

## Anlagemöglichkeiten

# Sachwert Wald – ein nachhaltiger Portfoliobaustein

Anfang der Achtzigerjahre starteten die ersten institutionellen Investments in das lukrative Grün. Mittlerweile hat sich die Assetklasse Wald etabliert. Mehr als 120 Milliarden US-Dollar sind in Wald angelegt. Dabei stehen Investoren vor komplexen Aufgaben, denn die Bewertung der Grundstücke ist schwierig. Bodenbeschaffenheit, Baumdichte, Wasserverfügbarkeit, Klima und die Zugänglichkeit sind überall auf der Welt unterschiedlich. Zudem wirken eine vorhandene und professionelle Transportinfrastruktur wertsteigernd. Denn je schneller das Holz weiterverarbeitet werden kann, desto lukrativer ist der Wald für Investoren. Der Autor beschreibt ausführlich die Vorteile und Risiken dieser aus seiner Sicht nachhaltigen und zukunftssicheren Anlageform. Red.

Mit einem traditionellen Portfolio aus Anleihen, Aktien und Immobilien lässt sich aufgrund des niedrigen Zinsniveaus sowie aktuell hohen Aktien- und Immobilienbewertungen mittel- bis langfristig lediglich eine jährliche Rendite von drei Prozent erwirtschaften. Für Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen oder Stiftungen ist das zu wenig, um die langfristigen Zahlungsverpflichtungen zu decken. Deshalb überdenken viele institutionelle Investoren ihre Asset-Allokation und erhöhen die Gewichtung von Sachwertanlagen. Eine vielversprechende Möglichkeit ist die Investition in Wald.

### Investitionen meist über Fondslösungen

Erste institutionelle Waldinvestments wurden zu Beginn der Achzigerjahre in den USA umgesetzt. Seitdem hat sich Wald zu einer international etablierten Anlageklasse entwickelt – inzwischen haben institutionelle Investoren mehr als 120 Milliarden US-Dollar in Wald angelegt. Einer Studie der International

Woodland Company zufolge gibt es weltweit eine investierbare Fläche von 165 Millionen Hektar mit einem Wert von rund 467 Milliarden US-Dollar.

Wald als Anlageklasse zeichnet sich für internationale Investoren sowohl aufgrund des Nachhaltigkeitsaspekts als auch des Rendite-Risiko-Profiles aus. In Wald investieren professionelle Investoren zumeist über Fondslösungen, bei denen die Managementleistungen von der Fondsgeschäftsführung zum Teil bis zur Bewirtschaftung der Waldflächen reichen. Allein in den vergangenen zehn Jahren haben sich die Assets under Management dieser Investitionsform fast verdoppelt.

Trotzdem stellt die praktische Umsetzung von Waldinvestments professionelle Investoren vor komplexe Herausforderungen. So ist die Identifikation von attraktiven Investments schwierig. Hinzu kommen umfangreiche rechtliche Regelungen. Zudem erfordert das sich verändernde wirtschaftliche, politische und regulatorische Umfeld bedarfsgerechte Beratungs-, Finanzierungs- und Beteiligungslösungen. Der vorliegende Beitrag soll einen Überblick darüber geben, welche Faktoren den Wert, die Rendite und das Risiko eines Waldinvestments beeinflussen.

Welchen Wert hat ein Waldgrundstück? Bei der Beantwortung dieser Frage stehen Investoren und Verkäufer vor den gleichen Herausforderungen wie bei der Bewertung anderer Grundstücke. Doch gibt es eine Reihe von Besonderheiten. Da die Zahl der Transaktionen von Waldgrundstücken deutlich geringer als beispielsweise bei Büroimmobilien ist, fehlen oftmals Referenzwerte aus vergleichbaren Transaktionen. Zudem sind Waldinvestments in der Regel langfristige Inves-

tionen, sodass die Flächen zumeist erst nach mehreren Jahren oder Jahrzehnten wieder verkauft werden. Entsprechend ist die Einbindung von gutachterlicher Expertise bei der Bewertung von Waldgrundstücken sinnvoll.

### Viele Besonderheiten bei der Bewertung

Wie bei jeder Immobilie gilt auch für Wald: Jedes Grundstück ist allein aufgrund seiner Lage einmalig. Daher gibt es im Gegensatz zu Aktien und Anleihen nicht den Marktpreis, vielmehr muss jeder Wald individuell bewertet werden. Dabei gilt es eine Vielzahl von Komponenten zu berücksichtigen. Das fängt bei der Topografie an. Je ebener ein Waldgrundstück ist, desto leichter lässt es sich bewirtschaften und desto einfacher ist es, die Bäume zu ernten und abzutransportieren. Bodenbeschaffenheit, Wasserverfügbarkeit, klimatische Gegebenheiten und Zugänglichkeit sind weitere Kriterien, die den Wert eines Waldgrundstücks beeinflussen.

Darüber hinaus ist entscheidend, welche Baumarten und wie viele Bäume auf dem Grundstück stehen und welches Alter und Volumen die Bäume haben. Während junge, dünne Bäume lediglich als Industrieholz zum Beispiel für die Herstellung von Zellstoff, Papier, Span- oder Faserplatten verwendet werden, eignen sich ältere Bäume mit größerem Stammdurchmesser für hochwertigere Nutzungen zum Beispiel als Säge- oder Furnierholz und können zu deutlich höheren Preisen verkauft werden. Durch ihr zunehmendes Volumen werden Bäume im Alter entsprechend wertvoller. Anhand des Baumbestands kann die zu erwartende Holzmenge geschätzt, der künftig aus dem Verkauf zu erwartende Ertrag berechnet und ein Wert für das Waldgrundstück ermittelt werden.

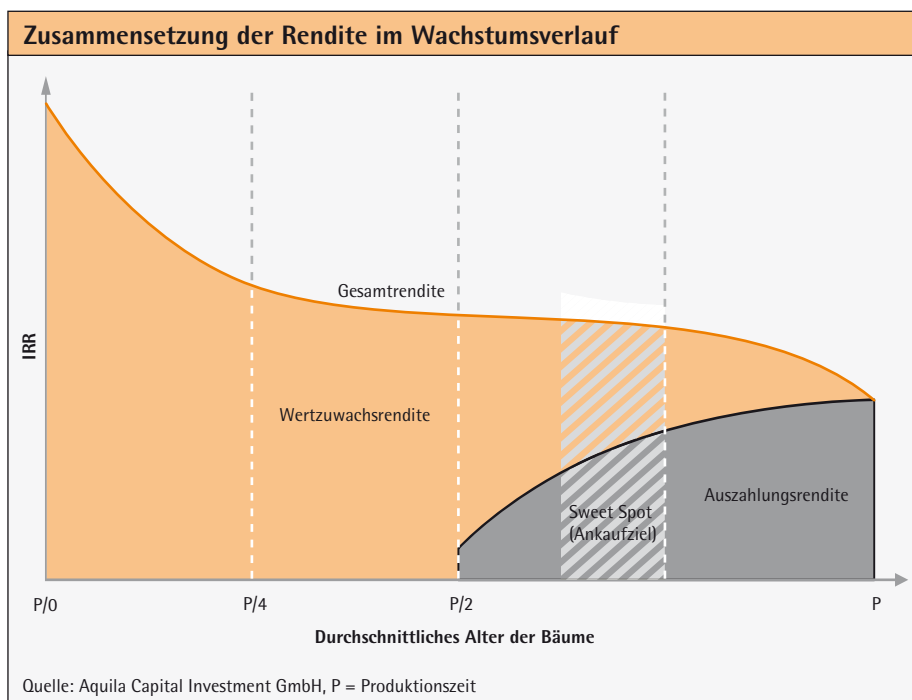
Bei der Auswahl von Waldgrundstücken und deren Bewertung ist auch die Nähe zu den Absatzmärkten für das geschlagene Holz wichtig. Dabei ist die Logistikinfrastruktur (Maschinen und Zugangswege) für die Holzernte und den Abtransport wesentlich. Hinzu kommen Aspekte wie Rechtssicherheit und Wäh-

#### Der Autor



**Nils von Schmidt**

Portfolio Manager Timber Investments, Aquila Capital Investment GmbH, Hamburg



rungsstabilität, die Einfluss auf die Bewertung des Investments haben. Zudem legen zahlreiche institutionelle Investoren zunehmend Wert auf eine zertifiziert-nachhaltige und naturnahe Bewirtschaftung des Waldes. Mischwälder mit standortgerechtem, ursprünglichem Baumbestand werden gegenüber Plantagen mit Monokulturen bevorzugt. In diesem Zusammenhang wird auch die Zertifizierung immer wichtiger.

### Zusammensetzung der Rendite

Die Gesamtrendite von Waldinvestments setzt sich aus zwei Renditebausteinen zusammen: Wertentwicklung und operative Rendite. Der Anteil beider Komponenten an der Gesamtrendite kann im Zeitverlauf schwanken. Die Wertentwicklung (Appreciation Return) hängt unter anderem vom Holzwachstum ab. Je schneller oder länger ein Baum wächst und marktfähiges Holz produziert, desto höher ist die Wertentwicklung. Die operative Rendite (Cash Return) wird maßgeblich durch den Verkauf des geernteten Holzes bestimmt. Je älter ein Wald ist, desto mehr marktfähiges Holz enthält er und desto größer sind die möglichen Einnahmen aus dem Holzverkauf. Damit ist es bereits beim Ankauf möglich, ausgehend vom Alter der Waldflächen und deren Baumartenzusammensetzung eine Zielrendite zu bestimmen (siehe Abbildung).

Die höchste Gesamtrendite ergibt sich aus einem Greenfield Investment, also

bei einer Aufforstung oder Neuanlage einer Waldfläche durch Pflanzung. Zu diesem Zeitpunkt ist der Investitionszeitraum am längsten und auch die Risiken sind am höchsten. Je älter die Bäume werden, desto geringer die Wahrscheinlichkeit, dass biotische oder abiotische Schäden die Produktionszeit vorzeitig beenden. Da Bäume in ihren ersten Lebensjahren das höchste Ausfallrisiko aufweisen, nimmt die Gesamtrendite in diesem Zeitraum etwas schneller als in späteren Jahren ab.

Ein Cash Return ist erst möglich, wenn die Bäume marktfähige Dimensionen erreicht haben und die Einnahmen aus dem Holzverkauf die Kosten der Bewirtschaftung übersteigen. Dies ist meist nach der Hälfte der Produktionszeit der Fall. In den ersten Jahren seines Lebens wächst ein Baum vorwiegend in die Höhe. Hat ein Baum etwa 70 Prozent seiner Endhöhe erreicht, wächst vor allem der Stammdurchmesser weiter. Ziel der Forstwirtschaft ist es, das Dickenwachstum des einzelnen Baumes zu steuern. Je dicker der Baum ist, desto mehr Möglichkeiten gibt es für seine Verwendung, desto höher ist die Nachfrage und umso höher ist auch der Holzpreis.

Besonders attraktiv ist der Ankauf der Waldfläche im sogenannten Sweet Spot. Diese Phase liegt im letzten Drittel der Produktionszeit und bietet das attraktivste Rendite-Risiko-Profil. Vor allem in diesem Zeitraum können die Eigenschaften und Vorteile von Waldinvestments am flexibelsten genutzt werden. Entsprechend groß ist die Nachfrage nach die-

sen Waldflächen. Ein breites Netzwerk aus erfahrenen Forstmanagern und Partnern im präferierten Investitionsland ist für den Zugang zu den richtigen Assets unabdingbar.

### Risikominderung durch Due Diligence und Monitoring

Häufig wird bei den Risiken von Waldinvestments zuerst an Feuer, Sturm und Insektenbefall gedacht. Zwar können diese Ereignisse dem Wald schaden, doch wird das Risiko überschätzt. Tatsächlich variiert die Waldbrandgefahr zwischen den Regionen, sodass sich dieses Risiko unter anderem durch die Standortwahl, durch aktives Management und Brandschutzmaßnahmen deutlich verringern lässt. Auch die tatsächlichen Verluste durch Stürme sind sehr gering. Meist werden ältere und höhere Bäume noch verwertbare Holz mengen enthalten. Insekten sind Teil des Waldes. Eine Gefahr besteht erst bei übermäßigem Befall. Doch lässt sich zum Beispiel die Verbreitung des Borkenkäfers durch gezielte Ernte befallener Bäume und den Einsatz von Pheromonfallen verringern.

In professionell gemanagten Wäldern treten Schäden durch Feuer, Sturm und Insekten daher nur sehr begrenzt auf. Laut einer Studie der Hancock Timberland Resource Group (HTRG), des größten Managers von Waldinvestments, haben diese Ereignisse zwischen den Jahren 1992 und 2010 nur in zwei Jahren zu einem Wertverlust von etwas mehr als 0,4 Prozent pro Jahr geführt. In den meisten Jahren betragen die Einbußen weniger als 0,1 Prozent des Werts.

### Managementfehler größtes Risiko

Tatsächlich gehören Managementfehler und Marktrisiken zu den größten Risikofaktoren bei Waldinvestments. Managementrisiken sind zum Beispiel unzureichende Bewirtschaftungs- und Beratungsleistungen, aber auch zu teure Maschinen und ungeeignete Infrastruktur für die Waldbewirtschaftung. Diese Risiken lassen sich aber im Rahmen der Due Diligence erkennen und wesentlich reduzieren, zum Beispiel durch Überprüfung der fachlichen Eignung von Mitarbeitern in Schlüsselpositionen und die Kontrolle beziehungsweise Optimierung

relevanter Prozesse. Gegebenenfalls sollte nicht nur ein Monitoring über die Laufzeit stattfinden, sondern auch ein Anreizsystem geschaffen werden.

Marktrisiken werden vor allem durch die Preise für Holz und für Waldgrundstücke bestimmt. Die Volatilität der Holzpreise stellt dabei nur ein Risiko dar, weitere resultieren aus der Entfernung des Waldgrundstücks zu den Absatzmärkten und wie flexibel der Nachfrage entsprochen werden kann. Ein Forst mit verschiedenen Baumarten unterschiedlichen Alters kann Marktschwankungen besser ausgleichen als eine Monokultur. Hinsichtlich der Preise für Waldgrundstücke gilt es, wie bei anderen Immobilienanlagen, Bewertungs- und Illiquiditätsrisiken zu beachten. Um diese angemessen zu beurteilen, sind neben Angebot und Nachfrage auch die Grundstücksverfügbarkeit und die Einhaltung von Bewertungsstandards ausschlaggebend.

### Weiterer Risikofaktor ist das Holzwachstum

Ein weiterer Risikofaktor ist das Holzwachstum, das unter anderem von der Baumart und den klimatischen Verhältnissen abhängt. Dieses Risiko kann aber zum Beispiel durch die Investition in Bestandswälder, die Auswahl erprobter Baumarten und gegebenenfalls den Wechsel der Baumart sowie die Verbesserung des Pflanzmaterials verringert werden.

Es zeigt sich, dass die Risiken eines Waldinvestments in einer Due Diligence gut identifizierbar und mitigierbar sind. Darüber hinaus ist es wichtig, diese Risiken durch ein fortlaufendes Monitoring während der gesamten Laufzeit des Investments, die mit mindestens zehn Jahren veranschlagt werden sollte, systematisch zu beurteilen, um wenn nötig entsprechende Maßnahmen einleiten zu können. Ein gutes Laufzeitmanagement und ein konsequentes Risikomanagement leisten einen wertvollen Beitrag zum Erfolg einer Investition in Wald.

Investitionen in Wald können ein nachhaltiger und passgenauer Baustein im Portfolio institutioneller Investoren sein. Denn die Vielfältigkeit des Sachwerts bietet beste Voraussetzungen für maßgeschneiderte Investitionslösungen. So können Investoren sowohl das Rendite-Risiko-Profil ihrer Waldinvestition als auch die Zusammensetzung der Rendite aus Wertzuwachs und laufenden Erträgen bestimmen.



Ziel der europäischen Bankenunion ist eine dauerhafte Stabilisierung des Bankenmarktes durch die Übertragung nationaler Kompetenzen auf zentrale Institutionen und die Erarbeitung gemeinsamer Richtlinien. Dazu gehört neben einer gemeinsamen Bankenaufsicht sowie dem Instrumentarium der Bankenabwicklung als dritte Säule die harmonisierte europäische Einlagensicherung.

Das Buch bietet einen breiten Überblick über die wesentlichen Elemente und die Mechanik der Europäischen Bankenunion. Eine kritische Analyse der vorgesehenen Funktionsweise und der eigentlichen Intentionen des Konzepts zeigt die positiven Elemente ebenso auf wie bestehende Schwachstellen. Auch wird der Frage nachgegangen, wie sich dieser Ansatz in die sich abzeichnende Struktur der globalen Finanzarchitektur einfügt.

**Die Europäische Bankenunion**  
– ein Element der internationalen Bankordnungspolitik  
Von Hannes Rehm  
2015. 96 Seiten, broschiert,  
17,90 Euro.  
ISBN 978-3-8314-1237-2.

*Mehr Informationen zur  
Taschenbuchreihe finden Sie  
unter [www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de).*



**Fritz Knapp Verlag**  
**60553 Frankfurt/Main**

Postfach 70 03 62  
Telefon (069) 97 08 33-21  
Telefax (069) 707 84 00  
[vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de)