonds" notwendig sind.

#### 4. Perspektiven

Die zentrale Rolle unseres Landes in der globalen Bewegung der Kunstgüter erlaubt die Annahme, dass es im aktiven Markt dieser Güter eine Vorzugsstellung für die angesehensten Auktionshäuser einnimmt. Die Verhandlungsaktivitäten, die die Kunstgüter betreffen, sind nur in Bezug auf bestimmte Vorbedingungen möglich, die keinen Anlass zu Unklarheiten über die Qualität der Produkte und die Angemessenheit der entsprechenden Preise geben, wobei Widersprüchlichkeiten hinsichtlich des wirtschaftlichen Werts der Käufe, die die Anleger zu tätigen beabsichtigen, vermieden wird.

Es ergibt sich also die Notwendigkeit, die Bedingungen der Transparenz zu erfüllen, die das

gemeiner vor den Risiken, die gewöhnlich mit Wertpapierinvestitionen verbunden sind. Zum Thema der Auswirkungen von Inflationsrisiken auf die Wahl der Investitionsform vgl. IN-SIGNA, *L'inflazione e la decisione d'investimento*, in Riv. it. rag. e econ. aziendale, 1983, S.348 ff.

Das wichtigste "wertbeständige Gut" sind sicher die Immobilien, die in den letzten Jahrzehnten eine konstante Zuwachs verzeichneten: In diesem historischen Moment sind die Immobilien jedoch Investitionen, die aufgrund der Wirtschaftskrise keine einfache Liquidität zeigen und hohe Verwaltungskosten bedingen. Die anderen "wertbeständigen Güter" kennzeichnen sich durch die einfache Transportfähigkeit, die ästhetische Zufriedenstellung und dadurch, dass der Wert des investierten Kapital während eines langen Zeitraums geschützt wird.

19 LIERA, *Tutti gli strumenti del risparmio*, in *Il Sole24 Ore*, Milano, 2007, Nr.72. Dort wird festgestellt, dass die "Handlungsfreiheit im Wesentlichen das Vorrecht dieser Fonds ist, völlig oder teilweise von den Verboten und den Vorsichtsmaßnahmen zur Risikoeinschränkung und -streuung abzuweichen, die für die traditionellen Fonds vorgesehen sind". Dieses Vorrecht wird von den verschiedenen gesetzlichen Bestimmungen, die in jedem Land die Verwaltung von Spargeldern regeln, anerkannt.

15 Gemeint ist hier die Verfügung der Banca d'Italia vom 14. April 2005, "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", Titolo V, Capitolo I, sezione I – Criteri generali per la redazione del regolamento.

16 ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, hrsg. von A.Capriglione, Padova, 2005, Bd. II, S.285 und ff.

17 COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale diretto da G.Cottino*, Padova, 2004.

18 Der Begriff des "wertbeständigen Gutes" ist als materielles Instrument zu verstehen, in das Spargelder investiert werden können, um diese vor Inflationsrisiken zu schützen, oder all-

korrekte Verhalten der Marktakteure und die Verbreitung einer Informationskampagne betreffen. Damit soll verhindert werden, dass der geordnete Ablauf der Marktoperationen nicht gestört und die Ordnungsmäßigkeit der Initiativen derer, die sich daran beteiligen, gewährleistet wird.

Deshalb wird die Präsenz von angesehenen Auktionshäusern nur durch die Präsenz der oben genannten Voraussetzungen garantiert, die einen sehr wichtigen, aber auch schwierigen Handelsaspekt betreffen, da dieser auf der Stabilität und der Sicherheit in den Verhandlungen und der Gewissheit der Werte der Güter und der ihnen zugeordneten Preise beruht<sup>20</sup>. In diesem Zusammenhang ist hinzuzufügen, dass der konstante Kauf/Verkauf-Fluss von Kunstgütern durch Auktionshäuser nach einer vorgängigen – und systematischen – Verzettelung der Werke vorgeht. Diese Aufgabe wird Experten übertragen, die mit der Wertschätzung die stilistischen Merkmale, die Echtheit und damit den künstlerischen Wert der von ihnen zu bewertenden Güter ermitteln: Sie bestimmen deren Handelspreis anhand zahlreicher Kriterien<sup>21</sup>.

Der Begriff des "aktiven Marktes" wird auch durch ein weiteres Element bereichert, nämlich durch die Angabe der Preise der Kunstgüter, die sich aus der Umsatztätigkeit in den internationalen "Verkaufsausstellungen" für Kunstwerke und Antiquariat erschließen lassen, die nun auch online zur Verfügung stehen<sup>22</sup>. Auf diesem Gebiet wird das zunehmende Interesse einzelner Liebhaber und Handelsexperten am Kunstmarkt erfasst, der sich so weiter ausdehnt.

In diesem Zusammenhang spielt das Gut "Information" eine herausragende Rolle, d.h. der freie Zugang von Seiten der Allgemeinheit der Subjekte, die beabsichtigen, als "Geschäftspartner" in den Marktverhandlungen aufzutreten: Das bedeutet die Inanspruchnahme einer Organisationsklausel des "Kunstmarktes", die der Betriebslogik eines geschlossenen Fonds zugrunde zu legen ist und die eine größtmögliche Verbreitung der Informationen über die betreffen-

den Handelsgüter erlaubt.

Die jüngsten Verfügungen der Banca d'Italia<sup>23</sup> zur Einführung von geschlossenen Fonds als Investitionsorgane in unser Land stellen eine deutliche Tendenzwende dar.

Es ist also die Möglichkeit gegeben, diese Art von Fonds am Markt einzuführen, um das Angebot an Investitionen zu vergrößern und denjenigen zur Verfügung zu stellen, die ihr Vermögen anlegen wollen.

20 CAPRIGLIONE, letztzitiertes Werk, S.759.

21 Es geht hier um die Möglichkeit, ein Werk mit Gewissheit einem bestimmten Autor zuzuordnen, unter Berücksichtigung der Bedeutung dieses Autors im Kontext einer bestimmten Schule, eines Kreises oder künstlerischen und kulturellen Milieus, der Feinheit seiner Ausführung, der Epoche, in der es angefertigt worden ist, etc.

22 Im Netz kann man eine "parallele Welt" finden, die in der letzten Zeit die Verbreitung von neuen Formen der Auktion erlebt hat, die dazu bestimmt sind, allgemeine Bedürfnisse ästhetischer und kultureller Natur zu befriedigen. Vgl. E-BAY.

23 Es geht hier um den Fonds "Pinacotheca", der "Gemälde zweitrangiger Künstler vom 15. bis zum 19. Jahrhundert" zum Gegenstand seiner Aktivität hat. An diesem Projekt arbeitet die Verwaltungsgesellschaft Vegagest (gruppo Carife – Cassa di Risparmio di Ferrara) in Erwartung einer öffentlichen Erklärung der Bankitalia. Es handelt sich um den ersten Fonds in Italien, der in Kunstwerke investiert und ausschließlich für institutionelle Anleger bestimmt ist. Das Management der Verwaltungsgesellschaft leitet die Sammlung und hat gleichzeitig das Businessmodell und die Investitionsstrategien verfeinert, von denen jedoch das Gebiet der zeitgenössischen Kunst ausgeschlossen ist, da es unbeständig und daher von höheren Risiken als historische Kunstwerke betroffen ist. Die Anlageklasse "Kunst" wird so mit anderen Investitionsformen verglichen, aber um zu verstehen, mit welchem Instrument das Risiko dieser Investitionsart zu bewerten ist, haben zwei Dozenten der New York University Daten über die Transaktionen von Gemälden gesammelt, die seit 1950 von den Auktionshäusern Christie's und Sotheby's von New York verkauft worden waren, um die Preisschwankungen der Werke in den sogenannten "wiederholten Verkäufen" zu rekonstruieren. Das Ergebnis dieser Forschung ist der Index Mei-Moses All Art Index (nach den beiden Forschern benannt), welcher fähig ist, die Performance des Kunstmarktes in der Zeit zu messen; ein regelrechter Benchmark, aufgrund dessen es möglich ist, den Ertrag eines Kunstwerkes mit dem Ertrag eines Finanzproduktes zu vergleichen.