

Willkommen im Wald

Fonds & Co. hat **mit den führenden Anbietern von Forst-Investments** und einem Professor für Forstwissenschaften über **Chancen und Hindernisse dieser Asset-Klasse diskutiert.**

Fonds & Co.: *Privatanleger können sich seit 2007 kleinteilig an Wald beteiligen – warum ist er für sie nicht wie für Institutionelle ein unerlässlicher Portfolio-Bestandteil?*

Gert Waltenbauer (KGAL): Weil für den Endkunden Wald ein emotionsgeladenes und zugleich ein sehr erklärungsbedürftiges Asset geblieben ist. Als Investment ist Wald kein Selbstläufer, der sich von allein erklärt oder den jeder haben will. Institutionelle Investoren sind hier weniger emotional, sie rechnen nüchterner die Vorteile für sich und das Depot aus.

David Rückel (Wells): Das gleiche Bild zeigt sich auch in den USA. Hier lässt sich Wald durch den langfristigen Absolute-Return-Charakter im institutio-

nellen Geschäft sehr gut platzieren. Als amerikanischer Asset-Manager haben wir im Heimatmarkt mit deutlich mehr Nachfrage gerechnet als die 250 Millionen Dollar, die wir bisher bei Privatanlegern eingesammelt haben.

? Warum? Trauen Endkunden den Wald-Fonds nicht dauerhaft zu, mindestens ihren Kapitaleinsatz zu erwirtschaften?

Christian Gruben (NeueVermögen): Die Absicherung des Anfangskapitals hat bei Investmentfonds einen anderen Stellenwert, weil man sie vor der Volatilität der Märkte sieht. Bei guten Waldinvestments findet man diese Sicherheit, also den Kapitalerhalt, zwar sehr ausgeprägt vor

und hat als zweiten Vorteil, von den Kapitalmärkten abgekoppelt zu sein. Viele Investoren gehen aber mit einem „Immobilienansatz“ an Wald heran.

Axel Stiehler (Aquila Capital): Deshalb erwarten Zeichner von Geschlossenen Fonds sehr häufig vorhersagbare Ausschüttungen, die ein gut gemanagter Wald nicht bieten kann. Man schlägt kein Holz ein, um stabil ausschütten zu können, sondern erntet es dann, wenn sich der beste Marktpreis erzielen lässt.

Moritz von Mecklenburg (Nordcapital): Man würde sonst einen entscheidenden Vorteil des Materials verschenken: die Flexibilität, ihn passend zur Nachfrage zu vermarkten. Holz hat keinen fixen Ernte-Termin wie Mais oder Weizen.

„Wald ist ein sehr emotionsgeladenes und erklärungsbedürftiges Asset für Privatanleger.“

Gert Waltenbauer ist Mitglied der KGAL-Geschäftsführung. KGAL brachte 2008 den KGAL Timber Class 1 auf den Markt.

„Man kann ihn als Spezialimmobilie ohne Reparaturaufwand betrachten.“

Moritz von Mecklenburg ist bei Nordcapital der Mann für den Forst und Geschäftsführer des aktuellen Waldfonds 2.

Jochen Stockdreher (Jamestown): Zudem hat Holz mehrere Absatzmärkte: Man kann es an die Bauindustrie verkaufen, es gibt eine stabile Nachfrage in der Papier- und Zellstoff-Industrie und Wachstum beim Einsatz als Energieträger. Zudem gibt es keinen Verwertungsdruck, weil man Bäume verlustfrei und ohne Lagerkosten aufbewahren kann.

Thomas Knoke (TU München): Neuerdings wird Holz auch als Energieträger verstärkt nachgefragt. Die hohen Preise für Konstruktionsholz hierzulande sind eine direkte Folge der Knappheit, weil mittlerweile fast die Hälfte des Einschlags zur Energiegewinnung vorgesehen ist, nicht mehr nur ein Fünftel. Ich bin gespannt, ob dieser Trend auch die Vereinigten Staaten erfasst.

? Sie bieten Investments in den USA, in Rumänien, Australien oder Brasilien an. Kann man die genannten Eigenschaften und Vorteile in allen Forst-Investments finden?

Peter Jäderberg (Jäderberg): Unser Indisches Sandelholz-Investment ist zwar ein Exot dieser Assetklasse, doch bietet

sie die allgemeinen Vorteile eines Wald-Investments und bedient ganz eigenständige Absatzmärkte. Sandelholzöl braucht man in der Medizin, Parfüm-Industrie und für religiöse Anwendungen von Buddhisten und Hinduisten.

Stiehler: Trotz aller Gemeinsamkeiten ist jedes Investment gesondert zu betrachten: Welche Bäume nutzt man? Wie schnell wachsen sie? Welches Klima herrscht? Wie sind die Absatzmöglichkeiten? Wie steht's mit der Infrastruktur?

Stockdreher: Nicht nur bei US-Forsten ist die Nähe zu örtlichen Verarbeitern, großen Straßen oder einem Verladehafen wichtig. Hier können größere Entfernungen als 100 Meilen bereits problematisch sein. Da Holz einen relativ geringen Materialwert hat, begrenzen die Möglichkeiten eines effizienten Transports den relevanten Absatzmarkt.

Rückel: Selbst die beste Anbindung hilft aber wenig, wenn die bewirtschafteten Waldflächen in einer Region zu klein sind. Man braucht eine Mindestgröße vor Ort, man muss die dortigen Preise bestimmen oder zumindest beeinflussen können. Die großen TIMOs, wie sich

US-Forst-Investment-Manager nennen, kaufen für ihre institutionellen Kunden nur Flächen über 20 000 Hektar. Darunter mangelt es an Marktmacht.

Gruben: Weil jedes Anbaugebiet seine Eigenheiten hat, die der jeweilige Forst-Manager beherrschen muss, setzen wir in dem von uns gemanagten Catella-Spezialfonds auf einen Mix. So behalten unsere Kunden die Vorteile des gefragten Rohstoffs Holz und bekommen dazu noch den Vorteil breiter Streuung.

Waltenbauer: Institutionelle Investoren legen darauf großen Wert. Sie gehen mit klarem Portfolio-Ansatz an die Investments. Daher achten sich nicht darauf, ob Konzepte miteinander konkurrieren, sondern ob sie sinnvoll kombinierbar sind. Privatanleger und Initiatoren sollten sich daran orientieren: Es gibt Unterschiede, ja! Aber darum geht es nicht: Jeder sorgsam verfolgte Investmentansatz hat seine Berechtigung und kann dem Kunden nutzen.

? Wald als Asset-Klasse ist also mehr als nur ein Haufen Bäume. Müssen Privatanleger jetzt alle Feinheiten des Investments kennen oder genügt für sie eine Rendite-Kennzahl? »

ALLE FOTOS: JULIAN MEZGER

„Trotzdem hat jedes Anbaugebiet seine Eigenheiten. Besser man streut nach Sorte und Region.“

Christian Gruben ist Geschäftsführer der Neue Vermögen Asset Management, die den Spezialfonds Catella Focus Global Forests managt.

» **Knoke:** Wald ist vom Prinzip her ganz einfach zu verstehen und trifft eigentlich in Deutschland auf eine gute Grundstimmung. Hier sehen ihn die meisten positiv. In Südamerika ist Wald der Feind. Man muss ihn beseitigen, um Acker- oder Weideland zu gewinnen. Das Problem ist, dass deutschen Privatanlegern oft der Investitionsimpuls vergeht, wenn der Wald nicht um die Ecke, sondern auf einem anderen Kontinent steht.

Stiehler: Ich würde solche Hemmungen mehr einer unklaren Zukunftsangst zuschreiben, die momentan umgeht. Als Pionier 2007 gestartet, hat Aquila Capital sowohl Private Placement wie Publikumsfonds zügig platziert, obwohl (oder weil) wir auf Brasilien spezialisiert sind.

Stockdreher: Auch US-Investments sind gefragt. Der Jamestown Timber 2 hat kurz nach dem Start schon zehn Millionen Dollar platziert. Verglichen mit unseren US-Immobilien ist Wald aber längst noch nicht so etabliert.

von Mecklenburg: Beim Waldfonds 1 konnten wir in der Finanzkrise das Volumen sogar auf 60 Millionen Euro verdoppeln. Der zweite Fonds läuft konti-

nuerlich, wobei naturnahe Mischwälder in Rumänien andere Interessen bedienen als Monokultur in Plantagen.

? *Offensichtlich haben die Kunden doch unterschiedliche Vorlieben. Haben sie damit auch das Chancen/Risiko-Profil im Griff?*

Waltenbauer: Teilweise. Denn die Anbieter werben um die selben Kunden. Daher wird meist in Synopsen argumentiert, in Gegensätzen: USA ist verlässlicher als Rumänien! Dafür gibt es ein Währungsthema! Und so weiter. Das schafft Investoren keinen Mehrwert. Sie müssen letztlich Argumente einordnen, ohne eine Systematik zu haben.

Knoke: Eine zumindest sollte er kennen: Wie bei allen Investments gibt es eine hohe Korrelation zwischen den Renditemöglichkeiten und dem Risiko. So sind in Nordamerika die Ertrags-Chancen moderat, dafür ist das rechtliche Umfeld stabil. In Südamerika sind die Renditeerwartungen höher, dafür das politische und rechtliche Umfeld unsicherer.

Stiehler: Ist das nicht ein statisches Vorkrisen-Bild? Zur Sicherheit gehören

doch auch die Wachstumsaussichten. Hier legen Länder wie Brasilien mehr zu als die USA. Das Land hat Investment Grade und Fußball-Weltmeisterschaft sowie Olympiade bringen eine Milliarde Real allein für Infrastruktur!

Stockdreher: Wachstum gibt es auch in den USA. Das Land hat momentan vielleicht ein angeschlagenes Image, aber ein stabiles Bevölkerungswachstum. Jährlich kommen über eine Million Haushalte neu hinzu, das relativiert den Einbruch beim Neubau von zwei Millionen Einheiten auf nur noch 500.000. Der Bestand an fertigen Häusern wird bald absorbiert sein – dann wird die Nachfrage nach Balken, Brettern und Faserplatten anziehen.

Rückel: Es ist ohnehin ein Fehler, immer nur auf die Housing-Bubble zu starren. Die USA sind aus unserer Erfahrung ein sehr stabiler Absatzmarkt: Wir managen 125.000 Hektar Wald in Georgia und Alabama und konnten 2008 und 2009 unseren Umsatz sogar steigern. Nicht indem wir aggressiv Bäume gefällt haben, sondern weil wir die richtigen Bäume verwertet haben: Solche für Faserholz. Nur ein US-Absatzkanal schwächelt.

„Der Häuserbestand ist bald absorbiert. Es gibt pro Jahr mehr als eine Million neue US-Haushalte.“

Jochen Stockdreher ist Geschäftsführer des Initiators Jamestown und verantwortlich für den aktuellen Timber 2.



? Ohne Insider-Wissen oder Vertrauen ins Management vor Ort ist das wohl nur schwer einzuschätzen?

Stiehler: Ohne Marktkenntnisse geht es nicht. Wir sind etwa an Projekten mit über 150 000 Hektar Wald in Brasilien beteiligt. Dort gibt es nicht nur enorme Nachfrage – die gesamte Produktion wird sofort aufgebraucht –, sondern immer noch attraktive Einstandspreise, die wir mit zwei Fonds, die noch 2011 kommen sollen, nutzen werden.

Rückel: Viele vergleichen Wald mit Immobilien. Entsprechend gibt es Core-Investments und opportunistischere Ansätze. So gesehen erfüllen Länder wie die USA mit gesichertem Holzabsatz und verlässlichen Forsttransaktionen – schließlich muss man die Flächen später auch wieder verkaufen können – die Forderung nach Lage, Lage, Lage am besten.

Stockdreher: Das zeigt sich auch daran, dass die Preise für Waldland während der Krise sehr stabil geblieben sind, während die Aktienmärkte extrem gelitten haben.

Waltenbauer: Mir gefällt das nicht, weil sich eine Schere auftut. Die Material-

preise sind gefallen, folglich müsste sich der abdiskontierte Ertrag doch irgendwie niederschlagen. Trotzdem bewegen sich die Kaufpreise nicht von der Stelle.

Rückel: Weil es kaum Transaktionen gibt. Während in normalen Jahren in den USA durchschnittlich gut zwei Millionen Hektar Waldfläche umgesetzt wird, findet dort momentan praktisch kein Handel statt.

Gruben: Das liegt daran, dass Investoren (wie die Fonds) überwiegend mit Eigenkapital kaufen. Deshalb gibt es keine bankgetriebenen Notverkäufe. Trotzdem sind auch wir etwas irritiert, dass der NCREIF so stabil bleibt.

? Jeder zitiert ihn, aber nur wenigen ist klar, was sich genau dahinter verbirgt. Was muss man über den NCREIF wissen?

Stockdreher: Dieser wichtige Timberland Index reicht bis 1987 zurück und zeigt die Ergebnisse aus US-Forstinvestments. Man muss jedoch die Zahlen richtig einordnen können.

Knoke: So gab es teilweise einen Anstieg um 30 Prozent, als die Regierung in

den 90er-Jahren die wirtschaftliche Nutzung der National Forests, der Staatswälder, abschaffte. Das wertete bestehende Nutzflächen deutlich auf, wirkt sich aber heute nicht mehr wahrnehmbar aus.

Rückel: Der Index setzt sich aus zwei Komponenten zusammen, dem Ebitda und einer Appreciation Component. Diese Wertsteigerungskomponente ist gefallen, da sie vom Marktwert für Holz abhängt. Deshalb verkauft auch keiner.

Stockdreher: An gute Flächen heranzukommen, ist momentan sehr schwierig.

Gruben: Der Index bildet zudem keine realen Transaktionen ab, sondern basiert auf den Einschätzungen der TIMOs. Sonst hätten wir höhere Einbußen.

Knoke: Etwas eingebrochen ist er ja, und es wird zwei bis drei Jahre dauern, bis sich der NCREIF wieder erholt hat. Er war auch in der Krise Anfang 2000 für eine vergleichbare Zeit und wie jetzt um fast fünf Prozent abgetaucht.

Rückel: Darin zeigt sich, dass der Markt professioneller geworden ist. Die großen Lose verkaufen die TIMOs untereinander und nicht nur an Papierhersteller. »

„Man schlägt kein Holz, um stabil auszuschütten. Man erntet, wenn der beste Preis zu erzielen ist.“

Axel Stiehler, Geschäftsführer von Aquila Capital Advisors. Mit Waldinvest I leistete der Initiator in Deutschland Pionierarbeit.

„Das kann man, weil Holz eine besondere Eigenschaft hat: Erst der geschlagene Baum ist Rohstoff.“

David Rückel ist Geschäftsführer von Wells Germany.



»? *Kommen wir noch einmal zum Thema Wald als Bollwerk gegen Inflation zurück. Welche Palisaden kann man daraus bauen?*

Knoke: Das kann man nur mit gut gemanagten Forstflächen, sie profitieren von zwei Effekten: Auf der Absatzseite ist Holz als Konstruktionsmaterial und Ausgangsprodukt für Papier- und Zellstoff-Industrie nicht zu ersetzen. Zugleich wächst durch die Globalisierung der Bedarf, während produktionsstarke Flächen nicht beliebig vermehrbar sind. Gewisse Intensivierungen sind noch durch verbesserte Klone und im genetischen Bereich zu erreichen. Sie werden aber die gesteigerte Nachfrage nicht oder – durch die langen Umtriebszeiten – erst sehr spät bedienen.

von Mecklenburg: Kalkulierbarer Cashflow ist nicht alles. Vielen Käufern geht es heute mehr um Wertsicherung, um Inflationsschutz. Beim deutschen Wald etwa sind die Preise auch bei hohem Holztertrag primär nur durch Wertsteigerung und Werterhalt herleitbar. Da kann man auch nichts „leveragen“. Trotz hoher Preise werden aber alle großen Flächen sofort gekauft.

Stockdreher: Die Schere wird auch in den USA nicht mehr zugehen. Sobald die Bautätigkeit wieder anspringt, werden die Transaktionen wieder steigen – und voraussichtlich auch die Preise.

von Mecklenburg: Investoren achten nicht mehr nur auf eine Cashflow-Rendite, sondern auch auf eine Wachstums-Rendite. Wer einen Teil seines Portfolios in Wald parkt und – wie in Deutschland – eine niedrige Rendite in Kauf nimmt, vertraut darauf, dass sein Investment in zehn Jahren teurer ist als heute. Wald ist als Spezialimmobilie zu sehen, aber ohne Reparaturaufwand. Da muss man keine Fenster und kein Dach ersetzen.

Rückel: Dazu kommen die besonderen Eigenschaften des Materials. Erst der geschlagene Baum ist Rohstoff. Ein Mäner hat die Möglichkeit, bei schwachen Märkten den Baum nicht zu verwerten, sondern stehen zu lassen. Auch das wirkt der Inflation entgegen.

Stiehler: Nicht nur das. In der Zwischenzeit wächst der Baum weiter. Der Stamm wird sogar exponentiell wertvoller, weil jeder neue Jahresring zwangsläufig größer ist als der darunterliegende.

Knoke: Ein wichtiger Faktor könnte auch der Energiemarkt sein. Zwar ist die stoffliche Verwertung gegenüber der energetischen – wir machen gerade eine vergleichende Studie dazu – viel sinnvoller. Es wird aber wie gesagt viel Holz dafür verbraucht. Übrigens ohne die Forstwirte ähnlich wie die Bauern zu subventionieren, was ein Unding ist.

Rückel: RWE hat gerade eine große Produktionsstätte für Holzpellets in Georgia gebaut, die Kraftwerke in den Niederlande und Großbritannien verfeuern Pellets, um die Klimabilanz zu schönen. Auch andere werden demnächst Pellet-Anlagen bauen. Insgesamt sollen in den USA 220 Biomasse-Projekte realisiert werden.

Jäderberg: Hier muss sich jeder die Frage stellen, ob das Verbrennen von Holz energieeffizient ist und einem nachhaltigem Umgang mit der Natur entspricht. Wald hat bei entsprechender Größe immer einen unabdingbaren Wert als Klimaschutz.

? *Das klingt, als würden die Chancen klar überwiegen. Nur: Für welchen Investment-Ansatz soll sich der Privatanleger entscheiden?*

„Unser indisches Sandelholz bedient spezielle Märkte und ist sehr selten – und begehrt.“

Peter Jäderberg, Gründer von Jäderberg & Cie

„Rendite-Chance und Risiko korrelieren auch bei Wald-Investments stark miteinander.“

Thomas Knoke, Professor für Forest Management an der TU München



Knoke: Eine griffige Orientierung, was den Chance-Risiko-Mix angeht, bieten die risikoadjustierten Kalkulationszinsen, die man in der Literatur für forstliche Bewertungen findet. Diese liegen für die USA bei 4,5 Prozent, in Südamerika gehen sie, je nach Land, erst bei etwa neun Prozent los.

Rückel: Diesen Rendite-Mix zeichnen die Portfolios institutioneller Anleger oft nach. Viele von ihnen starten mit etwa 50 Prozent USA und gruppieren darum dann andere Regionen.

Knoke: Sie tasten sich also in einem diversifizierten Portfolio nach ersten Erfahrungen in profitablere Länder vor, sogar in afrikanische Eukalyptus-Wälder.

von Mecklenburg: Dem Privatanleger hilft die Ländereinteilung kaum. Für ihn ist Wald als Plantage eine Rohstoff-Spekulation: Je spezieller das Produkt, desto höher muss die Rendite sein. Verfügt der Investor nur über Eukalyptus oder Kiefer, muss dieses Sortiment zum Erntezeitpunkt auch zu guten Preisen zu verkaufen sein. Hat er, wie bei uns, ein Mischwald-Portfolio, kann er flexibel liefern, was gefragt ist. ●

Die Teilnehmer

Deutschlands geballte Kompetenz in Sachen „Wald als Asset-Klasse“ folgte der Einladung von *Fonds&Co*-Chefredakteur Ludwig Riepl zum Roundtable-Gespräch. Eine kurze Vorstellung der Experten mit ihren Arbeitsschwerpunkten.



Christian Gruben ist Geschäftsführer der Neue Vermögen Asset Management. Sie entwickelte zusammen mit Catella den Spezialfonds Focus Global Forests, den private und institutionelle zur Portfolio-Optimierung nutzen. *Kontakt:* www.catella-realestate.de



Peter Jäderberg bietet mit seinem Emissionshaus aktuell Fruta Brasil und Indian Sandalwood an. Das in Australien kultivierte indische Sandelholz ist ein seltener Baum, aus dem das begehrte Sandelholzöl gewonnen wird. *Kontakt:* www.jaederberg.de



David Rückel führt die deutsche Tochter des US-Assetmanagers Wells. 2008 wollte man zusammen mit der DFH den Materia Holz- und Waldportfolio platzieren, konzentrierte sich dann aber aufs institutionelle Geschäft. *Kontakt:* www.wellsgermany.com



Axel Stiehler führt die Geschäfte von Aquila Capital Advisors und verantwortet den Vertrieb Geschlossener Fonds. Im ersten Halbjahr 2011 platzierte Aquila knapp 88 Millionen Euro Eigenkapital. Neue Waldfonds sind in Planung. *Kontakt:* www.aquila-capital.de



Jochen Stockdreher ist Geschäftsführer bei Jamestown in Köln und verantwortet dort die US-Forste. Der Marktführer für Geschlossene US-Immobilienfonds bietet seit 2008 auch Forstinvestments an, aktuell den Timber 2. *Kontakt:* www.jamestown.de



Moritz von Mecklenburg verantwortet bei Nordcapital die Waldfonds und ist Geschäftsführer des Waldfonds 2. Der Volljurist mit landwirtschaftlicher Ausbildung hat 20 Jahre Erfahrung mit Investments in Grund und Boden. *Kontakt:* www.nordcapital.com



Gert Waltenbauer gehört zur Geschäftsführung des Initiators KGAL, der 2008 den ersten Waldfonds für Privatinvestoren auflegte. Nach dem KGAL Timber Class 1 – „ein gutes Produkt in schwierigem Umfeld“ – forcierte der Grünwalder Initiator sein institutionelles Geschäft. *Kontakt:* www.kgal.de



Thomas Knoke ist seit 2005 Professor für Forest Management an der Technischen Universität München. Internationale Studien führten ihn nach Südafrika, Chile, Ecuador und China. Ein Schwerpunkt seiner Arbeit ist der Schutz des Tropenwaldes, wobei ihm Aufforstungsprojekte mit einheimischen Baumarten sehr wichtig sind. *Kontakt:* www.waldinventur.wzw.tum.de