

Deutscher Wald als Anlageklasse — Welchen Beitrag kann eine Bank leisten?

27. Freiburger Winterkolloquium Forst und Holz

Uwe Schelletter
Dr. Christoph Harff
Financial Engineering Group

Freiburg, den 26. Januar 2007



Private Wealth Management

Deutsche Bank

Der Holzmarkt in Deutschland



Entwicklungen am Holzmarkt

Nachfrageseite

- Vermehrt energetische Verwertung durch Anstieg der Energiepreise
- Verteilungskampf um Holz für die stoffliche versus energetische Verwertung
 - Bau neuer und großer Sägewerke
 - „Boom“ im Pellets-Markt
 - Knappheit in der Spanplatten-industrie
- Neue Bewirtschaftungskonzepte z.B. durch CO₂-Zertifikate erhofft

Angebotsseite

- Mobilisierbare Holzpotentiale in Deutschland geringer als erwartet
 - Staatsforste z.T. bereits an der aktuellen Kapazitätsgrenze
 - Privatwaldbesitzer häufig nicht an erweiterter Nutzung interessiert
- ➔ Neue Erkenntnisse zur Mobilisierbarkeit weisen Abschlüsse im Holzpotential von bis zu 35% auf

Verknappung der Ressource Holz führt zum Anstieg der Holzmarktpreise



Dramatische Entwicklungen am Holzmarkt – Realität oder nur ein Hype?

>> Die Preise für Nadelschnittholz haben den höchsten Stand seit 1998 erreicht.

W.-G. Bitter, ZMP, in: Hamburger Abendblatt am 16.11.2006

>> Jetzt sind die [Holz-] Preise in den vergangenen zwölf Monaten um 35% gestiegen.

in: Frankfurter Allgemeine Zeitung am 20.10.2006

>> Seit Anfang 2005 verteuerte sich der alternative Brennstoff [Holz] im Schnitt um 50%.

in: Wirtschaftswoche am 7.8.2006



Mythos attraktiver Ertrags- und Korrelationseigenschaften?

Korrelationskoeffizienten für deutsche Holzpreise*

Dezember 1987 bis August 2006 (Monatsdaten)

	DJ EuroStoxx	REX-Index	EWU Harmonisierter Verbraucherpreisindex
Rohholz insg.	-0,146	-0,347	-0,410
Stammholz	-0,075	-0,283	-0,321
Industrieholz	-0,369	-0,445	-0,562

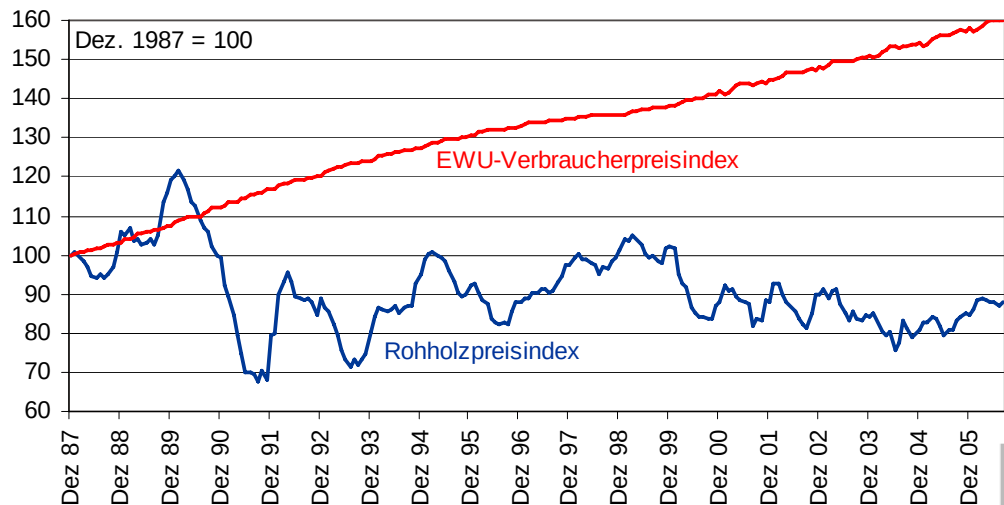
Januar 1998 bis August 2006 (Monatsdaten)

	CSFB Tremont-Hedge Funds Index	CitiGroup Euro Broad Inv. Grade Index (Unternehmensanleihen)	EPRA Global Total Return Index (Immobilien)
Rohholz insg.	-0,631	-0,623	-0,478
Stammholz	-0,707	-0,682	-0,555
Industrieholz	0,289	0,205	0,321

*Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

Eigenschaften deutscher Holzpreise:

- Geringe Korrelation zu klassischen Anlageklassen
- Mittlere Korrelation zu alternativen Anlageklassen
- Kein Inflationsschutz in den letzten 20 Jahren



Private Wealth Management

Deutsche Bank

Strukturelle Herausforderungen auf dem deutschen Waldmarkt



Chancen und Risiken in der Anlageklasse deutscher Wald

Chancen

- Deutsche Wälder mit im Vergleich sehr beschränkten politischen Risiken
- Neue Bewirtschaftungskonzepte und -methoden
- Ertragsteigerungen durch neue Nutzungsarten (z.B. Friedwälder, Clubgüter)
- Wertsteigerung durch steigende Bodenpreise
- Noch antizyklisches, sehr langfristiges Investment mit vglw. geringer Volatilität
- Diversifikation bestehender Anlageportfolios
- Drehender Trend für Holz als Rohstoffquelle bei begrenztem und nur sehr langsam steigerbarem Angebot
- Verkauf von CO₂-Emissionszertifikaten

Risiken

- Auflagen/Restriktionen durch Waldgesetze / Naturschutz / Gemeinwohlaufgaben ...
- Mobilisierungshemmnis „Kleinstprivatwaldstruktur“
- Stagnierende bzw. fallende Bodenpreise
- Windwurf
- Schädlingsbefall
- Feuer
- Umweltbelastungen
- Keine Holzpreissteigerungen, durch Einschlagreserven oder Importkonkurrenz
- Steigende Bewirtschaftungskosten
- Diebstahl

⇒ Interessant für langfristig denkende private und institutionelle Anleger



Kapitalanleger haben bereits einige Möglichkeiten für Waldinvestments

- Tropenplantagen- und Edelhölzerfonds mit i.d.R. kürzeren Produktionszeiträumen
- Zertifikate auf Aktien aus dem Unternehmenssektor Holzwirtschaft und US-Wald-REITs
 - Holz-Strategiezertifikat (HSBC Trinkhaus & Burkhardt)
 - Global-Timber-Indexzertifikat (UBS)
- Waldfonds mit osteuropäischen Flächen
- In Planung
 - Klimaschutz-Fonds (Potential: CO₂-Zertifikate)
 - geschlossene Fonds mit Holzlieferverträgen

Bisher fehlen:

(Direkt-) Investments in deutsche Wälder als Kapitalanlage



Strukturelle Ursachen für nicht vorhandene (Direkt-) Investments in deutschen Wald

- Traditionelles Vermögen mit Trend zum Zusammenhalt jahrhundertealter Vermögen und zur liquiditätsschonenden Nutzung substanzsteuerlicher Privilegien
- Grundsätzlich wenig attraktive Wirtschaftlichkeit aufgrund atomistischer Angebotsstruktur
- BVVG-Restflächen teilweise in ehemaligen Truppenübungsgebieten
- Anreizstruktur kleinstteiler Privatwaldbesitzer in Deutschland verhindert Waldmobilisierung
 - Bewirtschaftung durch staatliche Förster sowie geringe Auflagen/Kosten für Waldbesitzer
- Hohe Emotionalität des Themas Wald in der Öffentlichkeit bei der Privatisierung von Staatswäldern
- Restriktionen / fehlende Anreize durch Steuergesetze

Ein im Vergleich zu vielen anderen Anlagegütermärkten extrem knappes Angebot und in der Öffentlichkeit sichtbare „Liebhaberpreise“ verzeichnen das Bild!



Alte und neue Motive der Nachfrage nach Waldflächen von vermögenden Privatpersonen

Historisch

Waldbestände oftmals seit Jahrhunderten im Familienbesitz

Bisher

Direkte Nutzung/Erwerb durch wald- bzw. jagdaffine Privatpersonen

- Bei günstigem Einstieg (z.B. BVVG-Flächen) teilweise attraktive laufende Renditen
- In Großstadtnähe (z.B. München) gehobene Preisniveaus für kleinere Flächen mit vornehmlich jagdlicher Nutzung
- Einige wenige suchten gezielt größere, zusammenhängende Flächen zur Nutzung substanzsteuerlicher Vorteile und/oder zur Förderung des Nachhaltigkeitsgedankens



Alte und neue Motive der Nachfrage nach Waldflächen von vermögenden Privatpersonen

Aktuell

Nutzung/Erwerb auch durch nicht wald- bzw. jagdaffine Privatpersonen angedacht

- Wald als alternatives Investment („grünes Gold“) dank geringer Korrelation zu anderen Vermögensklassen und steuerlicher Anreize interessant
 - US Endowmentfonds (z.B. Yale und Harvard) sowie Pensionskassen (z.B. CalPERS, GM) - als positive Beispiele - mit sehr langfristigem Anlagehorizont haben bereits signifikante Waldinvestments
- Langfristig steigende Energiepreise an den Weltmärkten lassen steigende Erträge aus Wald (stoffliche & energetische Verwertung) erwarten
 - Gesellschaftlicher Beitrag zum Klimaschutz und zur nachhaltigen Entwicklung
- Wald als Lieferant nachwachsender Rohstoffe verspricht Beitrag zur „gefühlten“ Energie- und Materialsicherheit



Private Wealth Management

Deutsche Bank

Deutscher Wald als Anlageinstrument für vermögende Privatpersonen

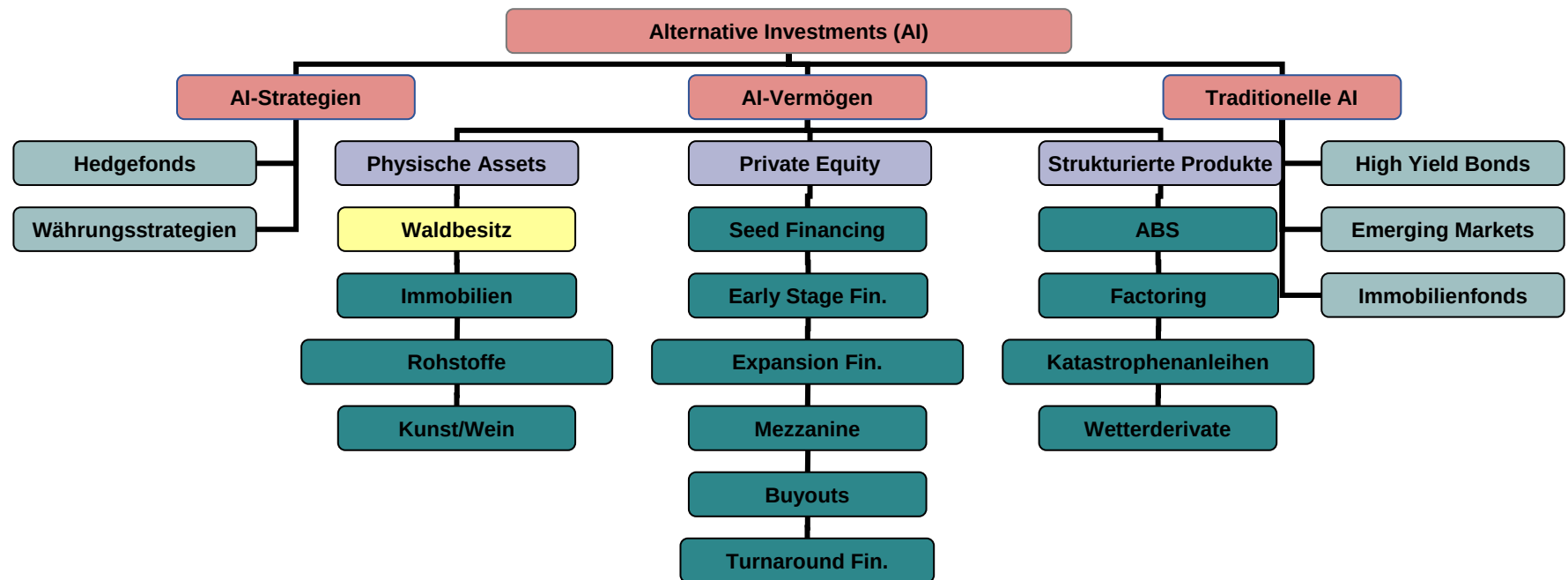


Das Anlagespektrum für deutsche Privatanleger im Überblick

Liquidität	Anleihen	Strukturierte Kapitalmarktprodukte	Aktien	Alternative Investments
▪ Festgeld ▪ Geldmarktfonds ▪ steuerorientierte Anlagen ▪ ...	▪ Staatsanleihen ▪ Währungsanleihen ▪ Unternehmensanleihen ▪ Nachranganleihen ▪ steuerorientierte Anleihen ▪ ...	▪ Aktienanleihen ▪ Zertifikate mit/ ohne Garantie ▪ Zertifikate mit/ ohne Hebel ▪ ...	▪ Deutschland ▪ Europa ▪ Global ▪ Blue Chips ▪ Mid / Small Caps ▪ Tech ▪ ...	▪ Immobilien ▪ Unternehmen ▪ sonst. Sachwerte ▪ Hedgefonds ▪ Private Equity ▪ Rohstoffe ▪ Währungen ▪ Spezialstrukturen ▪ ...



Alternative Investments erweitern das klassische Anlageuniversum



Quelle: Lars Jäger (2002), Managing Risk in Alternative Investment Strategies.



Deutscher Wald als Anlageinstrument im Wettbewerb

Anlagegegenstand	Risikoeinordnung	typischer Anlagehorizont	Renditeerwartung IRR p.a.	Liquidität
Deutsche Immobilien	niedrig	15 Jahre	6%	in allen Fällen eher gering
Microfinance	eher niedrig	7 Jahre	7%	
Patentrechte	eher hoch	6 Jahre	10-12%	
Private Equity	hoch	10 Jahre	10% +	

**Wo liegen Risikoeinschätzung und Renditeforderung
von deutschen Anlegern
im Vergleich zu anderen aktuellen Anlagemöglichkeiten?**



Deutscher Wald als Anlageinstrument im Wettbewerb

Anlagegegenstand	Risikoeinordnung	typischer Anlagehorizont	Renditeerwartung IRR p.a.	Liquidität
Deutsche Immobilien	niedrig	15 Jahre	6%	in allen Fällen eher gering
Deutscher Wald	niedrig	> 20 Jahre	???	
Microfinance	eher niedrig	7 Jahre	7%	
Patentrechte	eher hoch	6 Jahre	10-12%	
Private Equity	hoch	10 Jahre	10% +	

Welche Auswirkung ergibt sich bei Berücksichtigung der erwarteten Mindestrenditeanforderung ?



Modellrechnungen zur Ermittlung der maximalen Ankaufspreise von Waldflächen

Waldfläche mit ... mittlerer Wuchsleistung

Anlegerrendite (vor Steuern), % p.a. (nach Kosten)	6,0
Forstbetrieb Nettoertrag, EUR/ha	100
Strukturierungskosten, % p.a.	1,5
Max. Ankaufspreis für Waldflächen, EUR/ha	1.250

Quelle: Eigene Berechnungen.

Modellannahmen:

- Anlegerrendite von 6% p.a. als Vorgabe.
- Annahmen zum Nettoertrag aus der Forstwirtschaft abhängig von der Qualität des Baumbestands und inkl. einmaliger und laufender Strukturierungskosten.
- Laufzeit 20 Jahre. Keine Holzpreissteigerungen und nur geringer Preisanstieg bei Wiederveräußerung der Waldfläche. Preissteigerung auf der Kostenseite von 2% p.a.
- Max. Ankaufspreis für Waldflächen als Zielgröße/zu bestimmende Variable.



Nur weitere valide Argumente könnten mglw. helfen, dass deutsche Privatanleger verminderte Renditeerwartungen akzeptieren!

ausgewählte Ansätze

- Inflationsschutzerwartung
- Vorweggenommene Erbfolge bzw. Substanzsteuerabsicherung
- Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage mit dem Blick über mehrere Generationen
- Klimaschutzförderung und andere ökologische Beweggründe
- Immobilie mit nachwachsender Substanz anstatt Abnutzung
- Rohstoffthema und Energiepreisentwicklung
- Unkorrelierte Wertentwicklung senkt Gesamtportfoliorisiko



Ankaufspreise von verschiedenen Waldflächen bei geringerer Ertragserwartung der Anleger

Waldfläche mit ...	geringer bis mittlerer Wuchsleistung		guter Wuchsleistung	
Anlegerrendite (vor Steuern), % p.a. (nach Kosten)	4,0		4,0	
Forstbetrieb Nettoertrag, EUR/ha	50	100	150	200
Strukturierungskosten, % p.a.	1,5		1,5	
Max. Ankaufspreis für Waldflächen, EUR/ha	700	1.700	2.800	3.800
<i>Alternativer max. Ankaufspreis für Waldflächen, EUR/ha</i>	<i>2.750</i>	<i>5.000</i>	<i>7.000</i>	<i>9.000</i>

Quelle: Eigene Berechnungen.

Veränderte Modellannahmen für die Simulation der alternativen maximalen Ankaufspreise:

- Holzpreissteigerungen und Preisanstieg bei Wiederveräußerung der Waldfläche von 2% p.a.



Gut begründbare Kalibrierung der variablen Faktoren ermöglicht andere Renditeprognosen und/oder Ankaufspreise

Variablen

- Erlösseite
 - Holzpreissteigerungen durch
 - nachhaltige Änderung der Angebots- und Nachfragesituation
 - veränderte Sortimentsnutzung
 - Ausbau der Wertschöpfungskette
 - kürzere Umtriebszeiten
 - Zusatzerlöse aus neuen Nebennutzungen
- Kostenseite
 - Effizienzsteigerungen aus der Bewirtschaftung (z.B. Größendegression, Naturverjüngung)
 - Strukturkosten des Vehikels
- Substanzwertentwicklung
 - Bodenpreissteigerung bei teilweisem oder vollständigem Verkauf der Wälder



Zusammenfassung einer neuen Anlegergruppe in einem Investmentvehikel

ausgewählte Aspekte bei der Konzeption

- Erfahrener und solider Waldspezialist als Asset Manager
- Geschäftsmodell
 - Kauf oder Pacht
 - Blind Pool oder beim Einstieg bekanntes Investmentportfolio
 - Großflächen, viele Kleinflächen oder Mix
- Handling von An- und Verkauf von Waldflächen
- Handling von Ein- und Ausstieg von Investoren
- Platzierungsgarantie
- Rechtsform
 - Haftungsbegrenzung
 - Flexibilität bei Vertragswerk, Mitspracherechten und Kapitalerhöhungen
 - Steuerliche Aspekte



Private Wealth Management

Deutsche Bank

Ein möglicher Lösungsansatz zur Schließung der Angebotslücke



Ein Lösungsansatz: Privatisierung des nichthoheitlichen Bereichs von Landesforstverwaltungen

- Eine Privatisierung dürfte grundsätzlich Effizienzpotentiale in den Landesforsten freilegen und somit mittelfristig zur Holzmobilisierung beitragen
 - Neue Bewirtschaftungskonzepte
- Die potentiellen Diskussionsbeiträge in den Medien und von privaten Initiativen zum Verkauf von Landeswald scheinen eine Vollprivatisierung als attraktive Alternative kaum zu ermöglichen
 - Teil- bis nahezu Vollprivatisierung an private Investoren bei Wahrung staatlicher Gestaltungs- und/oder Kontrollfunktionen



Staats- und Landeswald – Wesentliche offene Punkte

- Verkehrswert
 - Analyse der Baumarten- und Wachstumsstrukturen
 - Aktueller Umfang von Verbiss & Bejagung
- Umfang & Art der Wiederaufforstung
- Konsequenzen der Nutzungsbeschränkungen
- Verkauf von Teilflächen in welchem Umfang zulässig?
- Instandhaltung von Wegen, Parkplätzen, Bänken, etc.
- Personalportfolioanalyse verknüpft mit Vergütungsstrukturen und Pensionsbewertung



Zur Klärung notwendig:

- Gutachterliche Untersuchung



Private Wealth Management

Deutsche Bank

Mögliche Beiträge einer Bank



Privatisierung von Staatswald – Partnerschaftliches Miteinander führt zu...

- Deutsche Bank AG erwirbt Staats- bzw. Landeswald im Auftrag Dritter

- Einbringung der Waldflächen in eine noch näher zu definierende Gesellschaft/Rechtsform
- Eigentümerstruktur setzt sich zusammen aus deutschen Privatpersonen und der öffentlichen Hand

- Gesellschaft beauftragt externen Dienstleister mit operativer Umsetzung der Erwerbsforstwirtschaft im Rahmen einer „ordnungsgemäßen und nachhaltigen Waldbewirtschaftung“
- Mitarbeiterrekrutierung im wesentlichen aus dem bestehenden Personal

- Die Gesellschaft beteiligt sich – gemeinsam mit der öffentlichen Hand - an der Erbringung der Gemeinwohlaufgaben

Gemeinwohlaufgaben

Forstbetrieb



...einer nachhaltigen Erwerbsforstwirtschaft unter Übernahme von Gemeinwohlaufgaben

- Grundsätzliche Beteiligung der öffentlichen Hand am Betreibermodell/Gesellschaft
 - Weiterhin Gestaltungsmöglichkeiten der öffentlichen Hand in der Forstwirtschaft und der Gemeinwohlaufgaben
 - Kontrollfunktion der öffentlichen Hand bleibt gewahrt
 - Beteiligung an mittelfristig erzielbaren Ertragssteigerungen
- Der Einsatz externer Dienstleister vereinfacht die Zielformulierung und Zielkontrolle der Erwerbsforstwirtschaft
 - Einhaltung aller gesetzlichen Auflagen und freiwilliger Standards (z.B. FSC, PEFC)
- Dauerhafte Sicherung der nachhaltigen Forstbewirtschaftung durch betriebswirtschaftliche Ausrichtung verknüpft mit der Schutz- und Erholungsfunktion des Waldes



Ihre Ansprechpartner

Financial Engineering Group

Uwe Schelletter
Direktor
Alter Wall 37
20457 Hamburg
Tel. +49 (0)40 3701 5858
uwe.schelletter@db.com

Financial Engineering Group

Dr. Christoph Harff
Vice President
Alter Wall 37
20457 Hamburg
Tel. +49 (0)40 3701 5884
christoph.harff@db.com

