





Timberland und Farmland für das institutionelle Portfolio

Über Natural Capital – vor allem Investments in Wald und Ackerland – diskutierten **Gwen Busby**, Head of Research and Strategy Natural Capital bei Nuveen, **Hans-Joachim Seyfarth**, Head of Illiquid Assets Natural Capital bei MEAG, **Constantin Freiherr von Wendt**, Managing Partner bei der Salm-Salm & Partner GmbH, und **Dr. Axel Hesse**, Managing Director bei SD-M® GmbH. **Dr. Guido Birkner** moderierte die Diskussion.

SPONSOREN

MEAG

A Munich Re company

nuveen

A TIAA Company



„Die Nachfrage nach Timberland und Farmland wird noch stärker steigen angesichts des globalen Bevölkerungswachstums und des wachsenden Bedarfs der Menschen an Holz und Nahrungsmitteln.“

GWEN BUSBY

Meine Dame und meine Herren, bitte stellen Sie sich und Ihre Einrichtung einmal vor.

Gwen Busby: Ich bin in Portland, Oregon, ansässig und arbeite seit zwölf Jahren für Nuveen. In dieser Zeit habe ich miterlebt, wie die Asset-Klasse Natural Capital gewachsen ist und sich entwickelt hat, wie sich umfassendere Anlagemöglichkeiten jenseits von traditionellem Timberland und Farmland in Developed und in Emerging Markets ergeben haben. Unser Natural-Capital-Team ist seit langem Teil von Nuveen und damit auch von TIAA, dem US-Pensionsfonds für Lehrer. Dort verwaltet Nuveen Natural Capital ein weltweit diversifiziertes Portfolio in den Segmenten Timberland und Farmland. Wir sind in Nord- und Südamerika, Europa, Australien und Neuseeland investiert.

Hans-Joachim Seyfarth: Ich bin studierter Mathematiker und vor 18 Jahren zur MEAG gewechselt. Seit 2008 etabliere ich dort das Thema Forst. Seit 2009 investieren wir für unsere Muttergesellschaft Munich Re in Forst, seit 2014 auch in Landwirtschaft. Wir haben ein Portfolio in den USA, Australien, Neuseeland und Europa. Dazu kommen noch kleine Beteiligungen in Südamerika. Unser Portfolio ist aktuell rund 3,2 Milliarden Euro wert. Das managen wir mit einem zehnköpfigen Team.

MEAG als Asset Manager der Munich Re Group hat rund 345 Milliarden Euro Assets under Management. Davon kommen rund 285 Milliarden Euro von Munich Re und etwa 60 Milliarden Euro von unseren privaten und institutionellen Kunden.

Constantin von Wendt: Ich bin studierter Jurist und habe von der Familie her einen land- und forstwirtschaftlichen Hintergrund. Seit 2013 bin ich als Gesellschafter und Geschäftsführer für Salm-Salm & Partner tätig. Das Unternehmen wurde 1990 gegründet. Wir waren wohl die ersten Manager in Deutschland, die Wald-Investments getätigt und angeboten haben. Schon vor meiner Zeit, 2009, baten uns drei große Family Offices, ihnen bei Wald-Investments zu helfen. Wald war damals wie heute in Europa keine etablierte Asset-Klasse, anders als in den USA. Seit 2010 kaufen wir Wälder und Landwirtschaftsbetriebe für unsere Kunden, zuerst in Europa, doch schon bald in den USA. Heute machen US-amerikanische Flächen 70 bis 80 Prozent unseres Portfolios aus. Seit vier Jahren sind wir zudem in Neuseeland in Wald investiert. Wir verantworten heute Investments in Natural Capital im Gesamtwert von 1,3 Milliarden Euro. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren, also europäische Pensionskassen und zunehmend Versicherungen, daneben Family Offices.



GWEN BUSBY
HEAD OF RESEARCH AND STRATEGY
NATURAL CAPITAL, NUVEEN

Gwen Busby stellt fest, dass der Anteil der Investoren, die in Natural Capital einsteigen oder ihr Exposure ausbauen, über die letzten Jahre beständig gewachsen ist. Auch gebe es neue Investoren, die sich manchmal Zeit ließen, bis sie ihr erstes Investment realisierten. Das sei ein Prozess des Kennenlernens und des Lernens über die Asset-Klasse.

Axel Hesse: Ich habe mich seit meiner Banklehre für Nachhaltigkeit und nachhaltiges Investieren interessiert. Vor rund 14 Jahren haben wir in meinem Unternehmen SD-M im Auftrag der Bundesregierung die ersten globalen Standards für finanziell wesentliche, industriespezifische ESG-Indikatoren (SD-KPIs) im Rahmen von Bilanzierungsvorschriften entwickelt. 2016 haben wir dann mit dem amerikanischen Standardsetzer SASB kooperiert, der jetzt in den International Sustainability Standards Board (ISSB) übernommen wurde. Daraus habe ich die Überzeugung gewonnen, dass Natur als Faktor nicht nur für illiquide Assets, sondern auch für viel mehr liquide Titel relevant ist. Heute arbeiten wir als Daten-Provider für global standardisierte ESG-KPIs und liefern 14 Jahre Historie für 19.000 Unternehmen, die als Proxy für das ISSB von Banken und Asset Managern genutzt werden.

Wie definieren Ihre Häuser Natural Capital?

Hans-Joachim Seyfarth: Meine Abteilung hat erst Anfang dieses Jahres den Namen „Illiquid Assets Natural Capital“ erhalten. Wir haben uns davor lange Gedanken über die Begriffe „Natural Capital“ und „Natural Resources“ gemacht, bis uns klar wurde, dass Ressourcen vor allem Naturprodukte oder natürliche Rohstoffe bezeichnen, also zum

Beispiel Holz oder Äpfel. Dagegen verstehen wir unter Natural Capital vor allem das Land, auf dem ein Wald wächst, und den Boden, der Nahrungsmittel wachsen lässt.

Gwen Busby: Unserer Ansicht nach umfasst die Anlageklasse Natural Capital landbasierte Investitionen wie Waldflächen und Ackerland, die traditionell auf nachhaltige Holz- und landwirtschaftliche Erzeugung ausgerichtet sind. Die Anlageklasse erweitert sich, um naturbasierte Lösungen einzuschließen, die darauf abzielen, globale Herausforderungen wie den Klimawandel, den Verlust der Natur und Verschmutzung anzugehen. In allen Fällen handelt es sich um Investitionen in das Land, die Luft und das Wasser der Erde sowie in ihre gesamte Biodiversität und den Zufluss von Benefits oder Ökosystemservices, die aus diesen Natural-Capital-Assets abgeleitet werden, wie saubere Luft und Wasser, Bestäubung, Klimaregulierung sowie Nahrungsmittel, Fasern und Holz.

Constantin von Wendt: Ich stimme beiden Aussagen zu. Allerdings verwenden wir im europäischen Markt immer noch keine einheitliche Definition von Natural Capital. Es agieren in diesem Bereich nur wenige Investoren wie beispielsweise die MEAG, die mit Wald- und Ackerland-Investments ein eigenes Portfolio aufgebaut haben.



„Im Krisenjahr
2022 hat unser
Exposure eine
intakte niedrige
Korrelation und
mit 5 Prozent
Rendite eine
positive Wirkung
auf das Portfolio
bewiesen.“

**HANS-JOACHIM
SEYFARTH**

Unsere Kunden ordnen solche Investments ganz unterschiedlich ein. Manche packen es zu Infrastruktur oder Immobilien, andere zu Beteiligungen. Vor zehn Jahren haben die allermeisten Investoren in Deutschland Timberland und Farmland nicht als eigene Asset-Klassen anerkannt. Doch in den zurückliegenden Jahren hat sich diese Haltung schrittweise verändert, auch wenn noch längst nicht jeder Asset Owner sie teilt. Manche nehmen Wald und Ackerland in Verbindung mit ESG in ihre Asset Allocation auf. Vielen leuchtet aber auch mehr und mehr das Eigentum an Grund und Boden und die vielen damit verbundenen Chancen ein. Auch für mich ist das Land, also der Grund und Boden, die Basis dieser Asset-Klasse. Ich würde nicht von einem Timberland- oder Farmland-Investment sprechen, wenn jemand irgendwo auf der Welt ein Stück Land anpachtet und darauf Forst- oder Landwirtschaft betreibt.

Gwen Busby: Nuveen investiert seit mehr als 35 Jahren in Natural Capital. Historisch gesehen, lag der Schwerpunkt dabei immer auf der Rohstoffproduktion von Holz und landwirtschaftlichen Nutzpflanzen. Im Laufe der Zeit sind wir gewachsen und haben uns darauf konzentriert, auch quantifizierbare Natur- und Klimavorteile zu liefern. Dies wurde durch die Entwicklung von Umweltmärkten für die Bindung und Speicherung von Kohlenstoff und die Wiederherstellung von Feuchtgebieten und Flüssen unterstützt. Damals ging es um

die Rohstoffproduktion, die auf den Boden abzielt. Klima, Natur, biologische Vielfalt, Wasser und die Wiederherstellung natürlicher Ressourcen spielen hier eine große Rolle. Damit meine ich: Investitionen in Natural Capital sind Investitionen in das gesamte Ökosystem, also in den gesamten Bestand an Dienstleistungen, in die Naturprodukte des Bodens, also in Timber oder Holz. Natürlich werden auch Aspekte wie Klima und Wasserqualität einbezogen.

Hans-Joachim Seyfarth: Für uns als MEAG ist das Land der Schlüssel für unsere Investments. Das gilt sowohl für unsere konzerninternen als auch für institutionelle Kunden, für die die Asset-Klasse Natural Capital attraktiv ist. Dazu zählen wir nicht nur Timberland und Farmland, sondern – wie bisher – ebenfalls sowohl Carbon als auch Biodiversität und heute auch Wasser und Critical Minerals. Es geht also auch um Rohstoffe. Zudem eruieren wir derzeit, welche Investitionsmöglichkeiten es gäbe, um in Wasser oder Critical Minerals zu investieren. Hier sind wir noch nicht investiert, und es geht uns auch nicht um die Aktien von Minengesellschaften. Es gibt institutionelle Investoren, die solche Investments ausdrücklich ausschließen. Das tun wir nicht.

Axel Hesse: Der Begriff Natural Capital als Asset-Klasse ist derzeit noch eng definiert. In unserem SD-KPI-Standard 2010–2015 hatten wir lediglich 4 Prozent unserer Daten und KPIs, die sich unter Nature oder Natu-

ral Capital subsumieren lassen. Doch dieses enge Spektrum – und damit auch die Definition der Asset-Klasse – wird sich in den kommenden Jahren deutlich erweitern. Nehmen Sie allein das Zusammenspiel von tropischem Regenwald und dem Einsatz von künstlicher Intelligenz. Zwei Drittel aller krebensorientierten Pharmazeutika weltweit basieren auf Pflanzen aus Regenwäldern. Für Genetic Resources werden wir künftig mehr nachhaltiges Rohmaterial benötigen. Das verändert unseren Blick auf die Asset-Klasse Natural Capital, aber auch auf brasilianische Staatsanleihen.

Wächst der verfügbare Datenbestand zu Natural Capital stark?

Axel Hesse: Er nimmt auf jeden Fall zu und wird auch qualitativ besser. Dabei reden wir über Asset-Klassen wie Aktien, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen. Wir arbeiten aktuell auch an ESG-Standards für Staatsanleihen und entsprechende Indizes. Auch wenn wir Natural Capital heute vor allem als illiquide Asset-Klasse behandeln, sehe ich doch, dass es liquide Asset-Klassen stark beeinflusst.

Gwen Busby: Wir schauen uns immer die Key-Performance-Indizes für Timberland und Farmland in den USA an. Auch Australien hat einen ähnlichen Index für private Investments in Farmland. Für die öffentlichen Märkte gibt es diverse Commodity-Indizes, die auch Timber REITs enthalten. Es gibt also immer wieder gute Daten, aber noch längst keinen kompletten historischen Überblick über den globalen Markt. Solche Indizes weisen zum Beispiel das Risiko-Rendite-Profil von Natural Capital aus. Wir können sie mit traditionellen Aktien- und Bond-Indizes oder Real-Asset-Klassen vergleichen. Überhaupt waren Indizes in den 80er und 90er Jahren in den USA wichtige Wegbereiter, um Timberland und Farmland als Asset-Klassen anzuerkennen. Davor wurden sie als Nischenstrategie mit mangelnder Skalierung angesehen. Da die Kohlenstoffintensität von Portfolios für Investoren stärker in den Fokus rückt, gibt es mehr Daten zu CO₂- oder Treibhausgasemissionen pro investierte Million Dollar.

Hans-Joachim Seyfarth: Aus meiner Sicht helfen solche Indizes für Timberland und Farmland Investoren, die Sektoren in ihrem Risikomodell abzubilden. In Europa ist diese Asset-Klasse angesichts der Volumina noch zu klein, als dass es sich lohnen würde, einen Index einzuführen.

Wie funktioniert das Geschäftsmodell für Timberland?

Hans-Joachim Seyfarth: Timberland als Geschäftsmodell funktioniert so ähnlich wie Immobilien. Solche Ländereien haben immer einen Property Manager, einen Asset Manager, eine Reihe von Assets in einer bestimmten Region, zudem gegebenenfalls einen Fondsmanager je nach Investitionsmodell. Diese strukturellen Parallelen zu Real Estate



HANS-JOACHIM SEYFARTH **HEAD OF ILLIQUID ASSETS NATURAL** **CAPITAL, MEAG**

Timberland als Geschäftsmodell funktioniert laut Hans-Joachim Seyfarth ähnlich wie Immobilien-Investments. Solche Ländereien haben immer einen Property Manager, einen Asset Manager, regionale Assets und gegebenenfalls einen Fondsmanager.

**CONSTANTIN FREIHERR
VON WENDT**
**MANAGING PARTNER,
SALM-SALM & PARTNER GMBH**

Die Asset-Klasse Natural Capital bietet laut Constantin von Wendt eine stabile Rendite von 5 bis 7 Prozent IRR, keine Korrelation zu anderen Asset-Klassen und einen hohen Inflationsschutz. Aber man braucht Experten mit viel Erfahrung, um die richtigen Assets zu finden, anzukaufen und langfristig nachhaltig zu bewirtschaften.



hinsichtlich des Geschäftsmodells helfen dabei, Timberland Investoren zu erklären, die die Asset-Klasse noch nicht kennen.

Gwen Busby: Das Geschäftsmodell für Timberland ist, in Land zu investieren und durch nachhaltige Bewirtschaftung und – in einigen Fällen – Restoration eine Einkommensrendite aus den Erträgen der Assets und Kapitalzuwachs aus den Verkäufen von Assets zu erzielen. Die Märkte geben uns Incentives für die Art und Weise, in der wir das Land bewirtschaften sollen. Wenn es Märkte für CO₂-Reduktion oder Restoration gibt und unseren Kunden diese Werte wichtig sind, dann orientieren wir uns bei der Bewirtschaftung des Landes an diesen Werten. Wir generieren eine Verbindung zwischen den Dingen, die wir bewirtschaften, und richten uns danach, wofür der Kunde sein Kapital in Investments einsetzen möchte.

Herr Hesse, welche Geschäftsmodelle für Timberland lassen sich in Brasilien realisieren?

Axel Hesse: Wir sind mit unserem Unternehmen in der Region um Manaus noch in einer zu frühen Entwicklungsstufe, als dass wir schon von einem ausgereiften Geschäftsmodell für die Bewirtschaftung von Regenwald sprechen könnten. Das gilt auch für die Region selbst. Trotzdem ist in dieser Region und in ganz Südamerika im Hinblick auf

Timberland viel in Bewegung. Den Einsatz von künstlicher Intelligenz bei der Gewinnung von Genetic Resources, aber auch bei der Entwicklung innovativer Produkte aller Art habe ich bereits genannt. Ich bin mir nicht sicher, ob sich dadurch das Geschäftsmodell für Timberland-Investments grundlegend verändern würde, aber sicher würde der Wert des Regenwaldes am Amazonas steigen. Wir sollten schauen, wie wir den Amazonasregenwald als globales Gemeingut für verschiedene Geschäftsmodelle kompatibel machen, um es zu schützen.

Herr Seyfarth, über welche Investment-Vehikel lässt sich in Timberland investieren?

Hans-Joachim Seyfarth: Investoren machen ihre ersten Erfahrungen mit Timberland in der Regel über Fonds. Natürlich spielt auch die Größe des Investments eine Rolle bei der Frage nach Investment-Form und -Vehikel. Wenn ich als Investor weniger Kapital investieren will – zum Beispiel bis zu 100 Millionen Euro –, gehe ich eher über Commingled Funds zusammen mit anderen Investoren in die Asset-Klasse hinein. Investoren, die mehr Kapital investieren wollen, können das Investment auch selbst tätigen, aber sie benötigen Expertise für ein direktes Investment. Sie können auch über einen Separate Managed Account einsteigen. Der Investor hat volle Kontrolle über das Asset, wenn er



will, nutzt aber die Services eines erfahrenen Asset Managers. Weitere Investitionsformen sind Co-Investments und Club Deals.

Gwén Busby: Investments in Timberland laufen auch über Public Equity, also REITs. Vorausschauende Investoren bauen ein Exposure in Natural Capital auf und diversifizieren in einem modellierenden Rahmen. Wenn man sich die Public-Equity-Allokationen unter dem Aspekt der Portfoliodiversifizierung anschaut, stellen wir fortlaufend fest, dass die Ausgabe von Private Investing in Timberland und Farmland höhere risiko-adjustierte Returns erzielt. In den USA hat sich der Besitz von Timberland im Laufe der Zeit von börsennotierten Unternehmen hin zu privaten Kapitalanlegern verlagert, aber manchmal kann sich der Besitz auch in die andere Richtung verlagern. Ich sehe selten gemischte Public-Private-Strategien von Asset Managern für institutionelle Portfolios ...

Hans-Joachim Seyfarth: ... weil diese schwierig bei Investoren abzubilden sind ...

Constantin von Wendt: ... und weil sich Public und Private denselben Markt, dieselben Produkte und dasselbe Land teilen. Öffentlich gehandelte REITs haben nicht nur Land-Investments in ihrem Geschäftsmodell, sondern in der Regel auch Operations und Processing, zum Beispiel den Betrieb



von Säge- oder Papierholzwerken. Im Wert mag sich das dann auf 60 Prozent tatsächlichen Wald und 40 Prozent Processing aufteilen. REITs haben also eine starke Private-Equity-Komponente und sind kein reines Natural-Capital-Investment. Wenn ein Investor auch in Operations in Form von Private Equity investieren will, dann sollte er sich bewusst machen, dass dies mit deutlich höheren Risiken einhergeht und er weitere Kompetenz braucht, beispielsweise für die Bewirtschaftung eines Sägewerkes.

Hans-Joachim Seyfarth: Wir als Investor müssen uns vor einer Investment-Entscheidung immer wieder selbst fragen, ob wir ein Investment tatsächlich tätigen wollen. Schließlich könnte ein Investment in die Verarbeitung von Holz oder die Verpackung von Kiwis einen unerwünschten Effekt auf das Risikoprofil des Portfolios haben, das bislang vielleicht nur Timberland-Assets enthalten hat. Womöglich weiche ich dann von meinem Ziel für diese Asset-Klasse ab.

Herr von Wendt, investieren Family Offices anders in Timberland als institutionelle Investoren?

Constantin von Wendt: Auf jeden Fall! Family Offices werden in der Regel nicht über Fonds investieren. Sie bevorzugen direkte Investments. Die meisten Familien wollen selbst im Grundbuch stehen. Zudem ist ihr

„ESG und Impact sind einem gut gemanagten Wald- oder Ackerland-Investment immanent.“

CONSTANTIN FREIHERR VON WENDT



„Wir müssen
ESG vollständig
in das reale Risiko-
management
integrieren.“

AXEL HESSE

Anlagehorizont normalerweise sehr lang. Sie denken im Bereich Wald und Landwirtschaft generationsübergreifend. Wald- oder Landwirtschaftsfonds sind in der Regel keine Evergreen-Fonds, ihre Laufzeit endet irgendwann. Wir verantworten für Kunden direkte Investments und Fonds-Investments.

Axel Hesse: Ein Motiv von Investoren für Investments in Timberland ist bis heute das unkorrelierte Risiko.

Hans-Joachim Seyfarth: Ich wurde im Herbst 2022 mehrfach gefragt – über zehn Jahre nach dem ersten Timberland-Investment von MEAG und sechs Monate nach dem Ausbruch des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine, nach den ersten Zinsanhebungen und den rückläufigen Kursen von Aktien und Anleihen –, mit welchen Preiseinbrüchen und Abwertungen wir bei Timberland rechnen müssten. Dabei hat genau diese Situation bewiesen, dass die niedrige Korrelation intakt ist und dass das Exposure mit durchschnittlich 5 Prozent Rendite pro Jahr über zehn Jahre eine positive Wirkung auf das Portfolio hat. Die Asset-Klasse hat auch im Jahr 2022 einfach getan, was sie tun soll – Timberland genauso wie Farmland.

Welche Weltregionen kommen heute für Natural-Capital-Investments in Frage?

Hans-Joachim Seyfarth: Wir reden oft von Nordamerika, aber das konzentriert sich für die institutionelle Kapitalanlage auf die USA, weniger auf Kanada. Bei kleineren Family Offices und vermögenden Privatinvestoren ist Kanada für Timberland beliebt. Doch hier sollten Investoren vorsichtig sein. In Kanada haben wir es nicht mehr mit dem US-Dollar zu tun, sondern mit einer weiteren Währung. Gerade für Investoren mit Verpflichtungen in Euro bedeutet eine dritte Währung nach dem US-Dollar deutlich mehr Komplexität. Und in Kanada hängt man trotzdem von den USA als Abnehmer ab. Ich sollte mich als Investor fragen, ob ich ein Exposure in einem weiteren Land benötige, wenn das Risikoprofil ähnlich bleibt.

Constantin von Wendt: Im Ergebnis stimmt in Kanada das Risiko-Rendite-Verhältnis nicht. Neben der Währung sind Entfernungen, langsames Wachstum und der Holzmarkt echte Hindernisse in weiten Teilen Kanadas. Wir investieren nicht in Kanada. Ein interessantes Indiz dafür, dass nicht nur wir das so sehen, ist die Tatsache, dass Broker – egal woher – kanadische Timberland Assets nur deshalb so viel in Europa, vor allem in Deutschland, anbieten, weil diese in den USA und Kanada niemand kaufen will. Also sollte man lieber die Finger davonlassen. Timberland-Investoren sollten immer klar im Blick haben, wie es mit ihren Assets nicht nur morgen, sondern in zehn oder 30 Jahren aussieht.

Gwen Busby: Kanada hat im Hinblick auf Wald einige Herausforderungen zu meistern. Dazu zählen die Waldbrandgefahr, Dürrierisiken und begrenzte Möglichkeiten für Privateigentum in einigen Landesteilen. Ein großer Anteil der Wälder in Kanada sind Staatswälder, und das Recht, Bäume zu fällen, ist strikt reglementiert. Selbst die großen kanadischen Unternehmen fokussieren ihre Investments aus vielen Gründen mehr und mehr auf die USA.

Welche Standortgegebenheiten sind für institutionelle Timberland-Investments erforderlich?

Constantin von Wendt: Grundvoraussetzungen sind für mich ein hoher Eigentumsschutz sowie Rechtsstaatlichkeit. Der Wald muss dem Investor auch noch in 20, 50 und 100 Jahren gehören. Und ich muss eine klare Antwort auf die Frage haben, wer das Produkt kaufen wird, das ich herstelle und anbiete. Wie sieht der lokale Holzmarkt aus? Wie viel Abnehmer habe ich tatsächlich in einem Radius von 150 Kilometern? Das ist ein hartes Selektionskriterium und schließt – zumindest heute noch – viele Länder als Zielregionen für Timberland aus. In den 2000er Jahren haben einzelne Fondsanbieter global gemischte Timberland-Fonds auf den Markt gebracht. Davon existiert heute nichts mehr – weder die Gesellschaften noch die Fonds noch die Kunden. Regionen wie zum Beispiel Brasilien, Argentinien oder Mittelamerika haben es bis heute schwer, sich auf dem Timberland-Markt zu etablieren.

Gwen Busby: Brasilien zählt zu den Emerging Markets und hat alle Merkmale und Risiken eines solchen Landes im Hinblick auf Währung, Makroökonomie und politische Stabilität. Den Chancen, die aus dem gut entwickelten Waldsektor und unglaublichen Wachstumskonditionen entstehen, stehen potentiell hohe Kostenrisiken wie der Devisenhandel gegenüber. Tatsächlich ist Nuveen in Brasilien investiert, so wie wir global vielerorts investiert sind. Damit betreiben wir innerhalb des Timberland-Portfolios eine Diversifizierung.

Hans-Joachim Seyfarth: Noch einmal generell: Ein Land muss privaten Landbesitz zulassen. Es muss als Staat stabil sein – politisch, juristisch, makroökonomisch. Zudem muss das Land einen professionellen Holzabnahmemarkt vorweisen. Und es braucht einen soliden Timber-Investment-Markt, auf dem wir kaufen und verkaufen können.

Was sind weltweit die wichtigsten Märkte für Timberland?

Hans-Joachim Seyfarth: Die USA sind der global wichtigste und größte Markt. Der Süden der USA ist für mich der Goldstandard für Timber. Es ist auch die Benchmark für Timberland-Management und die Holzindustrie. Auch der amerikanische Investment-Markt funktioniert: Wir können dort kaufen und verkaufen. Der zweitgrößte Markt sind Australien und Neuseeland – auch sehr professionalisiert. An dritter Stelle folgen die skandinavischen und baltischen Länder. Danach kommt lange nichts, dann Südamerika.

Gwen Busby: Wir suchen auf der ganzen Welt nach günstigen Wachstumsbedingungen. Das Klima spielt für die Asset-Klasse Timberland eine größere Rolle als für Real Estate oder Infrastruktur, hat auch in vielen Fällen mehr Einfluss auf die Performance eines Assets. Bei Farmland sind wir in dieser Hinsicht besser aufgestellt als bei Timberland und haben damit mehr Erfahrungen gesammelt. Wir erfassen



AXEL HESSE

MANAGING DIRECTOR BEI SD-M® GMBH

Axel Hesse sieht viele künftige Einflussfaktoren für die Asset-Klasse Natural Capital. Dazu zählt er eine nachhaltigere Waldzertifizierung, natürlich den Klimawandel sowie Wasser und Biodiversität. Die Integration von ESG in das Risikomanagement müsse langfristig positive risikoadjustierte Rendite abwerfen.



fortlaufend die Ereignisse des Klimawandels in den Regionen, die wir uns anschauen. Wir achten auf die Investment-Umgebung und die makroökonomische Entwicklung. Eigentumsrechte in Bezug auf Wald und Land sind elementare Grundlagen für unser Engagement. Für die Landwirtschaft wird eine Basis an Betreibern benötigt. Wir brauchen Zugang zu Märkten, egal ob es sich um einen Binnenmarkt oder um einen Exportmarkt handelt. Auch die Wettbewerbsposition eines Landes im globalen Markt ist ein Auswahlkriterium. Die jeweilige Landeswährung und die Volatilität im Vergleich zu anderen wichtigen globalen Währungen spielen ebenfalls immer eine Rolle.

Wie performt die Asset-Klasse Natural Capital gegenüber anderen illiquiden Asset-Klassen?

Gwen Busby: Da spielen auch die Anforderungen und Ziele des Investors eine Rolle. Inflation Hedge ist eine positive Eigenschaft von Natural Capital. Die Asset-Klasse weist ein gutes Risk-Return-Profil auf. Viele Investoren verbinden Investments in Natural Capital zudem mit einem Impact. Tatsächlich bietet die Asset-Klasse in vielen Fällen eine wesentlich größere Chance auf einen positiven Impact als Immobilien und Infrastruktur. Mit Natural Capital hat ein Investor das Potential, Carbon Stocks anzuheben oder Naturgebiete aufzuforsten, die das benötigen. Die historisch niedrige Volatilität ist zu nennen. Timberland-Assets in den USA

haben in den letzten Jahren gut performt, während die Aktien- und Anleihenmärkte volatil waren. Bei dieser starken Marktvolatilität hat die Asset-Klasse ein hohes Maß an Stabilität gezeigt. Die US-Aktienmärkte waren sehr volatil, die durchschnittliche Gesamtrendite für die letzten zwei Jahre war mit 1,8 Prozent kaum positiv. US-Anleihen, globale Aktien und Anleihen performten 2022 und 2023 negativ. Dagegen stiegen die Renditen auf US-Timberland um 11 Prozent mit einer Barrendite von 3 Prozent. Die Renditen für US-Farmland stiegen um 7 Prozent bei einer Barrendite von 3,3 Prozent.

Constantin von Wendt: Es ist wichtig, zwischen Farmland und Timberland zu unterscheiden. Timberland performt stabil, fast wie eine Staatsanleihe, nur mit zusätzlichen Vorteilen wie einem hohen Inflationsschutz. Farmland ist volatiler, denn es ist dem globalen Wettbewerb in größeren Märkten ausgesetzt. Agrarprodukte werden deutlich globaler gehandelt und viel mehr rund um die Welt verschifft. Das bringt mehr Volatilität in den Landwirtschaftsmarkt. Trotzdem ist auch diese Asset-Klasse dank der Landbasis grundsätzlich sehr stabil.

Stellen andere Standorte für Timberland ähnliche Returns wie die USA in Aussicht?

Hans-Joachim Seyfarth: Unabhängig von der Region lassen sich mit Timberland und Farmland in einem globalen Portfolio

langfristig im Durchschnitt 5 bis 6 Prozent IRR erzielen. Die Aufgabe von Timberland und Farmland ist, ein global diversifiziertes Portfolio weiter zu stabilisieren, ihm eine noch solidere Basis zu geben. Wenn man in die Zusammensetzung des Exposures nach Segmenten und Laufzeiten schaut, dann zeigen sich natürlich Unterschiede. Wir haben in unserem Portfolio inzwischen einen Anteil von rund 1 Prozent Timberland. Unser gesamtes Alternatives-Portfolio ohne Immobilien beläuft sich auf circa 10 Prozent.

Gwen Busby: Unser Investor erwartet, dass die Timberland-Assets eine feste Verankerung aufweisen, dass sie stabil, konsistent und entwickelt sind. Sie sollen geographisch über verschiedene Erdteile verteilt sein. Dabei geht es außerhalb der USA um schnell wachsende Märkte, die innerhalb der Kernmärkte zugänglich sind. Im Hinblick auf Impact hat sich ein Wechsel bei den Asset Managern vollzogen. Auch außerhalb der USA bietet sich heute eine wachsende Zahl neuer Investment-Gelegenheiten.

Wie wichtig ist Impact Investment für Investoren im Zusammenhang mit Timberland?

Hans-Joachim Seyfarth: Für unsere Muttergesellschaft Munich Re muss zunächst die Rendite risikoadäquat sein. Im zweiten Schritt wird der mögliche Impact eines Investments betrachtet, also einerseits die Vermeidung negativer als auch andererseits die Erzielung positiver Auswirkungen.

Gwen Busby: Im Hinblick auf Impact Investment suchen wir nach Chancen, um Carbon Projects, Mitigation Banks sowie Gelegenheiten zur Restoration und Land Conservation zu entwickeln. In einigen Fällen gibt es Trade-offs zwischen dem Kohlenstoffwert und dem Handelswert für Timber. Wir haben keinen institutionellen Investor getroffen, der bereit ist, Rendite für Impact herzugeben. Investitionen in Kohlenstoff-, in Restoration- oder Conservation-Projekte müssen sich den Weg ins Portfolio verdienen.

Constantin von Wendt: ESG bestimmt – zumindest in Europa – nicht mehr ausschließlich die Diskussion auf den Kapitalmärkten.

In den letzten Jahren hat ESG zwar die Absicht vorangetrieben, in Wald und Landwirtschaft zu investieren, aber die Performance-Erwartungen mussten immer stimmen. Die nachhaltige Bewirtschaftung des erworbenen Landes ist allen Investoren extrem wichtig. Zudem dürfen wir nicht vergessen, dass Themen wie CO₂-Reduktion oder Solar- und Windenergie nicht ohne Land auskommen. Wir entwickeln etwa auf von uns gemanagtem Land momentan über 80 Windräder und Solaranlagen mit einem Gesamtvolumen von knapp zwei Gigawatt. Land ist und bleibt die wichtigste Grundlage für das Leben der Menschen. Der Umgang mit dem Land ist entscheidend für die Gesundheit des Klimas. Das wird sich stets auf den Wert des Landes auswirken.

Hans-Joachim Seyfarth: Wenn wir 15 Jahre zurückschauen, bestanden die Bewirtschaftungsmöglichkeiten Wind und Solar damals noch nicht in dem Maße wie heute. Das bestätigt die These, dass Land immer wieder neue Nutzungsmöglichkeiten eröffnet.

Axel Hesse: Die EU-Regulatorik für Sustainable Finance ist überbordend und kontraproduktiv. Mir gefällt aber Artikel 6 der Sustainable Finance Disclosure Regulation, weil das der Mainstream-Paragraph ist. Er schreibt Investoren unter anderem vor, zu beschreiben, wie sie Nachhaltigkeitsrisiken in ihre Investment-Entscheidungen integrieren. Die Investoren können also wählen, ob sie sie integrieren wollen oder nicht. Mir gefällt am Artikel 6, dass sich ein höherer risikoadjustierter Return erzielen lässt, indem man ESG integriert. Doch die Wirklichkeit sieht so aus: Viele ESG-Strategien, die wir gesehen haben – Artikel-8- und Artikel-9-Fonds –, sind Best-in-Class-Ansätze oder haben lange Ausschlusslisten, aber sie haben im Ergebnis oft eine risikoadjustierte Underperformance. Das kann und darf der Markt nicht akzeptieren. Gerade amerikanische Investoren spüren bei ESG Gegenwind und wollen nichts davon hören. Sie werden aber hellhörig, wenn wir von unserer Outperformance von 0,7 Prozent per annum gegenüber dem S&P 500 berichten, die wir durch Über- bzw. Untergewichtung nach den finanziell relevanten ESG-KPIs erzielt haben.



GUIDO BIRKNER
CHEFREDAKTEUR
DPN

MODERATOR

Integrieren Sie risikoadjustierte Faktoren in Ihre Timberland-Strategien und messen Sie einen Impact auf risikoadjustierte Returns?

Gwen Busby: ESG-Daten sind den Investoren wichtig, um mögliche Reputationsrisiken frühzeitig zu erkennen. Sie wollen Investments, die ihre Ansprüche und Pflichten bei ESG-Performance bedienen. Und sie wollen den Netto-Impact und die ESG-Performance über die Zeit tracken. Dabei sollte man klar zwischen Ausschlüssen und ESG-Matrix und -Reportings, Reporting-Standards und Umweltmärkten unterscheiden. Märkte generieren Anreize und Gelegenheiten für höhere Renditen. Europa war schon immer sehr auf Performer, Ausschlüsse und Reporting-Anforderungen fokussiert. Das Ausmaß, bis zu dem die Ausschlussvorgaben tatsächlich der Natur, dem Klima und der Biodiversität zugutekommen, ist eine gute Frage. Aber wenn man einen Markt, einen Anreiz und einen Preis schafft und das Preisumfeld gut ist, dann werden sich der Nutzen für die Natur und höhere Renditen zeigen, was mehr Kapital in die Asset-Klasse spült.

Constantin von Wendt: Die ESG-Faktoren, die jetzt in alle Asset-Klassen eingeführt werden, waren schon immer ein essentieller Teil der Forstwirtschaft. Das muss nicht nochmal eingeführt werden. Die ursprüngliche Idee der Nachhaltigkeit kommt aus der Forstwirtschaft. Sie wurde vor über 300 Jahren in Deutschland entwickelt. Alles, was ich sehe, was aufgrund gesetzlicher ESG-Kriterien in unser Risikomanagement und in unsere tägliche operative Arbeit integriert werden muss, wird bereits umgesetzt. In den Kernländern für Timberland werden die ESG-Risikoanpassungen schon immer angewendet und sind Teil der Investment-Entscheidung. Manche Befürworter eines neuen ESG-Ansatzes – etwa EU-Repräsentanten und manche Vertreter der Grünen – vertreten den Standpunkt, der beste Wald sei der stillgelegte Wald. Demnach soll Wald nicht aktiv bewirtschaftet werden. Diesen Standpunkt halte ich für problematisch. Denn woher soll das Holz für unsere Dachstühle, Häuser und Möbel kommen, wenn der Wald nicht bewirtschaftet wird? Angesichts des Klimawandels sollte auch dem Letzten klar

werden, dass es ohne den nachhaltig bewirtschafteten Wald nicht geht. Die Verwendung von mehr Holz ist ein wichtiges Instrument, um CO₂-Emissionen nachhaltig zu reduzieren und mehr CO₂ zu binden.

Hans-Joachim Seyfarth: Unsere Timberlands sind üblicherweise durch FSC oder PEFC zertifiziert. Damit bekommen sie ein forstwirtschaftliches Zertifikat für nachhaltige Bewirtschaftung. Das entspricht nicht nur unserer Strategie, sondern der Markt und die Investoren fordern es auch.

Welche Risiken sind mit Natural Capital verbunden?

Hans-Joachim Seyfarth: Man muss sich vor allem die Folgen des Klimawandels für Wald- und Ackerland anschauen, aber auch Naturrisiken und ihre Auswirkungen. Alle anderen Risiken haben wir schon genannt. Man braucht die erforderliche Infrastruktur und Kunden. Weiter bestehen Konzentrationsrisiken, wenn man zu viele Flächen in der gleichen Region besitzt.

Gwen Busby: Die Liste der Risiken lässt sich ergänzen um geopolitische und politische Risiken, Handelsvorschriften, Impact-Vorschriften, wachsende Renditen auf Timberland, das Klima. Natürlich lassen sich die Risiken durch ein globales, vielseitiges Portfolio diversifizieren. Dabei spielt die Skalierung über die Asset-Klasse eine Rolle. Die Größe der individuellen Transaktionen von Grundstücken kann ziemlich groß sein. Das gilt in den meisten Fällen für Timberland, zum Teil auch für Farmland. Es geht also darum, ein diversifiziertes Portfolio zu diversifizierten Risikoquellen zu aggregieren. Ein weiteres Risiko ist, Renditeziele zu verfehlen.

Constantin von Wendt: Für ebenso relevant wie Klimarisiken erachte ich Marktrisiken. Was passiert mit meinem Investment, wenn ein Sägewerk allein den Preis diktiert, weil es die anderen Sägewerke aufkauft? Unterstellt, die klimatischen Bedingungen sind in Ordnung, hängt der Wert eines Waldes zu 100 Prozent vom regionalen Holzmarkt ab. Wenn im Extremfall alle Sägewerke schließen und keiner mehr mein Holz haben will, ist der Wert des Waldes gleich null.

Gwen Busby: Um Marktrisiken abzusichern, hilft eine Diversifizierung über Produkte und Operations, die man verkaufen kann. Damit baut man sich einen Puffer gegen Marktrisiken auf. Eine solche Diversifizierung von unkorrelierten Einkommensströmen hilft, ein Sicherungspolster aufzubauen. Das sehen wir auf dem Eigentumslevel. Die Diversifizierung von Einkommensströmen hilft, die risikoadjustierten Renditen zu verbessern. Das gilt auch für das Portfoliolevel mit seinen diversen marktbezogenen KPIs.

Constantin von Wendt: Ein wichtiges Element des Risikomanagements hängt von der Frage ab, wo ich kaufe. Natürlich muss ich vorher meine Due Diligence machen. Aber als Investor muss man auch Geduld mitbringen, bis der Markt eine gute Kaufgelegenheit eröffnet. Also lieber fünf Jahre auf ein passendes Asset warten, als kurzfristig das falsche Asset zu kaufen.

Gwen Busby: Tatsächlich lässt sich der Kaufwert nicht wegdiversifizieren.

Axel Hesse: Ich denke, dass ein solches Natural-Capital-Exposure seinen Anteil in einem gut diversifizierten institutionellen Portfolio haben sollte. Das Exposure sollte noch ausgeweitet werden, gerade durch Investoren, die ausgereifte Mainstream-ESG-Strategien verfolgen.

Constantin von Wendt: Wir sehen seit Jahren ausreichend Liquidität im Markt. Viele US-amerikanische Investoren verkaufen immer wieder Wald. Die Käufer sind oftmals US-amerikanische Investoren, sie kommen aber mehr und mehr auch von anderen Kontinenten. Wir sehen vor allem viel europäisches, japanisches und australisches Kapital in den globalen Timberland-Markt fließen.

Wie wird sich der Timberland-Markt für institutionelle Investoren mittelfristig entwickeln?

Axel Hesse: Derzeit beeinflussen viele neue Faktoren die Asset-Klasse Natural Capital. Die nachhaltigere Waldzertifizierung wird in den nächsten Jahrzehnten immer mehr das Momentum bestimmen. Auch Wasser und Biodiversität werden uns zunehmend in der

Asset-Klasse beschäftigen. Der Klimawandel wird dies verstärken. Wir haben bei ESG noch längst nicht den Höhepunkt erreicht, sondern wir müssen es vollständig in das reale Risikomanagement integrieren. Das muss langfristig positive risikoadjustierte Renditen abwerfen. Die allermeisten Investoren legen ihr Vermögen langfristig an. Das spricht für die Asset-Klasse Natural Capital.

Constantin von Wendt: Impact ist gut und wichtig. Zugleich sollen attraktive, sichere Renditen erwirtschaftet werden. ESG und Impact sind einem gut gemanagten Wald- oder Ackerland-Investment immanent. Die Asset-Klasse bietet eine stabile Rendite von 5 bis 7 Prozent IRR, keine Korrelation zu anderen Asset-Klassen und einen hohen Inflationsschutz. Aber man braucht Experten mit viel Erfahrung, um die richtigen Assets zu finden, anzukaufen und langfristig nachhaltig zu bewirtschaften. Zugleich wird die Asset-Klasse durch das schrumpfende Angebot getrieben, weil Tag für Tag das bewirtschaftbare Land weltweit schrumpft.

Hans-Joachim Seyfarth: Die Preise für Wald werden vermutlich weltweit weiter steigen in den kommenden Jahrzehnten aufgrund zunehmender Nachfrage und des sich nicht entsprechend entwickelnden Angebots. Also sollten Interessenten sich zügig Gedanken machen, wenn sie einsteigen möchten.

Gwen Busby: Der Anteil der Investoren, die in Natural Capital einsteigen oder ihr Exposure ausbauen, ist über die letzten Jahre beständig gewachsen. Neue Investoren lassen sich manchmal Zeit, bis sie ihr erstes Investment realisieren. Das ist ein Prozess des Lernens über die Asset-Klasse. Auch die stark wachsende Nachfrage nach Holz treibt die nach Timberland an. Die Nachfrage nach beidem wird sich noch verstärken, wenn ich an das globale Bevölkerungswachstum und den wachsenden Bedarf an Holz und Nahrungsmitteln denke. Auch die Transition der Industrie hin zu Emissionsreduzierung und Net Zero ist ein Treiber für die Asset-Klasse. Mit Natural Capital können sich Investoren mit einem De-Carbonizer-Portfolio sehr gut aufstellen, ohne das Risiko einzugehen, ihre risikoadjustierte Rendite zu verfehlen. ●

Summary



KEY FACTS

- Die Asset-Klasse Natural Capital stützt sich zuerst auf bodenbasierte Investitionen wie Timberland und Ackerland.
- Erstanleger investieren in Timberland meist über Fonds. Erfahrene Investoren steigen auch selbst direkt oder über Separate Managed Accounts, Co-Investments, Club Deals ein.
- USA sind der größte Markt für Timberland, vor allem der Süden. Der zweitgrößte Markt ist Australien und Neuseeland. Es folgt Skandinavien.
- REITs haben neben Investments in Land oft auch Operations und Processing, etwa Sägewerke, im Geschäftsmodell.

Der Anteil der Investoren, die in Natural Capital einsteigen oder ihr Exposure ausbauen, ist über die letzten Jahre beständig gewachsen, wie **Gwen Busby** feststellt. Dabei brauchen neue Investoren Zeit, um die Asset-Klasse kennenzulernen und ihr erstes Investment zu realisieren. Zudem sieht Gwen Busby angesichts des globalen Bevölkerungswachstums eine stark wachsende Nachfrage nach Holz und Nahrungsmitteln, was auch Timberland und Farmland antreibt. Auch die Transition der Industrie hin zu Emissionsreduzierung und Net Zero ist ein Treiber für die Asset-Klasse.

Nach Ansicht von **Hans-Joachim Seyfarth** hat die Asset-Klasse Natural Capital – Timberland wie auch Farmland – gerade im Krisenjahr 2022 das getan, was sie tun soll: Sie hat in dieser Situation bewiesen, dass die niedrige Korrelation mit Aktien und Anleihen intakt ist und dass das eigene Exposure mit durchschnittlich 5 Prozent

Rendite pro Jahr über zehn Jahre eine positive Wirkung auf das institutionelle Portfolio hatte.

Constantin von Wendt stellt fest, dass Family Offices anders in Timberland investieren als größere institutionelle Investoren. So gehen Family Offices in der Regel nicht über Fonds, sondern bevorzugen direkte Investments. Family Offices wollen laut von Wendt normalerweise selbst im Grundbuch stehen und verfolgen einen sehr langen Anlagehorizont, oft generationsübergreifend.

Für **Axel Hesse** ist der Begriff Natural Capital als Asset-Klasse derzeit noch eng definiert. Doch das enge Spektrum und damit auch die Definition der Asset-Klasse werden sich nach seiner Prognose in den kommenden Jahren in den liquiden Bereich hinein deutlich erweitern. Dabei verweist er auf das Zusammenspiel von tropischem Regenwald und dem Einsatz von künstlicher Intelligenz. ●