

Der Wald als Investitionsobjekt

Tiefe Korrelation zu andern Anlageklassen

Von Samuel Wagnière*

Immer häufiger sind in den Portefeuilles von institutionellen und privaten Investoren auch Forstplantagen und Waldflächen zu finden. Auffallend für diese Anlagen ist ihre tiefe Korrelation zu den übrigen Anlageklassen. Wesentlich für den Erfolg von Forstinvestments ist eine grosse Ausdehnung der Waldfläche. Steigende Rohstoffpreise und ökologische Trends lassen neue Märkte für Forstprodukte entstehen.

Waldflächen in Südamerika, Föhrenplantagen in Neuseeland oder Aufforstungen in Malaysia: Die Möglichkeiten für Investoren, ihr Vermögen durch Investments in den Forstbereich zu diversifizieren, haben in den vergangenen Jahren zugenommen. Die Rolle von Wald als Vermögensanlage ist dabei keineswegs neu, spielt doch bewaldeter Grundbesitz vor allem in Europa als eigentliche Core-Holding von Familien und öffentlichen Körperschaften schon seit alters eine wichtige Rolle. Die zunehmende Substitution des Energieträgers und Baustoffes Holz durch Kohle und Erdöl bzw. durch Stahl und Beton liess jedoch den Wald als Rohstoffquelle vielerorts an Bedeutung verlieren.

Attraktives Rendite-Risiko-Profil

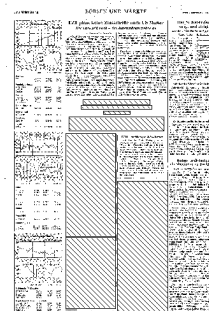
Seit 1974 ist es den Pensionskassen in den USA erlaubt, Vermögenspositionen in Forstplantagen und Waldflächen zu halten. Auswertungen zu diesen Anlagen über die vergangenen dreissig Jahre haben – für viele unerwartet – überdurchschnittliche Renditen und tiefe Korrelationen zu den übrigen Anlageklassen zutage gebracht. Der NCREIF-Timberland-Property-Index, welcher Forstflächen in den USA mit einem derzeitigen Marktwert von rund 4,9 Mrd. \$ erfasst, wies seit 1973 eine durchschnittliche jährliche Rendite von rund 14,5% auf, dies bei einer Standardabweichung von rund 14,8%. Im Vergleich zum Aktienindex S&P 500 entspricht dies einer um 3,8 Prozentpunkte höheren Rendite bei einem um 3,2 Prozentpunkte tieferen Risiko. Die Korrelation zum S&P 500 lag bei $-0,17$. Solche Ergebnisse haben den Wald wieder zunehmend ins Interesse der Investoren gerückt.

Die Ergebnisse des NCREIF-Timberland-Property-Indexes sind jedoch nicht ohne weiteres auf andere Situationen, insbesondere nicht auf die schwierigen Verhältnisse in der mitteleuropäischen Waldwirtschaft, übertragbar. Bei der weltweit annähernd vollständigen Konkurrenz in den

Absatzmärkten für Forstprodukte sind für eine hohe Rendite tiefe Kaufpreise beim Land und eine rationelle Bewirtschaftung bei der Pflanzung, der Pflege und der Holzernte unabdingbar. Beides spricht zweifellos für eine möglichst grossflächige Bewirtschaftung.

In nord- und südamerikanischen, skandinavischen, afrikanischen oder asiatischen Ländern sind Forstbetriebe mit über 200 000 Hektaren (gut die Fläche des Kantons Zürich) keine Seltenheit. Die Bodenpreise bei Transaktionen dieser Ausdehnung liegen in den USA beispielsweise bei rund 1000 \$ pro Hektare, während sie bei kleineren Waldflächen rasch ein Vielfaches davon erreichen. Kaufpreise deutlich unter 1000 \$ pro Hektare können am ehesten in tropischen Ländern erzielt werden, wo jedoch die politischen Rahmenbedingungen und die Landerschliessung nicht immer gleich vorteilhaft sind. Für die Bewirtschaftung grosser Waldflächen spricht überdies die bessere Diversifikation des Risikos in Bezug auf Baumarten und Sortimente.

Der angestammte Absatzmarkt für die Forstbranche ist der Holzmarkt. Er umfasst die Segmente Industrieholz für die Produktion von Zellulose und Papier, Bauholz, Möbelhölzer sowie Energieholz. Je nach Baumart und Sortiment verlief die Preisentwicklung in den vergangenen Jahrzehnten sehr unterschiedlich. Steigende Erd-



ölpreise haben in einigen Ländern den Energieholzmarkt in letzter Zeit neu belebt. Für eine Investition ins Energieholzgeschäft sind Baumarten interessant, welche in möglichst kurzer Zeit möglichst viel Biomasse produzieren. Quantitatives Wachstum allein ist aber oft nicht genug: Auf den Märkten für Industrie- und Möbelhölzer zeichnet sich ab, dass von den Kunden verstärkt eine umwelt- und sozialverträgliche Waldbewirtschaftung nachgefragt wird. Die bedeutendste Organisation für die Zertifizierung nachhaltiger Waldwirtschaft ist der Forest Stewardship Council (FSC), welcher heute weltweit rund 3500 Abnehmer zählt. Wieder vermehrt sind auch kleine Forstunternehmen zu beobachten, welche mit ausgewählten, teuer bezahlten Baumarten – etwa Sandelholz – auf eine Nischenstrategie setzen.

Von einigem Interesse für die Forstbranche ist ausserdem der noch junge Markt für CO₂-Emissionsrechte: Solche werden im Rahmen der flexiblen Mechanismen des Kyoto-Protokolls generiert. Wälder sind während ihrer Wachstumsphase CO₂-Senken, sie binden also mehr CO₂, als sie abgeben. Pro Hektare und Jahr werden bis zu 6 Tonnen CO₂ absorbiert, und im entsprechenden Umfang können Emissionsrechte emittiert und im internationalen Handel verkauft werden.

Ein klassisches Private-Equity-Geschäft

Die Möglichkeiten, in Forstflächen zu investieren, sind beschränkt. Zwar werden auf verschiedenen Börsen Wertpapiere von Forstunternehmen gehandelt, doch entpuppen sich viele dieser Firmen beim genauen Hinsehen oft als stark vertikal integrierte Unternehmen, so dass mit dem Aktienkauf meistens auch in die Wertschöpfung der nachgelagerten Stufen, beispielsweise in die Produktion von Zellulose oder Baumaterialien, investiert wird. Die Charakteristiken von rein forstwirtschaftlichen Anlagen werden dadurch reduziert. Der überwiegende Teil der Investitionen in die (reine) Waldwirtschaft wird deshalb in der Regel als Private-Equity-Geschäft abgewickelt. Zu diesem Zweck haben sich insbesondere in den USA sogenannte Timberland Investment Management Organizations (TIMO) etabliert. Die TIMO suchen, evaluieren und kaufen im Auftrag von Investoren weltweit geeignete Forstflächen, agieren als unabhängige Berater und Broker, verwalten die Waldflächen mit forsttechnischem und finanzanalytischem Wissen und verkaufen die Flächen weiter, wo dies angezeigt erscheint. Über Intermediäre wie die TIMO wird sichergestellt, dass das Potenzial der Wälder auch in Zukunft effizient ausgeschöpft wird.

TIMO – unabhängige Anlageberater

S.W. Der Begriff der Timber Investment Management Organization (TIMO) hat sich in den USA seit den 1970er Jahren etabliert, als die ersten institutionellen Investoren den Forstbereich als neues Investitionsziel entdeckt haben. In der gleichen Zeit haben sich einige grosse Forstunternehmen von ihren Waldbeständen getrennt, um sich auf das Kerngeschäft der Holzverarbeitung zurückzuziehen. Im Gegensatz zu Forstunternehmen, welche für ihr eigenes Unternehmen und somit im eigenen Interesse Kapital beschaffen, sind die TIMO als unabhängige Berater, Broker und Vermögensverwalter dem alleinigen Interesse der Investoren verpflichtet. In den USA flossen in den vergangenen Jahren rund 14 Mrd. \$ über TIMO in den Forstbereich.