

Bäume wachsen in den Himmel

Der Wunsch nach echter Diversifikation verlagert die Grenzen der investierbaren Assets immer weiter nach außen. Wälder, traditionell nur im Besitz von Fürstenhäusern, finden vermehrt auch den Weg in institutionelle Portfolios.

Wald hat etwas Aristokratisches, etwas Atavistisches, das durchaus auch mit einem elitären Nimbus umgeben ist. Man denkt an das Jagdrecht, das durch die Deutsche Revolution von 1848 abgeschafft wurde und seither nur noch auf eigenem Grund und Boden ausgeübt werden darf. Außerdem genießt Wald aufgrund seines ökologischen Nutzens einen Sympathiebonus. Bei Investoren, die dem VAG unterliegen, mögen solche emotionalen Anlagegründe eher in den Hintergrund treten, denn „veranlagungs- und verantwortlichsbedingt tut sich da ein Prinzipal viel leichter als ein beauftragter Investor wie eine Pensionskasse oder ein Lebensversicherer. Im Family Office dürfen die Grenzen zwischen Hobby, Sammlerleidenschaft und Investment schon mal verschwimmen, bei anderen Investoren nicht“, erklärt Stefan Laternser, CIO des in Schaan (Liechtenstein) beheimateten Family-Office-Beraters Money Service Group.



» Im Family Office dürfen die Grenzen zwischen Hobby und Investment schon mal verschwimmen, bei anderen Investoren nicht.«

Dr. Stefan Laternser, CIO der Money Service Group, Schaan (Liechtenstein)

Auch immer mehr institutionelle Anleger aus Europa interessieren für diese Anlageform und bauen erste Positionen auf. In Skandinavien zählen Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds bereits zu den großen Waldinvestoren. „Seit Jahren begleiten wir bei Mercer, insbesondere auch in Deutschland, institutionelle Investoren

und sich dazu von Mercer ein global diversifiziertes Waldinvestmentportfolio zusammenstellen lässt. Daran haben sich zwischenzeitlich auch andere Versorgungswerke wie beispielsweise die Zahnärzterversorgung Westfalen-Lippe beteiligt.

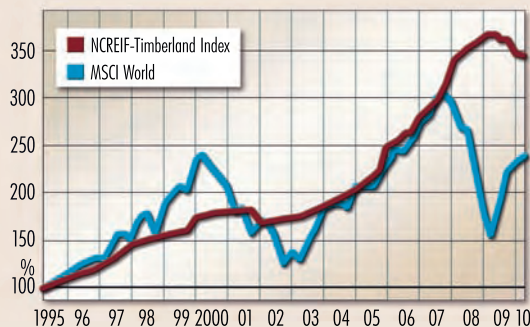
Ebenso baut die Bayerische Versorgungskammer (BVK) seit April 2009 im Rahmen

bei ihren Waldinvestments“, erklärt Reinhard Liebing, Principal bei Mercer Investment Consulting. Ein Beispiel aus dem institutionellen Bereich ist die Ärzterversorgung Westfalen Lippe, die dabei ist, einen größeren Millionenbetrag in Wald zu inves-

tieren und sich dazu von Mercer ein global diversifiziertes Waldinvestmentportfolio zusammenstellen lässt. Daran haben sich zwischenzeitlich auch andere Versorgungswerke wie beispielsweise die Zahnärzterversorgung Westfalen-Lippe beteiligt. Ebenso baut die Bayerische Versorgungskammer (BVK) seit April 2009 im Rahmen ihrer alternativen Anlagen eine strategische Zielquote des Gesamtportfolios in Forstinvestments in Höhe von einem Prozent auf. Bei einem Anlagevermögen von 45 Milliarden Euro sind das bei Deutschlands größter öffentlich-rechtlicher Versorgungsgruppe immerhin 450 Millionen Euro. Die Anlage findet dabei ausschließlich über Fonds statt, bei denen die BVK als Limited Partner Fondsanteile hält. Martin Koneberg, der bei der BVK für die Implementierung des Timber-Portfolios verantwortlich ist, betont den SRI-Charakter dieses Investments: „Das Thema Nachhaltigkeit ist für die BVK sehr wichtig. Der Grundgedanke der Nachhaltigkeit kommt ja historisch betrachtet aus der Forstwirtschaft. Die Assetklasse Timber fügt sich in idealer Weise in den generationsübergreifenden Investmentansatz der BVK ein. Eine nachhaltige Bewirtschaftung und die Zer-

Gute Performance in 15 Jahren

Der NCREIF-Timberland Index hat den MSCI World Equity Index (Dividenden reinvestiert) outperformt, und das bei einer niedrigeren Volatilität.



In der Zeit von April 1995 bis März 2010 brachte der NCREIF-Timberland Index eine durchschnittliche Rendite von 8,62 Prozent per annum, während der Aktienindex MSCI World im selben Zeitraum nur 5,93 Prozent per annum erreichte.

Quelle: Bloomberg

Institutionelle Investoren

Die Tatsache, dass auch die erfolgreichen amerikanischen Universitätsstiftungen wie Yale und Harvard, aber auch andere führende US-Pension-Funds in Nutz- und Edelhölzwäldern rund um den Globus investieren, lässt zumindest vermuten, dass auch nüchterne Gründe für eine solche Diversifizierung sprechen.

tifizierung der Wälder sind daher für die BVK unerlässlich.“

Geringe Korrelation

Waldinvestoren und -anbieter sprechen von einer recht hohen Renditeerwartung. Auch die Vereinten Nationen schätzen, dass sich der Holzbedarf seit den 60er Jahren weltweit mehr als verdreifacht hat. Holz hat nämlich im Vergleich zu Öl die Vorteile, dass es auf der ganzen Welt verfügbar ist, stetig nachwächst und problemlos recycelbar ist. Das könnte die Bedeutung des Materials – auch als Brennstoff in den Industrienationen – weiterhin beflügeln.

Doch wie sehen die Erwartungen für die Zukunft aus? Harry Assenmacher, früherer Geschäftsführer bei der Umweltschutzorganisation B.U.N.D. und jetzt Geschäftsführer der von ihm gegründeten Entwicklungs- und Vertriebsgesellschaft Forest Finance GmbH, erklärt: „Sechs bis elf Prozent Rendite lassen sich mit einem nachhaltigen Mischwaldkonzept, an dessen Ende kein Totschlag steht, erzielen. Dabei sind die Kosten der Bewirtschaftung bereits berücksichtigt. Wenn keine ökologischen oder Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden, kann die Rendite auf bis zu 17 Prozent steigen.“ Ähnlich sieht es Latenser: „Wir rechnen bei Timber Investments mit einer Rendite zwischen acht und zwölf Prozent per annum. Allerdings steht diese Rendite nicht als regelmäßiges Einkommen zur Verfügung, sondern verhält sich eher wie ein Zerobond. Am Ende der Laufzeit, wenn der Wald geschlagen wird, fließt der größte Teil des Ertrags.“

Für große Portfolios lässt sich der Zahlungsstrom allerdings individueller gestalten. Reinhard Liebing meint dazu: „Wenn man eine Neuplantage anlegt, kommt ein Großteil der Erträge regelmäßig erst in 15 oder 20 Jahren; allenfalls sind nach acht bis



Alternative Anlage, Sachwert, Rohstoff, ökologisch, nachhaltig, unkorreliert ... all diese Begriffe verbindet man mit Waldinvestments. Kein Wunder, dass sich immer mehr Investoren vorsichtig an das Thema herantasten.

zehn Jahren niedrige Zwischenzahlungen zu erwarten, wenn im Rahmen von Bereinigungen schwächere Bäume bereits geschlagen werden. Wenn man sich allerdings ein Portfolio aus Neuplantagen und erntereifen beziehungsweise fast erntereifen Waldbeständen zusammenstellt, könnte man einen Cashflow von rund zwei bis drei Prozent aus solchen Portfolios erzielen. Entscheidend ist allerdings die jeweilige Investmentstrategie.“ Die Anbieter arbeiten bereits daran, schnelle Rückflüsse zu ermöglichen. Beispielsweise mischt die Hamburger ArensJäderberg GmbH ihrem Indisches-Sandelholz-Portfolio 30 Prozent bestehende Plantagen bei, um einen nachhaltigen Cashflow bereits nach drei Jahren zu erreichen.

„Hinzu kommt, dass indisches Sandelholz in der australischen Kultur aufgrund optimierter Bewässerung und Pflege erheblich schneller sowie qualitativ verbessert zur Reife kommt als in der Natur“, erklärt Peter Jäderberg, Geschäftsführer bei ArensJäderberg. Der Anbieter Forest Finance bietet aktuell mit CacaoInvest in Panama und GreenAcacia in Vietnam auch Forstanlagen, die ab dem zweiten Jahr (Kakao) beziehungsweise ab dem ersten Jahr nach Investment (Akazie) zu jährlichen Rückflüssen führen sollen.

Neben der Rendite sind es der Inflationsschutz und die niedrige Korrelation mit anderen Assetklassen, die für eine Waldanlage sprechen. Dr. Florian Siemer, der bei

der Neuen Vermögen den offenen Waldfonds Focus Global Forests managt, erklärt: „Das biologische Wachstum der Bäume führt dazu, dass die Waldflächen im Wert steigen, unabhängig davon, was an den Aktien- und Rentenmärkten passiert, und auch unabhängig davon, ob es in zehn Jahren den Euro noch geben wird oder nicht. Natürlich unterliegt auch der Rohstoff Holz Preisschwankungen. Aber Waldbesitzer sind nicht gezwungen, ihren Wald ausgerechnet in einem Jahr zu schlagen, in dem der Holzpreis niedrig ist. Dann wartet man ein paar Jahre und hat später einige Festmeter Holz mehr.“ Latenser möchte das nicht unkom-



mentiert stehen lassen: „Je näher ein Wald allerdings an die Marktfähigkeit kommt, desto höher wird die Korrelation mit dem aktuellen Holzwert.“

Rendite umzuwandeln. So erzielt beispielsweise Forest Finance Zusatzerlöse aus dem Verkauf von CO₂-Zertifikaten, die entweder als freiwillige oder als Kyoto-konforme

» Die Assetklasse Timber fügt sich in idealer Weise in den generationsübergreifenden Investmentansatz der BVK ein.«

Martin Koneberg, Projektleiter Timber, Bayerische Versorgungskammer (BVK)

Einen Sympathiebonus hat Wald durch seinen ökologischen Nutzen, den Unternehmen, die SRI-Kriterien umsetzen möchten, zu schätzen wissen. Einige Anbieter versuchen diesen Aspekt auch direkt in

Zertifikate gehandelt werden. „Der Zertifikatehandel wird sich noch zu einem großen Markt entwickeln“, ist Assenmacher optimistisch. Liebing sieht das zurückhaltender. „Wir schauen uns die Entwicklungen in die-

Wie kauft man einen Wald?

Je aktiennäher ein Wood&Timber-Produkt investiert, desto weniger hat man das Thema Wald in seiner ursprünglichen Form im Portfolio.

Direkte Waldinvestments können erst ab hohen dreistelligen Millionenbeträgen sinnvoll getätigt werden, insbesondere wenn eine Diversifikation über verschiedene Regionen, Holzsorten, Nutzungsarten und Wachstumsphasen angestrebt wird. „Im Family-Office- und Endowment-Bereich spielen wir das Thema Wald ausschließlich über eine Direktanlage oder via Limited Partnerships. Natürlich gibt es auch Anlagen via Investmentfonds bis hin zum UCITS-III-Fonds. Aber diese werden immer liquider, index- oder aktiennäher, sodass man das Thema Wald immer weniger direkt und in seiner ursprünglichen Form im Portfolio hat“, gibt Stefan Latenser, CIO des Family-Office-Beraters Money Service Group, zu bedenken. Tatsächlich finden sich in solchen aktiennahen Wood&Timber-Fonds dann unter anderem Anlagen wie Spanplattenhersteller Pfeleiderer oder der Hersteller von Holzbearbeitungsmaschinen Homag, die kaum mehr etwas mit Wald zu tun haben.

Außerdem können in fertigen Forest-Produkten die Strukturierungskosten mitunter sehr hoch sein. „Wir stellen für unsere institutionellen Investoren individuelle Waldinvestmentportfolios zusammen“, erklärt

Reinhard Liebing, Principal bei Mercer Investment Consulting, „wichtig ist dabei, die zu erwartende Nachsteuerrendite abzuschätzen“, gibt Liebing einen wichtigen Hinweis. Zu klären ist in diesem Zusammenhang beispielsweise, wie die bestehenden Doppelbesteuerungsabkommen optimal genutzt werden können. „Hier ist unbedingt eine rechtliche und steuerliche Due Diligence anzuraten“, meint Liebing.

Für viele Investoren dürfte das aber wegen der niedrigen Anlagebeträge, die in Wald allokiert werden, nicht in Betracht kommen, da es sich bei Waldinvestments schließlich nur um einen kleinen Teil des Alternatives-Portfolios handelt. Die meisten der Ready-to-go-Produkte sind aber eher auf Privatanleger und Naturfreunde zuge-

schnitten. Hier ist zum einen auf die Kosten zu achten und zum anderen darauf, welcher Anteil der Investitionssumme tatsächlich in Wald fließt und wie viel sehr aktiennah investiert ist. Die Angebote sind äußerst heterogen und werden auch hinsichtlich ihrer Transparenz sehr unterschiedlich eingeschätzt.

Latenser schätzt die Größenordnung ein: „Die Allokation alternativer Anlagen ist in den Portfolios sehr unterschiedlich. In einem liquiden Portfolio machen Alternatives vielleicht 15 bis 25 Prozent aus, aber darin sind auch Hedgefonds, Private-Equity-Anlagen, Naturschätze etc. enthalten. So kommen Family Offices vielleicht auf zwei bis fünf Prozent Forest Investments in ihren Portfolios.“ Bei institutionellen Investoren dürfte es eher deutlich weniger sein.

Für solche Anleger oder auch zur taktischen Anpassung kommen dann eventuell vorgefertigte Produkte in Frage; am liquiden ist die Waldanlage über einen ETF. „Alle Unternehmen, in die der ETF investiert, besitzen und verwalten forstwirtschaftliche Flächen“, verkündete etwa iShares bei der Auflage des S&P Timber & Forestry ETF. Allerdings reagiert der ETF deutlich volatil als der NCREIF Timberland Index.



Nicht nur Borkenkäferbefall und andere „natürliche“ Risiken machen den direkten Waldbesitz unattraktiv.

sem Bereich sehr genau an, um die Renditeaussichten nicht zu positiv einzuschätzen.“

Inzwischen arbeiten die meisten Anbieter mit Managern zusammen, die ihre Wäl-

Illiquidität von Waldinvestments die andere Seite. Dabei handelt es sich allerdings um ein grundlegendes Problem alternativer Anlagen: Weil Investoren eine breite Diver-

mens Tajdo Consult, eher skeptisch. „Sicher hat man aus der letzten Krise gelernt, die Liquidität einer Anlage bewusster zu berücksichtigen“, entgegnet Laternser, „aber das heißt nicht, dass Waldanlagen zukünftig gemieden werden. Auch viele Private-Equity-Investoren konnten ihre Anlagen in der Krise nicht zu angemessenen Preisen verkaufen, und Private Equity erhält nach wie vor eine bedeutende Allokation im

» Wir begleiten bei Mercer, insbesondere auch in Deutschland, institutionelle Investoren bei ihren Waldinvestments.«

Reinhard Liebing, Principal bei Mercer Investment Consulting Deutschland



der nach dem Forest Stewardship Council (FSC) zertifizieren lassen. Der FSC ist eine gemeinnützige und unabhängige Organisation zur Förderung verantwortungsvoller Waldwirtschaft, die von Umweltorganisationen, Gewerkschaften, Waldbesitzern

sifikation ihres Portfolios erreichen möchten, werden die Grenzen der bekannten Investmentmöglichkeiten immer weiter nach außen verschoben. Das bedeutet aber meistens auch, dass die Anlagen dadurch illiquider werden. „Im Vergleich zu ande-

Alternatives-Bereich.“ Hier kommt es sicher auf die Liability-Seite des Investors an, die nur selten eine sofortige Liquidation aller Assets notwendig macht.

Ein weiteres Problem sind politische Risiken. „Während die erzielbaren Renditen

für Waldflächen in Westeuropa bereits sehr gering sind, in Skandinavien gerade noch akzeptabel, haben sich vor allem lateinamerikanische Länder als Boomregion für Waldinvestoren mit – im Vergleich zu Europa – hohen Renditen entwickelt“, er-

» Sechs bis elf Prozent Rendite lassen sich mit einem nachhaltigen Mischwald erzielen.«

Harry Assenmacher, Geschäftsführer ForestFinance GmbH



und Unternehmen der Holzwirtschaft unterstützt wird.

Wenn die Unkorreliertheit und die Möglichkeit der nachhaltigen Renditeerzielung die eine Seite der Medaille sind, so ist die

ren illiquiden Investments und angesichts der langen Investitionszeiträume erscheint uns die Illiquiditätsprämie von Waldinvestments etwas zu gering“, ist Frank Umlauf, Geschäftsführer des Consultingunterneh-

klärt Siemer. Allerdings sind in den klimagünstigen Regionen rund um den Äquator oft auch die politischen Risiken höher. „Brasilien mit seinen Plantagen galt lange als Standort mit hoher Rechtsunsicherheit,

Herrschaftshäuser und Fürstenfamilien

Wald trägt zum generationsübergreifenden Vermögenserhalt bei und überdauerte Währungsreformen, Kriege und Revolutionen.

In Westeuropa fallen einem bei dem Begriff Waldbesitzer zunächst die alten Adelsgeschlechter und Handelsfamilien ein: Herzog von Bayern, Fürst Löwenstein, Fürst Esterházy, Thurn & Taxis, die Fürsten von und zu Castell-Castell, die Fugger.

„Oft durften die Wälder aufgrund des Hausrechts der Fürstenhäuser nicht verkauft werden, zählten also zum Kernbesitz“, erklärt Reinhard Liebing, Principal bei Mercer Investment Consulting in Deutschland. Dadurch trugen sie zum generationsübergreifenden Vermögenserhalt bei.

So waren etwa die Wälder der Fürstenfamilie zu Ysenburg immerhin 750 Jahre im Familienbesitz, bis sie 2006 in die Konkursmasse der Familie fielen.

Auch von Family Offices oder wohlhabenden Einzelpersonen weiß man, dass sie Wald besitzen. Adolf Merckle aus Blaubeuren soll man öfter gesehen haben, wie er mit seinem Fahrrad durch seinen Wald fuhr.

Alte Stiftungen, wie beispielsweise die bis ins 16. Jahrhundert zurückreichenden Fugger'schen Stiftungen, kamen über die

Jahrhunderte gut durch alle stürmischen Zeiten. „Solche großen alten Stiftungen müssen natürlich auch in alternativen Anlagen wie Wald- und Agrarinvestments investiert sein“, erklärt Karl-Heinz Nagel, Geschäftsführer des Stiftungsberaters KANA-Vermögensmanagement GmbH. „Nur so ist es möglich, das Vermögen gut durch Kriege, Währungsreformen, Revolutionen etc. zu manövrieren.“

Tatsächlich gehören zu den Fugger'schen Stiftungen beträchtliche Wälder rund um Augsburg.


aber unter Staatspräsident Lula da Silva hat sich das gebessert. Venezuela unter Präsident Chavez gilt momentan sicherlich als riskant“, weiß Laternser. Jäderberg erklärt: „Unser Standort in Australien bietet die ungewöhnliche Kombination von sehr geringen Sovereign Risks in einer klimaidalen Umgebung für das tropische indische Sandelholz.“

Andere Risiken wie Feuer, Sturm oder Schädlingsbefall sind zwar überwiegend versicherbar, aber die Prämien können zwei bis drei Prozent pro Jahr ausmachen und dadurch die Rendite erheblich schmälern. „Solche Risiken lassen sich insbesondere durch forstwirtschaftliche Konzepte redu-

zieren. Größere Waldinvestments sind normalerweise geografisch diversifiziert, so dass sich allein hieraus eine Risikoreduktion ergibt“, erklärt Liebing, und Assenmacher ergänzt: „Bei Mischwald, wie wir ihn anpflanzen, ist das Risiko eines flächendeckenden Schädlingsbefalls sehr niedrig. Das Risiko Brand versichern wir nur in den ersten fünf Jahren. Danach brennt ein ge- forsteter Wald nicht mehr so leicht.“

Expertise von außen

Um zunächst einen guten Standort auszuwählen und dann rechtssichere Verträge mit Bewirtschaftern abzuschließen und schließ-

lich auch geeignete forstbauliche Mechanismen zur Vermeidung von Schäden einzusetzen, bedarf es einiger Expertise, die bei den wenigsten Investoren inhouse vorhanden ist. „Wir beobachten derzeit den Trend, dass sich Investoren die Expertise zunächst einkaufen – etwa bei uns – und gleichzeitig inhouse ihr Know-how weiter ausbauen, um später gegebenenfalls weitere Expertise inhouse zu erwerben“, erklärt Liebing. Gestartet wird aber wohl immer über einen Experten, der über geeignete Netzwerke im Bereich Timber verfügt. Schließlich kommt der Auswahl des geeigneten Standortes – wie bei anderen Immobilienanlagen auch – eine elementare Rolle zu. 

Wald- und Forstanlagen

Beteiligungen

Anbieter	Name des Vehikels	Rechtsinstrument	Beschreibung
Aquila Capital	Institutional Global Timber Investment GmbH & Co. KG (IGTI)	GmbH & Co. KG	Global diversifizierter Fonds
ArensJäderberg GmbH	AJ Indian Sandalwood 1 GmbH & Co. KG	GmbH & Co. KG (Private Placement)	Indischer Sandelholz in Australien
Catella Real Estate AG KAG	Focus Global Forests	Immobilien-Spezialfonds	Mischwald in Finnland
Caudex Capital GmbH	Timber Opportunities Fund SCA SICAV-SIF	SICAV-SIF (Specialised Investment Fund)	Mischwald in Lateinamerika
D/S Alternative Assets GmbH	D/S Global Timber GmbH & Co. KG	GmbH & Co. KG, diversifizierter Dachfonds	Fokussiert auf Emerging Markets
DWS Access	DWS Access Global Timber 1	GmbH & Co. KG, investiert in Zertifikate	Setzt auf den Phaunos Timber Fund
Phaunos Timber Fund	Phaunos Timber Fund Limited	Closed Ended Investment Company, Guernsey	Globale Waldflächen + „Timber Related Investments“
Forest Finance GmbH	WoodStockInvest	Pacht- oder Eigentümervertrag + Forstvertrag	Mischwald in Panama und in Vietnam
Jamestown	Jamestown Timber 1	Geschlossener Fonds	Wälder in südlichen Regionen der USA
Life Forestry Switzerland AG	Teakinvestment	Baumeigentum mit Bewirtschaftungsvertrag und Rücklagen-Stiftung	Teakholzplantagen in Costa Rica und Ecuador
Lignum Edelhölzer Investitionen AG	Lignum nobilis	Kauf von Rundholz	Edelhölzer in Bulgarien
Nordcapital	Waldfonds 2	Geschlossener Fonds	Mischwald in Rumänien
Miller Forest Investment AG	Miller Forest Investment	Vertrag über Kauf oder Pacht, beides mit Bewirtschaftung	Misch- und Energiewald in Paraguay

Vermögensverwaltung

Einige dieser Fonds sind bereits geschlossen. Da viele Anbieter aus dem Retailbereich kommen, können sie auch individuelle Portfolios für kleinere institutionelle Beträge zusammenstellen.

Quelle: Angaben der Gesellschaften

Fonds und Zertifikate

Anbieter	Name des Vehikels	Rechtsinstrument	WKN/ISIN
DWS Go	Global Forest + Timber	Holz- und Papierzertifikat	DWS0H4
iShares	iShares S&P Timber & Forestry ETF	ETF	A0M59G / IE00B27YCF74
Neue Vermögen AM/ Catella Real Estate AG KAG	Focus Global Forests	Offener Immobilien-Spezialfonds (Deutschland)	AORDA5
Neue Vermögen AM/ Alceda Star S.A.	Focus Global Forests Zertifikat	Open-End-Zertifikat auf Focus Global Forests	AOPLOR
Pictet	Pictet Funds (Lux)-Timber	Investmentfonds (Luxemburg)	LU0340559557
UBS	UBS Global Timber	Holzzertifikat	UB9TMB

Hier muss man genau hinsehen. Einige Produkte haben zwar „Wald“ im Titel, investieren aber in Aktien von Holzverarbeitenden Unternehmen, die auch Wald besitzen. Die Korrelation zu Aktienindizes kann daher wesentlich stärker sein als die Waldwertentwicklung. Außerdem: Direkte Investments in Wald gelten nicht als investierbare Vermögensgegenstände in UCITS-Fonds. Daher wird der offene Waldfonds Focus Global Forests auch in einem Zertifikat angeboten.

Quelle: Angaben der Gesellschaften