

Holz – eine «reale» Alternative

Immer mehr Investoren entdecken Holz als alternative Anlageform. Den Trend haben Ende der 90er Jahre institutionelle Investoren in den USA, angeführt von der Harvard Management Company, ausgelöst. So baute der universitätseigene Stiftungsfonds zwischen 1997 und 2005 ein Holzportfolio von mehr als 2 Mrd. US-Dollars auf. Die historischen Ertrags-, Volatilitäts- und Korrelationsdaten dieser, im Grunde genommen schon sehr alten, Anlageform weisen aussergewöhnlich vorteilhafte Eigenschaften auf.



Von Robert Mori
CFA, Dresdner Bank (Schweiz) AG
Zürich

Eine Investition in Waldbestände hat ähnliche Merkmale wie eine in Immobilien und Rohstoffe, und das Ertragspotential kann aufgrund einer langen Historie gut eingeschätzt werden. Historische Erträge können jedoch nicht beliebig in die Zukunft extrapoliert werden, weshalb eine eingehende Analyse der Repräsentativität historischer Zahlen, der Marktstruktur sowie der zukünftigen Ertragspotentiale erforderlich ist.

Marktstruktur

Der global investierbare und kommerziell nutzbare Waldbestand hat aktuell einen Wert von mehr als 300 Mrd. US-Dollars. Ein Drittel davon befindet sich in den USA, der Rest verteilt sich auf Australien, Kanada, Brasilien, Neuseeland, Uruguay und Chile. Russland und Westeuropa werden hier, aufgrund von Nachteilen in der Erschliessbarkeit und Qualität der Bestände, nicht miteinbezogen. Die Hauptabsatzmärkte

für Holz sind die USA, China, Japan und Westeuropa.

Obwohl institutionelle Anleger nun schon seit den 90er Jahren kräftig investieren, befinden sich aktuell nur ungefähr 5% des investierbaren Waldbestandes in institutionellen Portfolios¹⁾. Der grosse Rest ist im Besitz von Regierungen, integrierten Holzverarbeitungsunternehmen und Privatpersonen. Insbesondere die Holzverarbeitungsindustrie hat in den letzten Jahren Bestände abgegeben, um ihre Bilanzen zu verbessern, da Waldbestände gemäss GAAP-Bilanzierungsregeln nach Kosten und damit zumeist unter dem tatsächlichen Marktwert bewertet werden müssen. Die Käufer waren überwiegend institutionelle Anleger und TIMOs (Timberland Investment Management Organizations), welche Holzinvestitionen im Namen von privaten sowie institutionellen Anlegern durchführen.

Je nach Holzart kann der Markt durch lokale oder globale Angebots- und Nachfragefaktoren definiert werden. Man kann grundsätzlich zwischen Industrieböhlern und höherwertigen Sägegrundhölzern unterscheiden. Der Preisunterschied ist in der Regel beträchtlich. Da der Transport von relativ minderwertigen Industrieböhlern nur bis zu einem Radius von 100 Kilometern ökonomisch sinnvoll ist, wird dieses Segment zum grössten Teil durch lokale Faktoren bestimmt. Höherwertige Hölzer werden demgegenüber meist global verschifft, um zu hochwertigen Möbeln weiterverar-

beitet zu werden. Der Markt für hochwertige Hölzer wird demnach durch globale Faktoren bestimmt.

Ertragsfaktoren

Drei Hauptfaktoren bestimmen die langfristige Performance von Holzanlagen²⁾:

1. Biologisches Wachstum: 61%
2. Holzpreise: 33%
3. Landpreise: 6%

Biologisches Wachstum macht den Wald quasi zu einer Baumfabrik. Das Wachstum und damit der Wert der «Fabrikproduktion» ergibt sich nicht nur aus dem ansteigenden Holzvolumen, sondern auch aus dem Wert der Hölzer, welcher in der Regel mit dem Alter zunimmt. Anhand langer Erfahrungswerte lässt sich das biologische Wachstum sehr genau prognostizieren. Es verhält sich unabhängig von makroökonomischen Faktoren und zeigt Kontinuität. Die Wachstumsrate schwankt je nach Baumart und Alter zwischen 2,5 und 14,5% pro Jahr. Das langfristige, durchschnittliche Wachstum eines Waldes wird auf 6% pro Jahr geschätzt. Ältere Baumbestände sind grundsätzlich liquider und haben eine höhere Preisvolatilität sowie geringeres Wertsteigerungspotential als jüngere Bestände. Dies sollte bei der Zusammensetzung eines Holzportfolios beachtet werden. Ein weiterer wichtiger Punkt ist das Management des Waldbestandes: Wachstum kann entweder verhindert oder angeregt wer-

Wieviel Holz sollte sich der Privatanleger ins Portfolio legen? Der private Anleger muss je nach Risikoprofil, Liquiditätsanforderungen und Investmenthorizont im Rahmen der Optimierung seines Gesamtportfolios über die Allokation entscheiden. Eine Investition sollte aber in jedem Fall in kleineren Schritten erfolgen, um sich mit dieser alten, aber für die meisten Anleger doch sehr neuen, Anlageform vertraut machen zu können.

den. Es hängt grundsätzlich von den Ertragsvorgaben der Eigentümer ab, kann aber auch durch die Fähigkeit des Forstmanagements beeinflusst werden. Das biologische Wachstum lässt sich maximieren, indem von voreiligen Rodungen abgesehen wird. Die Erkenntnis, dass die attraktiven Ertrags- und Korrelationseigenschaften von Holzinvestitionen zu einem Grossteil auf den Faktor «biologisches Wachstum» zurückzuführen sind, ist besonders wichtig.

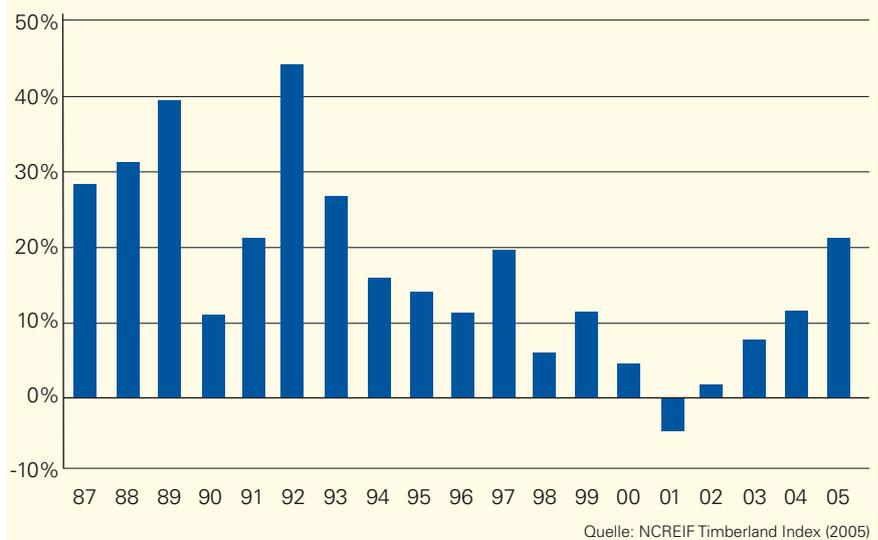
Holzpreise hängen, im Gegensatz zum biologischen Wachstum, von einer Reihe verschiedener makro- und mikroökonomischer Faktoren ab, die in der Regel schwerer einschätzbar sind. Obwohl historische Preisdaten oft eine hohe Volatilität aufweisen, kann man grundsätzlich feststellen, dass die Preise über einen langen Zeitraum hinweg ungefähr wie die allgemeine Inflationsrate oder leicht stärker ansteigen. Die Preisvolatilität kann bis zu einem gewissen Grad mittels geographischer, produkt- und kundenspezifischer Diversifikation abgedeckt werden.

Landpreise sind grundsätzlich stabiler als Holzpreise und tragen so zur Stabilität des Gesamtinvestments bei. Landpreise sind abhängig von lokalen Marktfaktoren sowie vom langfristigen Holzpreispotential.

Historische Performance

Wie bei den meisten alternativen Anlageformen sind auch die verfügbaren historischen Holzdaten nur begrenzt verwendbar. Der am häufigsten benutzte Index ist der amerikanische NCREIF Timberland Index (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries), der seit dem Jahr 1995 berechnet wird, aber auch schon ab 1987 in rekonstruierter Form angeboten wird. Der Index repräsentiert den gewichteten Durchschnittsertrag von Holzanlagen der NCREIF-Mitglieder und hatte im Jahr 2005 einen Wert von

Historische Indexperformance



6,4 Mrd. US-Dollars. Der NCREIF Timberland Index muss jedoch mit Vorsicht verwendet werden, da in ihm nur ein Drittel aller institutioneller Holzinvestitionen Berücksichtigung findet. Zudem beruhen die Erträge auf geschätzten Werten und sind somit künstlich geglättet, d.h., sie weisen eine niedrigere Volatilität auf, als dies in der Realität der Fall ist. Auch ist der beobachtete Zeitraum nicht unbedingt repräsentativ, da in den späten 80er und frühen 90er Jahren aufgrund politischer Gegebenheiten staatliche Forstländereien nur eingeschränkt bewirtschaftet wurden und der Preis für Holz daher in dieser Zeit unnatürlich hoch war.

Ungeachtet dieser Einschränkungen zeigen die unbereinigten Indexdaten ein sehr interessantes Risiko-/Ertrags-Verhältnis. Der durchschnittliche jährliche Ertrag von 16,84% wurde mit einer Standardabweichung von 8,72% erreicht, bei einer sehr geringen Korrelation zu traditionellen Anlageklassen. Sehr interessant ist auch die relativ hohe Korrelation zur allgemeinen Inflationsrate, was auf inflationsschützende Eigenschaften schliessen lässt.

Wie erwähnt, sollte man diese Zahlen nicht unkritisch akzeptieren; aber

auch eine rein intuitive Betrachtung lässt darauf schliessen, dass Holz eine relativ niedrige Korrelation zu anderen Wertpapierklassen aufweisen sollte, da sich 60% der Performance aus biologischem Wachstum ergibt und dieses Wachstum keine Korrelation zum Markt oder makroökonomischen Faktoren aufweist. Bäume wachsen jedes Jahr, ob das Bruttosozialprodukt fällt oder steigt. Anders verhält es sich jedoch mit Holz- und Landpreisen, welche selbstverständlich in gewisser Weise von der allgemeinen Wirtschaftslage abhängen.

Alternativanalyse und Erwartungen

Leider nimmt die Datenqualität auf internationaler Ebene (z.B. Australien, Brasilien) weiter ab. Deshalb müssen alternative Ansätze verwendet werden, um die Vorteilhaftigkeit von Holz im Portfoliokontext beleuchten zu können. Ein solcher auf prognostizierten Fundamentaldaten basierender Ansatz wurde von Akers und Staub (2003) vorgestellt. Zur Risikobestimmung wird eine Discounted-Cash-flow-Analyse verwendet, die auf den wertbeeinflussenden Faktoren Holzpreise, Erntevolumina und Diskontsätze basiert. Zusätzlich wird der Faktor Illiquidität und die Tendenz zur Rückkehr zum Mittelwert miteinbezogen. Die Analyse berücksichtigt Währungsrisiken aus der Sicht eines US-Dollar-Investors.

Zur Berechnung der Risikoprämie wurde das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) benutzt. Beachtet wurde

Korrelationskoeffizienten

Januar 1987 bis Juni 2006 (Quartalszahlen)

	U.S. CPI Inflation	Lehman Intermediate Credit Index	S&P 500 Index
NCREIF Timberland Index	0,262	0,056	0,053

Regionale Risiko- und Ertragserwartungen

	Ertragserwartung	Risikoerwartung
Argentinien	13,8%	29,4%
Australien	7,7%	15,8%
Brasilien	11,1%	24,6%
Chile	9,3%	19,8%
Neuseeland	9,5%	22,0%
US Süden	7,6%	14,3%
US Westen	8,2%	17,1%
Uruguay	11,5%	25,6%
Global	8,2%	13,0%

Quelle: Akers and Staub (2006)

hierbei, dass die Annahme eines voll integrierten Kapitalmarktes nur teilweise zutrifft und dass Investitionen in Holz, wie auch andere alternative Investitionen, einen Prämienaufschlag für Illiquidität verlangen. Dieser deutlich realistischere Ansatz geht von einem geschätzten jährlichen Risiko von 13% und einem veranschlagten jährlichen Ertrag von 8,2% für globale Holzanlagen aus. Das angenommene Risiko ist damit deutlich höher und der Ertrag deutlich niedriger, als dies beim NCREIF Timberland Index der Fall ist. Eine regionale Aufstellung der Risiko- und Ertragserwartungen ist in der Tabelle «Regionale Risiko- und Ertragserwartungen» abgebildet³⁾.

Auch ein geschätzter Bruttoertrag von nur circa 8% erweist sich noch immer vorteilhaft gegenüber den aktuell relativ niedrigen Erwartungen bei traditionellen Anlagen. Dies gilt auch für die Standardabweichung von rund 13%. Letztere muss speziell vor dem Hintergrund des auch weiterhin erwar-

teten niedrigen Korrelationsniveaus gesehen werden, da, wie erwähnt, ein Hauptteil des Ertrages aus unkorreliertem, biologischem Holzwachstum stammt. Es sollte hier auch noch angemerkt werden, dass durch die ausserordentliche Langfristigkeit dieser Investitionsform das Konzept jährlicher Volatilität nur bedingt Relevanz hat.

Diese Analyse geht von einem breit diversifizierten Holzportfolio aus. Im Fall von undiversifizierten Einzelinvestitionen sollten zusätzliche Individualrisiken im Zusammenhang mit Naturkatastrophen oder rechtlichen Rahmenbedingungen einkalkuliert werden.

Holz und Inflation

Holz scheint aus zwei Gründen auch einen Inflationsschutz zu bieten: Erstens stellt das biologische Holzwachstum eine konstant positive Variable dar, was überwiegend auch von der Inflation behauptet werden kann, und zweitens ist davon auszugehen, dass die nominalen Holzpreise in Zeiten von Inflation ansteigen werden.

Holz als Anlageform für private Anleger

Holz und institutionelle Anleger sind wie füreinander geschaffen. Holzanlagen bedingen einen langen Anlagehorizont. Anleger müssen mit der geringen Liquidität leben können. Zudem verlangen Anlagen in Holz hohe Anlagevolumina und eine eingehende Analyse. Bis jetzt war Holz daher hauptsächlich institutionellen Anlegern vorbehalten. Zunehmend öffnet sich das Anlagethema jedoch auch privaten Investoren. So besteht die Mög-

lichkeit, mittels privatplazierten Fonds, welche professionell von einem auf Holz spezialisierten Investmentmanager verwaltet werden, in Holz zu investieren. Andere Instrumente sind öffentlich gehandelte REITs, welche ausschliesslich in Holz investieren. Die Erfolgsquote von REITs war bisher jedoch bescheiden. Zusätzlich gibt es noch die Variante einer Investition in Unternehmen der Holzverarbeitenden Industrie mit substantiellen Waldbeständen. Die Risiko- und Ertragscharakteristiken solcher Unternehmen haben jedoch nur wenig mit Direktanlagen in Holz gemeinsam, da der Hauptteil der Umsätze aus der Güterproduktion stammt und die Bewirtschaftung der Holzbestände nicht der Maximierung der Forsterträge, sondern der Maximierung der Güterproduktion dient. Die Abhängigkeit solcher Unternehmen vom Markt ist gross, und die Diversifikationseffekte sind daher relativ gering.

Wieviel Holz sollte sich der Privatanleger ins Portfolio legen? Zum Vergleich: Direkt in Holz investierende institutionelle Investoren haben unterschiedliche Allokationen, je nachdem ob Holz als eigene Anlagekategorie oder als Untersegment einer anderen alternativen Anlagekategorie klassifiziert wird. Letztere Auslegung führt typischer Weise zu einer Allokation von 1 bis 2% des gesamten Portfolios. Bei Investoren, die Holz als eigene Anlageklasse definieren, sind Allokationen bis zu 5% oder sogar höher durchaus üblich⁴⁾. Der private Anleger muss dies je nach Risikoprofil, Liquiditätsanforderungen und Investmenthorizont im Rahmen der Optimierung seines Gesamtportfolios entscheiden. Eine Investition sollte aber in jedem Fall in kleineren Schritten erfolgen, um sich mit dieser alten, aber für die meisten Anleger doch sehr neuen, Anlageform vertraut machen zu können.

1) Mercer Investment Consulting (2006):
Timberland as an Investment for Institutional Portfolios

2) Healey, Corriero, Rozenov (2005):
Timber as an Institutional Investment

3) Akers and Staub (2003):
Regional Investment Allocations in a Global Timber Market

4) Mercer Investment Consulting (2006):
Timberland as an Investment for Institutional Portfolios ●

Trotz gewissen Einschränkungen zeigen die unbereinigten Indexdaten ein sehr interessantes Risiko-/Ertrags-Verhältnis. Der durchschnittliche jährliche Ertrag von 16,84% wurde mit einer Standardabweichung von 8,72% erreicht, und dies bei einer sehr geringen Korrelation zu traditionellen Anlageklassen.