

Markus Altwegg | Peter Meier

Timberland

Markus Altwegg | Peter Meier

# Timberland

Holz – die grüne Anlageklasse



Bibliografische Information Der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet  
über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten

© Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler | GWV Fachverlage GmbH,  
Wiesbaden 2008

Lektorat: Guido Notthoff

Der Gabler Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.  
[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Nina Faber de.sign, Wiesbaden

Druck und buchbinderische Verarbeitung: Wilhelm & Adam, Heusenstamm

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-0724-0

# Vorwort

Schon seit Jahrhunderten investiert der Mensch sein Kapital in werterhaltende Rohstoffe. Ein beliebtes Anlageobjekt war schon von jeher der Wald als Reservoir des nachhaltigen Rohstoffes Holz. In der Vergangenheit waren die Wälder eine Domäne des Adels. Heute besitzen nicht nur der Staat und vermögende Privatpersonen Waldgrundstücke, sondern auch Grossanleger wie internationale Konzerne, Banken, Versicherungen, Pensionskassen, Stiftungen von Familien und Universitäten. Die Investoren sehen in der natürlichen Ressource Holz eine attraktive Möglichkeit, um grosse Kapitalmengen langfristig sicher und rentabel anzulegen.

Der Vorteil von Anlagen in Sachwerte liegt auf der Hand und ist gerade im heutigen Kontext aktuell. Während die Finanzmärkte immer wieder Phasen von Unsicherheit und Übertreibungen ausgesetzt und dabei teilweise von den realwirtschaftlichen Begebenheiten abgekoppelt sind, bieten Sachwerte eine stabile Einkommenskomponente. Es ist an der Zeit, diesen «begreifbaren Investments» wieder mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Gerade das natürliche Wachstum von Bäumen hat seine eigene Dynamik und entzieht sich dem Geschehen an den Finanzmärkten.

Als Anlageform zeichnet sich Holz – eine erneuerbare Ressource mit fester Nachfrage – als bemerkenswert stabiles Investment aus. Diese Stabilität ist zum Teil bedingt durch die lange Zeit, die Bäume zum Wachsen brauchen. Während bei anderen Ressourcen wie Öl oder Gold neu entdeckte Vorkommen Einfluss auf deren Preis haben, ist das Holzvorkommen bzw. der Standort der Wälder bekannt. Die Attraktivität von Holz als Anlage basiert nicht nur auf der Rendite, sondern liegt auch in dessen Beitrag zu einer stabilen Wertentwicklung in einem diversifizierten Portfolio begründet. Nach grossen Erfolgen in den USA und mittlerweile auch in Europa geniesst Holz als alternatives Anlagegefäss im Bereich der Rohstoff-Allokation immer breitere Anerkennung.

Die Erarbeitung dieses Buches wäre ohne die Unterstützung einer Vielzahl von Personen nicht möglich gewesen. Allen voran möchte ich mich bei lic. rer. pol. Markus Altwegg vom Zentrum für Alternative Investments & Riskmanagement der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW) ganz speziell bedanken. Bei der Erforschung dieser neuen und sich rasch entwickelnden Thematik war es nicht einfach, an verlässliche und wissenschaftlich breit abgestützte Informationen zu gelangen. Das Studium von unzähligen aktuellen Marktnotizen, Prospekten und «Special Reports» sowie der Einbezug von Experten waren zur Informationsgewinnung notwendig, um ein Buch zu diesem Thema zu verfassen. Im Weiteren möchte ich mich bei Professor Dr. Peter Meier, Leiter Zentrum für Alternative Investments & Riskmanagement der ZHAW, für seine Unterstützung bedanken. Durch seine offene Art, seine jederzeitige Gesprächsbereitschaft sowie durch das grosse Vertrauen, welches er uns stets entgegengebracht hat, hat er wesentlich zum Gelingen dieses Buches beigetragen.

WaKa Partner AG wünscht Ihnen, geschätzte Leserinnen und Leser, eine interessante und bereichernde Lektüre.

Januar 2008

Walter Kälin,  
Gründer WaKa Partner AG & F.I.T. Timber Growth Fund  
[www.waka-partner.com](http://www.waka-partner.com)

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	5
Einleitung.....	9
1. Waldbewirtschaftung zwischen Ökologie und Ökonomie .....	13
1.1 Erneuerbarer Rohstoff Holz.....	13
1.2 Bedrohte Wälder.....	14
1.3 Nachhaltigkeit als Postulat für die Waldbewirtschaftung.....	17
1.4 Forstplantagen – Holzlieferanten der Zukunft .....	23
1.5 Zertifizierung von Holz aus nachhaltiger Waldbewirtschaftung.....	34
2. Verarbeitung, Handel und Nachfrage nach Holz .....	43
2.1 Struktur des Weltholzhandels .....	47
2.2 Wachsende Nachfrage nach Holz .....	50
3. Timberland – eine attraktive grüne Investition.....	55
3.1 Biologische und wirtschaftliche Erfolgsfaktoren .....	55
3.2 Ökologische und andere Risikofaktoren .....	64
3.3 Wachstum als Bewertungsmaßstab .....	68
3.4 Vom strategischen zum finanziellen Anlageobjekt.....	70
3.5 Phasen der Institutionalisierung .....	74
3.6 Investoren .....	75
3.7 Investitionsalternativen und -eigenschaften .....	76
4. Timberland als Anlageklasse .....	93
4.1 Alternative Anlage.....	93
4.2 Benchmarks für Timberland .....	95
4.3 Einträgliche Erfolgsgeschichte .....	99
4.4 Starke risikobereinigte Performance im Anlageklassenvergleich ..	101
4.5 Diversifikationsvorteile .....	104

4.6 Geographische Diversifikation.....	105
Schlussbemerkungen.....	107
Literaturhinweise.....	111

## Einleitung

Der nachhaltige und natürliche Rohstoff Holz etabliert sich zunehmend als neue Anlageklasse. Die Einzigartigkeit und Attraktivität dieser Rohstoffanlage besteht darin, dass direkt in die Wälder als Holzlieferanten investiert wird. Das natürliche Wachstum der Bäume ist mit einer Fabrik vergleichbar, die Holz «produziert» und gleichzeitig als Lager dient. Die gängige Bezeichnung für industriell genutzte Wälder ist der englische Begriff Timberland. In den USA sind Wälder definiert als Flächen mit einer Grösse von mehr als 0,4 Hektaren (ha), die mindestens zu zehn Prozent mit Bäumen bedeckt sind. Wälder werden als Timberland bezeichnet, wenn die Bäume eine jährliche Wuchsleistung von mehr als 1,4 Kubikmetern pro Hektare für die industrielle Verwertung erbringen. Institutionelle Anleger aus den USA erkannten in den Achtzigerjahren als Erste die Vorzüge von Timberland und mittlerweile ist eine ganze Industrie von spezialisierten Finanzintermediären entstanden. Neben Direktanlagen, welche einen hohen Kapitaleinsatz erfordern, stehen dem Investor nun auch indirekte Anlagevehikel wie Fonds offen. Das Anlageuniversum ist jedoch begrenzt und wenig transparent. Für die Evaluation einer geeigneten Anlage ist deshalb ein vertieftes Verständnis der spezifischen Anlagecharakteristiken von Timberland sowie der makro- und mikro-ökonomischen Rahmenbedingungen unerlässlich.

Vielen ist die Materie aber noch fremd und Literatur zu verschiedenen finanzökonomischen Aspekten von Timberland ist hauptsächlich auf die USA beschränkt. Das vorliegende Buch befasst sich erstmals umfassend mit der neuen Anlageklasse. Es ist nach Themenschwerpunkten in vier Kapitel unterteilt. Im allgemeinen ersten Teil werden in den Kapiteln 1 und 2 die ökonomischen und ökologischen Rahmenbedingungen von Timberland erörtert. Diese befassen sich mit der Struktur und den Trends in der Forstindustrie sowie dem internationalen Handel von Holz. Der anlagespezifische zweite Teil umfasst die beiden letzten Kapitel, welche eine vertiefte Analyse der Investitionscharakteristiken und der Performance von Timberland zum Inhalt haben. Das Buch ist so strukturiert, dass der anlagespezifische zweite Teil unabhängig vom ersten Teil gelesen werden kann.



Kapitel 1 beschäftigt sich mit dem Aspekt der Nachhaltigkeit von Timberland. Natürliche Wälder erleiden durch Rodungen zur Land- oder Holzgewinnung jedes Jahr erschreckende Verluste. Für den Erhalt der verbliebenen Waldressourcen ist eine der Nachhaltigkeit verpflichtete Waldbewirtschaftung notwendig, welche mit umweltschonenden und sozial verträglichen Rahmenbedingungen ausgestaltet sein sollte. Eine wichtige Rolle nehmen die Forstplantagen ein, welche als hochproduktive Holzproduzenten künftig bis zu 50 Prozent der Nachfrage decken sollen und damit zu einer Entlastung der natürlichen Wälder beitragen. Die aufkommende Zertifizierung von nachhaltig bewirtschafteten Wäldern und der ganzen Produktkette signalisiert dem Konsumenten die umwelt- und sozialverträgliche Produktion von Holzprodukten. Das einzige weltweit anerkannte und bekannteste Zertifizierungssystem betreibt der Forest Stewardship Council (FSC).

Die Verflechtungen im internationalen Handel verschiedener Holzprodukte stehen im Zentrum des zweiten Kapitels. Seit den Sechzigerjahren stieg die Holzernte kontinuierlich an und erreichte im Jahre 2005 einen neuen Höhepunkt. Die Industrieländer sind sowohl die grössten Produzenten als auch gewichtigsten Konsumenten von industriell verarbeitetem Holz, während in den Entwicklungsländern Holz grösstenteils als Energieträger Verwendung findet. Der internationale Holzhandel wird ebenfalls von Europa und Nordamerika dominiert. Strukturelle Verschiebungen ergaben sich bei den im grenzüberschreitenden Handel abgesetzten Holzgütern. Die sekundären Holzprodukte Papier und Pappe haben gegenüber den Primärprodukten wie Rohholz oder Schnittholz deutlich zugelegt. Vor dem Hintergrund der wachsenden Bevölkerungszahlen und der wirtschaftlichen Dynamik in den Emerging Markets, allen voran in China, wird mit einem weiteren Anstieg der Holznachfrage gerechnet. Das Angebot sollte vor allem dank der Plantagenaufforstungsmassnahmen mit der Nachfrage Schritt halten können. Es bestehen aber auch Risiken von Angebotsengpässen.

Das dritte Kapitel beleuchtet Timberland aus der Anlegerperspektive. Die besondere Attraktivität von Timberland besteht unter anderem darin, dass das Wachstum der Bäume eine wichtige Renditekomponente darstellt und die Anlage sich unabhängig vom Finanzmarktgeschehen entwickelt. Zudem ist sie ein guter Hedge gegen Inflationsrisiken. Der Wert von Timberland bemisst sich nach dem Barwert der prognostizierten Gewinne aus der Ernte und unterliegt unterschiedlichen Risikofaktoren, welche sich in das Marktrisiko, rechtliche Risiken, Produktions- und Liquiditätsrisiko einteilen lassen. Durch

ein geeignetes Risikomanagement sind die verschiedenen Risiken entweder vermeidbar oder zumindest begrenzbare. Ein Überblick über das Anlageuniversum vermittelt schliesslich die Vor- und Nachteile der verschiedenen Anlageformen.

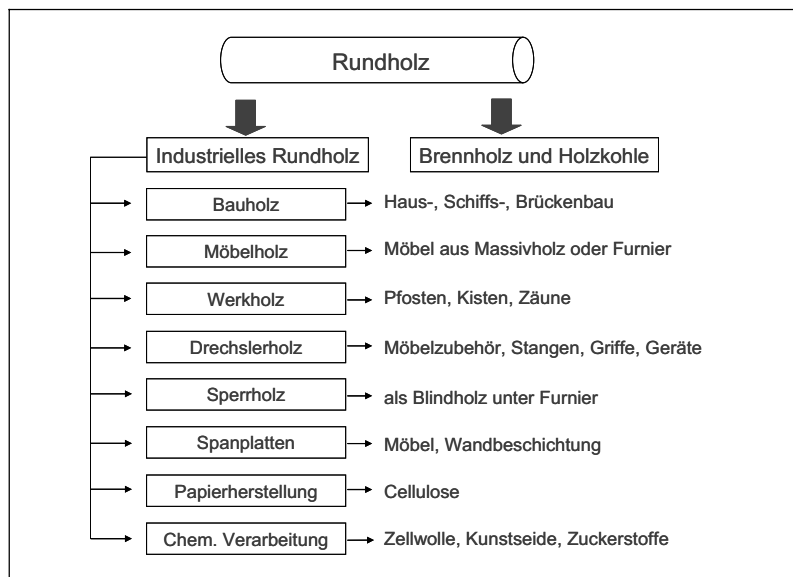
Im letzten Kapitel wird die Performance von Timberland als Anlageklasse dargelegt. Der Erfolgsausweis ist aufgrund der fragmentierten Märkte und der Heterogenität der Einzelanlagen nur schwer feststellbar. Bisher existiert weltweit nur der NCREIF Timberland Property Index als Benchmark. Wenn gleich der Index nur aus US-Waldgrundstücken besteht und einige andere Schwachpunkte aufweist, ist er dennoch ein repräsentativer Performance-Indikator. Im Zeitraum von 1987 bis 2006 erwirtschafteten Timberland-Anlagen eine durchschnittliche jährliche Gesamtrendite von 15,2 Prozent, wobei die Kapitalrendite verglichen mit der Einkommensrendite den grösseren Anteil ausmacht. Der Vergleich mit anderen Anlagekategorien wie Aktien, Obligationen oder Immobilien fällt für Timberland ebenfalls überzeugend aus. Die auf die Erzielung einer absoluten Rendite fokussierte Anlage ist eine gute Ergänzung eines institutionellen Portfolios.

# 1. Waldbewirtschaftung zwischen Ökologie und Ökonomie

Die Wälder der Erde sind für den Menschen in vielfältiger Hinsicht von unschätzbarem Nutzen. Als hochkomplexe sich selbst regulierende Ökosysteme sind sie Lebensgrundlage nicht nur für eine Vielfalt an Tier- und Pflanzenarten, sondern auch für den Menschen. Zugleich gewährleisten sie den Schutz dieser natürlichen Lebensgrundlagen durch die Speicherung und Filterung von Wasser, den Erhalt der Fruchtbarkeit der Böden und durch ihre Ausgleichsfunktion des lokalen und regionalen Klimas. Sie sind wirksame Kohlendioxidsenken und die wichtigsten Sauerstoffproduzenten. Ebenso wichtig sind ihre ideellen Werte für den Menschen als Erholungsgebiet. Neben Produkten wie Trinkwasser, Medizinalpflanzen, Früchten und Farbstoffen liefern sie den natürlichen Rohstoff Holz.

## 1.1 Erneuerbarer Rohstoff Holz

Holz ist neben Zement der wichtigste Baustoff weltweit. Seine Festigkeit, Oberflächenhärte, Bearbeitbarkeit, Struktur und Farbe sind sehr unterschiedlich und eignen sich daher für die verschiedensten Zwecke. Die Produktpalette von Holz reicht vom Baustoff für Häuser und Möbel bis zum Grundstoff für die Herstellung von Papier. Als Bau- und Werkstoff steht Holz in Konkurrenz zu anderen Substitutionsstoffen wie Aluminium, Stahl, Beton oder Kunststoff. Im Gegensatz zu den Substitutionsstoffen verfügt Holz über unverwechselbare, natürliche Eigenschaften. Holz schafft Atmosphäre und zeichnet sich durch eine warme und lebendige Ästhetik aus. Gleichzeitig ist Holz ein umweltfreundlicher und erneuerbarer Rohstoff. Bei der Verbrennung verhält er sich  $\text{CO}_2$ -bilanzneutral, d. h., es werden nur jene Mengen des Treibhausgases frei, die der Baum der Atmosphäre beim Wachsen entzogen hat.



Quelle: ZHAW

**Abbildung 1:** Verwendungsarten von Holz

## 1.2 Bedrohte Wälder

Die Wälder der Erde bedecken mit einer Fläche von vier Milliarden Hektaren rund 30 Prozent der gesamten Landfläche. Regional bestehen grosse Unterschiede. Während in Europa und Südamerika beinahe die Hälfte der Landfläche bewaldet ist, machen die Wälder in Afrika und Asien nur ein Fünftel der Landfläche aus. Russland, Brasilien, Kanada, USA und China beherbergen zusammen die Hälfte aller Wälder.