

Investment: Wald und Holz als neue Anlageklasse

In den nächsten Jahren werden Forstinvestments deutlich an Bedeutung gewinnen

Von Markus Grulke¹, Timm Tennigkeit² und Markus Vogt³, Freiburg

Dieser Beitrag basiert auf der langjährigen Erfahrung der Autoren im Bereich Forstinvestments (Durchführbarkeitsstudien, Due Diligence, Projektentwicklung). Er versucht einen differenzierten Überblick über Akteure sowie Chancen und Risiken dieser Anlageklasse zu geben.

Die Anlageklasse Wald und Holz ist in Europa noch relativ neu. Dieses in Nordamerika seit Jahrzehnten gehandelte Kapitalmarktprodukt nimmt jetzt aber auch bei uns an Fahrt auf und wird zusehends in der Forst- und Finanzfachwelt diskutiert.

Wie bei jedem neuen Geschäftsfeld ist die Basis dessen, was als gemeinsames Wissen zum Thema unterstellt werden kann noch relativ dünn, und die Bewertungen der Chancen und Risiken sind sehr verschieden. Während ein ehemaliger Forstminister eines waldreichen Flächenlandes von der Kapitalanlage in Wald und Holz abrät (vgl. Holz-Zentralblatt Nr. 4 vom 29. Januar, S. 85), finden sich immer mehr Projektentwickler und Finanzdienstleister, die in dieser Anlageklasse aktiv sind.

Argumente für die Anlageklasse Wald und Holz

Kapitalanlagen in Wald und Holz werden verschieden bezeichnet: Timberland, Timberinvestments, Forst- oder auch Waldinvestments. So unterschiedlich die Bezeichnungen für diese Anlageklasse sind, so unterschiedlich sind auch die Kapitalmarktprodukte. Gemeinsam ist diesen Produkten jedoch, dass sie mit den nachstehenden Argumenten für sich werben:

▼ **Hohe Rendite:** Mit Verweis auf den nordamerikanischen NCREIF-Timberland Index (NCREIF = National Council of Real Estate Investment Fiduciaries vgl. www.ncreif.com), der in den letzten 20 Jahre durchschnittlich jährlich um 15 % gestiegen ist, werden von den Anbietern von Forstinvestments oftmals zweistellige Renditen prospektiert.

▼ **Geringe Volatilität:** Die Wertentwicklung von Wald und Holz ist wenig volatil (schwankend).

▼ **Geringes Risiko:** Einer weltweit steigenden Nachfrage nach Holz und Holzprodukten stehen abnehmende Waldflächen gegenüber.

▼ **Optimale Portfolio-Diversifikation:** Forstinvestments korrelieren nicht mit der Wertentwicklung von anderen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen oder Immobilien. Deswegen eignet sich diese Anlageklasse ideal zur Portfolio-Diversifizierung und zur Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles (vgl. University of Chicago Investment Office: Investing in Timber, 2007, und DWS Access Global Timber, 2008).

▼ **Werterhalt/Kapitalerhalt:** Die Besonderheit von Waldflächen ist, dass diese gleichzeitig Produktionsstätte und Warenlager sind. Sollten die Holzpreise vorübergehend fallen, werden die Bäume stehen gelassen. Bis sich die Preise erholt haben, wird im Warenlager durch biologisches Baumwachstum weiter produziert und der Lagerwert nimmt zu.

▼ **Rendite-Hebel:** Mehrere Faktoren können die forstliche Rendite hebeln: Vertikale Integration, Steigerung der Landpreise, Steigerung der Holzpreise, Verkauf von Emmissionszertifikaten.

Neben diesen finanzstrategischen Argumenten werden die positiven ökologischen (Klima, Wasserhaushalt, Biodiversität) und sozialen (Arbeitsplätze in strukturschwachen Räumen) Wirkungen von Investitionen in Forstvorhaben betont.

¹ Dr. Markus Grulke ist Geschäftsführer des Freiburger Beratungsunternehmens Unique forestry consultants

² Dr. Timm Tennigkeit leitet den Arbeitsbereich „New Forest Business“ bei Unique

³ Markus Vogt ist seit einem Jahr bei Unique zuständig für Investorenkontakte und war davor im Vertrieb und in der Unternehmenskommunikation bei Stora Enso

Regionen im Fokus

Vor allem in Nordamerika und in Ozeanien (Australien, Neuseeland) hat die institutionelle Kapitalanlage in Wald und Holz eine jahrzehntelange Tradition. Hier finden sich sowohl die großen Timos (Timberland Investment Management Organisations) als auch viele auf dem Markt verfügbare Anlageobjekte (Wälder und Holzindustrie). Kapitalgeber sind in erster Linie institutionelle Investoren mit langfristigen Anlagehorizonten, wie z.B. Pensionsfonds, Versicherungen oder Stiftungen.

Weitere in den letzten Jahren zusehends an Bedeutung gewinnende Regionen sind die so genannten Emerging Markets (aufstrebende Märkte). Forstinvestments in Emerging Markets sind fokussiert auf Lateinamerika (Brasilien, Chile, Uruguay, Argentinien, Costa Rica, Panama, Nicaragua), wobei die Projektentwickler und Investoren oftmals aus Nordamerika und Europa stammen.

In Europa hat sich das Thema Forstinvestments bislang am besten in Skandinavien etablieren können. So sitzt auch die größte europäische Timo, die International Woodland Company (IWC), in Dänemark. Seit ein paar Jahren nun ist diese Anlageklasse im deutschsprachigen Raum angekommen. Hier sind es vor allem Startup-Unternehmungen, die Kleinanleger ansprechen wollen (beispielsweise Baum-Invest oder Miller Forest Investments). Daneben wurden auch erste Wald- und Holzfonds aufgelegt (wie der DWS Access Global Timber der Deutschen Bank) bzw. sind in der Entwicklung begriffen (Schweizer Finanzmarktprodukte).

Marktsegmentierung

Eine Segmentierung des Forstinvestment-Marktes kann anhand folgender drei Kriterien vorgenommen werden: Art des Investments, Akteure auf der Nachfrageseite und Akteure auf der Angebotsseite.

Art des Investments

Grundsätzlich gibt es drei verschiedene Arten von Forstinvestments:

▼ **Direktinvestitionen:** Hier wird direkt in Waldflächen investiert und das Waldmanagement vor Ort aufgebaut. Diese Art von Investition setzt hohes Fachwissen voraus.

▼ **Unternehmensbeteiligungen (Private Equity):** Es wird in Unternehmen investiert, die Wälder managen oder die in der Holzverarbeitung tätig sind.

▼ **Fondsinvestitionen:** Es werden Anteile von einem Investmentfonds (in der Regel geschlossen) oder von einem Dachfond („funds of fund“) erworben. Die Fonds wiederum investieren in Unternehmen der Forst- und Holzindustrie oder auch direkt in Wald.

Direktinvestitionen und Unternehmensbeteiligungen haben höhere Ertragschancen, aber auch höhere Risiken. Sie sind geeignet bei guter Geschäftskennntnis und/oder wenn neben finanziellen Interessen andere Faktoren eine gewichtige Rolle spielen (ökologisch-soziale Verantwortung, Unternehmenskommunikation, Leuchtturm-Projekt) und deshalb direkter Einfluss auf Projektdesign und -durchführung genommen werden soll.

Akteure auf der Nachfrageseite

Bei Investitionsentscheidungen sucht der klassische Kapitalanleger einen Ausgleich zu finden zwischen Ertragschancen (Rendite des Produkts) und Ri-

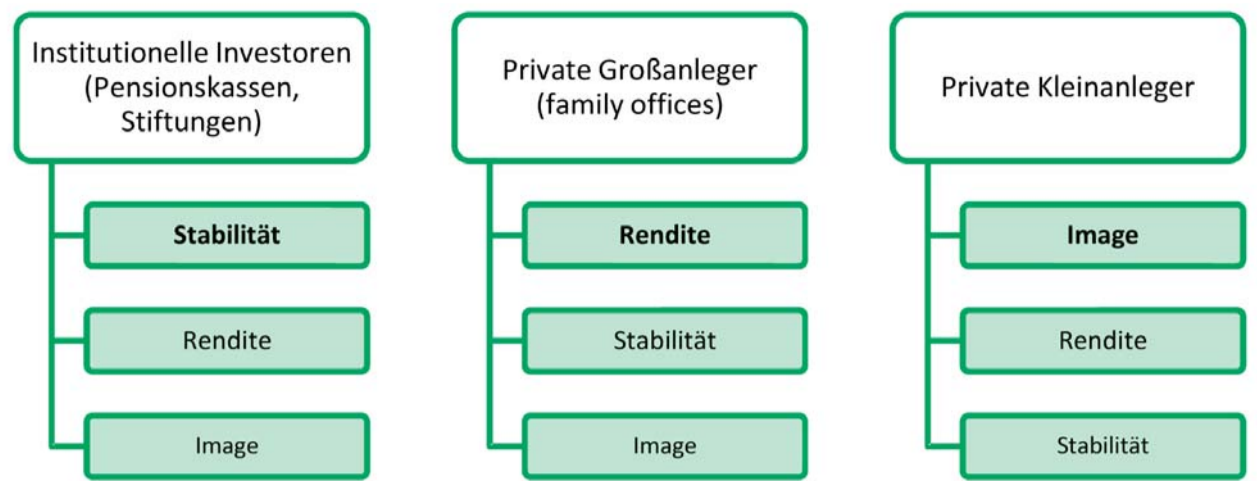


Abbildung 1 Investorentypen und deren angenommenen Motive für Forstinvestments.

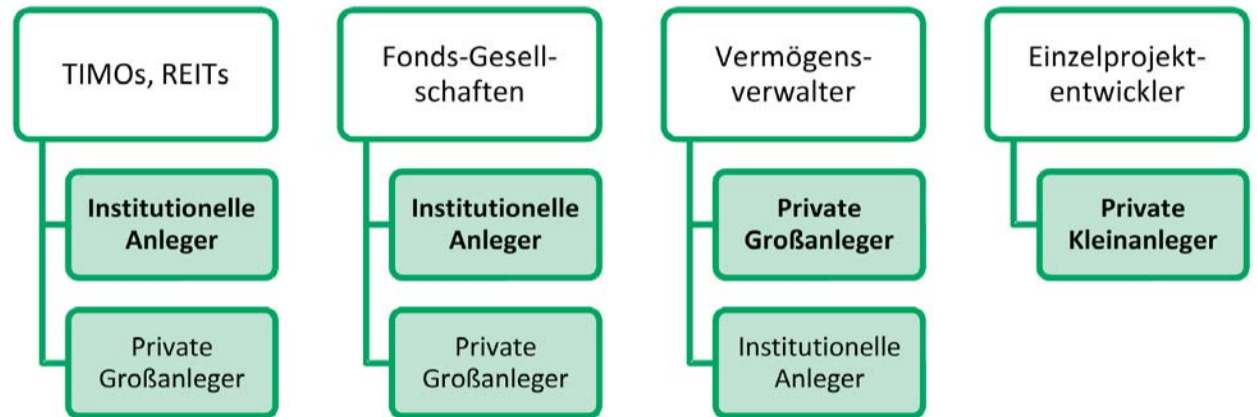


Abbildung 2 Forstinvestment-Anbieter und deren Zielgruppe.

siko (Stabilität des Produkts). Hinzu kommen, mehr oder weniger explizit und mehr oder weniger ausgeprägt, Überlegungen zum Produktimage, also ethisch motivierte Aspekte.

Die Abbildung 1 gruppiert die Investorenlandschaft nach Investorentypen und deren angenommenen Motive (Hauptmotiv in Fettdruck), Forstinvestments zu tätigen. Dabei wird davon ausgegangen, dass sowohl bei institutionellen Investoren als auch bei privaten Großanlegern Ertragskraft (Rendite) und Risikomanagement (Stabilität durch Portfoliodiversifizierung) die zentralen Überlegungen sind.

Bei den institutionellen Anlegern werden, ausgehend von einer erwarteten Mindestrendite, Werterhaltung und damit die Stabilität der Anlage im Vordergrund stehen. Bei privaten Großanlegern ist es wohl eher die Vermögensvermehrung, also die Kapitalrendite bei überschaubaren Risiken.

Bei Kleinanlegern ist diese Anlageform vermutlich in erster Linie ökologisch und/oder sozial motiviert. Es steht also der positive Beitrag des Produktes für Umwelt und Gesellschaft (Image) im Vordergrund, wobei aber auch hier eine attraktive Rendite nicht fehlen darf.

Dass sich zu jedem Investorentyp Beispiele finden, die andere Motive in den Vordergrund stellen, versteht sich. In einem Kooperationsvorhaben zwischen der Hochschule für Forstwirtschaft in Rottenburg und Unique werden derzeit die Motive für Forstinvestments auf der Anbieter- und auf der Nachfrageseite untersucht.

Akteure auf der Angebotsseite

Auf Anbieterseite lassen sich vier verschiedene Typen unterscheiden (vgl. Abbildung 2):

▼ **Timos und Reits:** Die größten Anbieter sind die Timberland Investment Management Organisations (Timos) und Real Estate Investment Trusts (Reits). In Nordamerika haben institutionelle Investoren insgesamt rund 50 Mrd. USD (vgl. Timberland investment in an institutional portfolio, IWC, 2009) bei Timos und Reits wie Hancock Timber Resource Group (HTRG) oder Global Forest Partners (GFP) angelegt.

▼ **Fonds:** Fonds halten direkte und indirekte Beteiligungen an Forstinvestments. Einer der großen Wald- und Holzfonds ist der Phaenus Timber Fund, der 2008 rund 500 Mio. USD (vgl. DWS Access Global Timber, 2008)

verwaltete. Die Zielgruppe von Fonds sind in der Regel institutionelle Anleger. Teilweise wollen Fonds aber auch gezielt private Groß- und Kleinanleger ansprechen, wie z.B. der DWS Access Global Timber Fonds, bei dem bereits ab 10 000 USD Anteile erworben werden können.

▼ **Vermögensverwalter:** Vermögensverwalter bringen Investoren mit Projektentwicklern zusammenbringen. Eine wichtige Zielgruppe von Vermögensverwaltern sind private Großanleger.

▼ **Einzelprojektentwickler:** Hierunter fallen Anbieter wie Lignum (Berlin), Bauminvest (Freiburg), Miller Forest Investment (Schlier), Forest Finance (Bonn und Panama City) oder Life Forestry (Stans, Schweiz). Dieser Gruppe ist gemein, dass sie wenige Investitionsprojekte (meistens nur eines, beispielsweise Teak in Costa Rica) in ihrem Angebots-Portfolio haben. Angesprochen werden Kleinanleger, die entweder Firmenanteile erwerben (Beteiligungen, Kommanditenteile, Aktien) oder ein Grundstück in Verbindung mit einem Bewirtschaftungsvertrag pachten oder kaufen.

Renditen

Die Bewertung praktisch aller Forstinvestments lässt sich auf drei Kernaussagen reduzieren:

- ▼ gute und vor allem stabile Rendite,
- ▼ geringes Risiko und
- ▼ ökologischer Mehrwert.

Der ökologische Mehrwert von Forstinvestments soll an dieser Stelle nicht in Frage gestellt werden. Man darf davon ausgehen, dass dieser im Vergleich zu anderen Investitionsoptionen gegeben ist, allerdings von Projekt zu Projekt unterschiedlich hoch ausfällt.

Die prospektierten Renditen liegen bei 8 bis über 15 % auf das investierte Kapital. Häufig werden die für das eigene Produkt prospektierten Renditen dem NCREIF-Timberland-Index mit einer durchschnittlichen Performance von jährlich 15 % gegenüber gestellt.

Kritisch anzumerken ist hier, dass der NCREIF nur wenige Timos in Nordamerika abbildet und hauptsächlich auf der Selbstauskunft der Unternehmen über den bilanziellen Wertzuwachs der Wälder beruht. Unschärfen sind hier unvermeidlich.

Die Wertentwicklung von Forstinvestments kommt zustande durch die biologische Produktion sowie durch Holzpreis- und Landpreisteigerungen.

Mögliche Rendite-Hebel sind Bereitstellung und Verkauf von Emmissionszertifikaten sowie die vertikale Integration der Wertschöpfungskette.

▼ **Biologische Produktion:** Die biologische Produktion entscheidet über den Erfolg des Forstinvestments. Eine logische aber leider oftmals missachtete Forderung ist, dass die forstliche Produktion auf der Grundlage des Wirkungsgefüges Produktionsziel – Standort – Markt konzipiert werden muss. Typische Fehler sind Pflanzungen von nicht standortangepassten Baumarten mit entsprechend schlechter natürlicher Performance oder der Anbau von Hölzern, die unter gegebene Rahmenbedingungen (lokale Märkte, Ausfuhrbeschränkungen) nur schwer absetzbar sind.

▼ **Zu optimistische bzw. falsche Annahmen:** Manche Anbieter lassen sich bei der biologischen Produktion von optimistischen Annahmen zu Zuwächsen und Produktionszeiten leiten. Dies gepaart mit dem häufigen Fehler, dass die biologische Produktion (stehender Holzvorrat) der kommerziellen Produktion (geerntetes und verkauftes Holzvolumen) gleich gesetzt wird, führt zwangsläufig zu Überschätzungen bei der Projektierung der Erlöse.

▼ **Holzpreise und Holzpreisteigerungen:** Niemand kann die Holzpreise zuverlässig voraussagen. Von einem leichten Anstieg der Holzpreise kann zwar ausgegangen werden. Laut International Woodland Company (vgl. Timberland investment in an institutional portfolio, IWC, 2009) sind die Holzpreise im letzten Jahrhundert über alle Regionen und Sortimente hinweg um durchschnittlich jährlich 2 % über Inflation gestiegen. Legte man dies zugrunde, so würden alleine die Holzpreisteigerungen knapp ein Drittel der Wertentwicklung ausmachen. Aus kaufmännischer Vorsicht sollten bei der Prospektierung der Erlöse mit aktuellen Preisen kalkuliert werden. Steigende Holzpreise sollten allenfalls in einem als „optimistisch“ ausgewiesenen Szenario Eingang finden.

▼ **Landpreisteigerung:** Land ist ein knappes, nicht vermehrbare Gut. Landpreisteigerungen sind wahrscheinlich und wirken sich positiv auf die Rendite von Forstinvestments aus. Auch hier wird empfohlen, mögliche Preissteigerungen als „add-on“ (möglicher Zusatzgewinn) zu betrachten und

Investment: Wald und Holz als neue Anlageklasse

Fortsetzung von Seite 000

nicht in die Rentabilitätsberechnung einzubeziehen.

▼ Verkauf von Emmissionszertifikaten: Je nach Projektdesign können Kohlenstoffzertifikate generiert und ggf. verkauft werden. Da es sich nur schwer vorhersagen lässt, wie sich die Märkte für forstliche Emmissionszertifikate entwickeln werden, sollte dies als mögliches Zusatzgeschäft und nicht als feste Erlösgröße betrachtet werden.

▼ Vertikale Integration: Eine Integration der Produktveredelung kann die Rendite der Forstinvestments deutlich steigern. Allerdings muss die optimale Fertigungstiefe sorgfältig geprüft werden. Nicht jeder Veredelungsschritt bringt zwingend auch einen Mehrwert.

Die vielen eigenen Untersuchungen und Berechnungen von Forstinvestmentprojekten haben gezeigt, dass unter kaufmännisch vorsichtig getroffenen Annahmen die forstliche Produktion (ohne vertikale Integration, ohne Inflationsausgleich, ohne Preissteigerungen für Land und Holz) nur unter günstigen Konstellationen interne Kapitalverzinsungen von über 10 % erreicht. Hiervon gehen noch Kosten und Marge der Anbieter des Investmentprodukts ab. Vor allem bei Produkten für Kleinanleger schlagen die hohen Vertriebskosten stark zu Buche. Renditen bei diesem Produkt sind eher im Bereich von „unter 5 %“ als im Bereich von „über 10 %“ zu sehen. Vor einer Geldanlage in solche Produkte sollten unbedingt die Input-Daten der Modellkalkulationen auf Stimmigkeit geprüft werden. Leider gibt es in diesem Segment Anbieter, die den schnellen Profit einer seriösen und langfristigen Anlageverwaltung vorziehen.

Risiken

Die Risiken von Forstinvestments sind: kompletter Verlust der Anlage, Wertverlust der Anlage und schwieriger Ausstieg aus dem Investment.

▼ Kompletter Verlust der Anlage bzw. der Wälder: Dieser kann biotisch (Krankheiten), abiotisch (Feuer, Sturm) oder politisch (Enteignung) induziert sein. Die biotischen und abiotischen Risiken können durch sorgfältige Projektkonzipierung und professionelles Projektmanagement minimiert werden. Das politische Risiko einer Enteignung ist regional und länderspezifisch unterschiedlich zu bewerten. Generell wird es jedoch als gering eingestuft, da eine zunehmende Globalisierung gepaart mit dem positiven Image von Waldprojekten eine Enteignung unwahrscheinlich machen.

▼ Wertverlust der Anlage: Wie eingangs betont, ist die Wertentwicklung der Anlageklasse Wald und Holz wenig volatil. Eine Korrelation mit anderen Finanzmarktprodukten wie Aktien, Anleihen oder Immobilien besteht nicht. Darüber hinaus muss nicht zwingend zu einem bestimmten Zeitpunkt das Produkt verkauft werden. Während einer Phase niedriger Holzpreise kann so der Holzeinschlag auf ein Liquiditätssicherndes Minimum zurückgefahren werden. Demnach sind die Risiken eines Wertverlustes durch externe Faktoren als eher gering zu bewerten. Demgegenüber können durch interne Faktoren (falsche Management-Entscheidungen) Wertverluste eintreten bzw. die prospektierte Wertentwicklung unterschritten werden. Hier sind zu nennen: falsche Baumartenwahl, vermeidbare

Verluste bei der biologischen Produktion oder Fehleinschätzungen bei der Festlegung der optimalen Fertigungstiefe.

▼ Schwieriger Ausstieg aus dem Investment: Vielen Forstinvestments sind Aufforstungsprojekte hinterlegt. D.h. nach der Bestandesbegründung folgt in diesen Projekten immer ein mehr oder weniger langer Produktionszeitraum. Selbst unter günstigen Verhältnissen – abgesehen von Kurzumtriebsplantagen für Energie- oder Papierholz – müssen zwischen Bestandesbegründung und Endnutzung mit 12 bis 20 Jahren gerechnet werden, bei manchen Werthölzern – wie z.B. Teak – auch deutlich darüber. Ein Ausstieg vor der Endnutzung der gepflanzten Bäume ist zwar durch den Verkauf der Anteile bzw. durch den Verkauf nicht erntereifer Wälder möglich. Dies kann jedoch mit hohen Transaktionskosten verbunden sein. Es zeichnet sich allerdings ab, dass junge, etablierte Aufforstungen zusehends zum Verkaufsprodukt werden. So kristallisieren sich im Verlauf des Produktionszyklus zwei unterschiedliche Typen von Investments heraus: Das erste und risikoreichere Investment besteht in der Projektkonzipierung und -entwicklung und endet nach etwa fünf bis sieben Jahren, wenn die Pflanzungen gesichert sind und deren weitere naturale Performance zuverlässig eingeschätzt werden kann. Das zweite Investment ist die Übernahme dieser jungen Aufforstungen und Fortführung des Projekts bis zur Endnutzung, ggf. mit anschließender Produktveredelung. In Regionen, die für das Baumwachstum günstig sind, hat dieses zweite Investment eine Dauer von acht bis zwölf Jahren.

Zusammenfassend kann festgehalten werden: Vollständige Wertverluste, die jüngst bei der Finanzkrise erlebt, sind

bei Forstinvestments äußerst unwahrscheinlich. Das Risiko ist die Performance: Hat sich das Investment am Ende des Tages für den Investor mit 3, 5 oder 10 % rentiert?

Externe Risiken von Forstinvestments sind entweder gering (Enteignung, grundlegende Holzmarktveränderungen) oder relativ gut handhabbar (kurzfristige Preisverfälle). Zu externen Risikofaktoren gesellen sich interne Produktions- und Vermarktungs-Risiken. Diese sind vorhersehbar und damit steuerbar. Mithin kommt beim Risikomanagement einer professionellen Projektentwicklung und -durchführung die zentrale Rolle zu.

Ausblick auf die nächsten Jahre

In den nächsten Jahren werden Forstinvestments deutlich an Bedeutung gewinnen. Für diese Investments sprechen die historisch stabile Wertentwicklung auf relativ hohem Niveau, die vorzügliche Eignung zur Portfolio-Diversifizierung und das positive Image des Produkts.

Diese positiven Aspekte von Forstinvestments sind für alle Investoren interessant, die sich nicht von der Langfristigkeit der Anlage abschrecken lassen. Dies werden einerseits große institutionelle Kapitalmarktakteure wie Pensionskassen, Lebensversicherer, Fondsgesellschaften und (Entwicklungs-) Banken sein. Viele dieser Akteure prüfen derzeit, wie Forstinvestments zu ihrer Anlagestrategie und zum Portfolio passen.

Entstehen werden sowohl „Grüne Fonds“, die nur zu einem Teil mit Wald- und Holzprojekten hinterlegt sind als auch exklusive Forstinvestment-Produkte. Egal ob erstere oder letztere Variante: Durch verschiedene Projektkon-

zepte (Massenware, Qualitätsware, Neupflanzungen, Kauf bereits bestehender Wälder) in verschiedenen Regionen (Tropen, gemäßigten Breiten) wird das Risiko gestreut.

Daneben wird es weiterhin Einzelprojektentwickler geben, die ihr spezifisches Produkt direkt vermarkten, in der Regel an private (Klein-)Anleger. In diesem Marktsegment wird es wegen nicht erreichten Renditeerwartungen voraussichtlich zu Enttäuschungen auf Anlegerseite kommen. Hier muss sich auf Anbieterseite erst noch die Spreu vom Weizen trennen, damit Anleger auch ohne profunde Kenntnis der Materie mit größerer Sicherheit ihr Geld in nachhaltig wertschöpfende Projekte investieren können.

Es bleibt zu hoffen, dass die Ausdifferenzierung und Professionalisierung des Marktsegments Einzelprojektentwickler schnell vorankommt, um die Anzahl der enttäuschten Anleger und die negative Ausstrahlung auf dieses zukunfts-intelligente Kapitalmarktprodukt Forstinvestments möglichst klein zu halten.

Weitere wichtige Trends sind die Entwicklung von Forst- und Holzclustern in Emerging Markets. Die vor Jahren angelegten Plantagen werden hiebsreif und damit eröffnen sich attraktive Investitionsmöglichkeiten für die Holzwirtschaft im Rahmen der Etablierung von Wertschöpfungsketten vor Ort.

Nicht zuletzt wird Holz als klimafreundlicher Energieträger, insbesondere im Rahmen von großen Biomasseheizkraftwerken weiter an Bedeutung gewinnen. Dies zeigen z.B. die bereits errichteten und projektierten Anlagen an der Küste Englands. Diese benötigen viele Millionen Tonnen an Biomasse. Forstinvestments können dazu beitragen, eine nachhaltige Rohstoffzufuhr zu sichern.