



Zurück zu den Wurzeln

Wendelin von Gravenreuth und Dr. Hinrich Schulte nehmen Patrick Eisele mit auf eine Exkursion durch Wald und Flur beziehungsweise die Natural Resources der Munich Re. Forst- und Landwirtschaft dienen seit Jahrtausenden auch der Kapitalanlage. Im 21. Jahrhundert zeigen auch institutionelle Investoren, insbesondere wegen der steigenden Bedeutung von Nachhaltigkeit, mehr Interesse. Wer bereits seit längerem ein größeres Portfolio an Wald und Feldern hat, ist die Munich Re. Wie dieses bewirtschaftet und beackert wird, sowie warum man etablierte Märkte bevorzugt, erläutern zwei Experten der Meag.

Grundsätzlich sind auch Landwirte Unternehmer, gehen also unternehmerische Risiken ein. Nur Land zu besitzen und von der Substanz zu leben, schafft kein gutes Auskommen und keine guten Renditen. Man muss den Besitz auch managen. Das gilt heute genauso wie vor 300 Jahren.

Freiherr von Gravenreuth, Herr Dr. Schulte, Forst und Agrar gelten als die beiden Asset-Klassen des Adels, der mit diesen Ländereien sein Vermögen über die Jahrhunderte hinweg zumindest in Westeuropa vor Inflation, Kriegen und Krisen schützen konnte. Änderte sich dies nicht mit der Industrialisierung?

Wendelin von Gravenreuth: In der Regel hat der Adel nie nur von Land- und Forstwirtschaft gelebt. Allerdings haben sich die landwirtschaftlichen Geschäftsmodelle seit den 50er-Jahren durch die Suche nach Skalen- oder Effizienzvorteilen geändert. Die Familien, die in Deutschland heute noch über nennenswerten Grund und

Boden verfügen und davon leben können, kann man an zwei Händen abzählen. Erschwerend hinzu kamen in den 90er-Jahren Stürme wie Vivian, Wiebke und Lothar sowie 2007 noch Kyrill, in deren Folge die Preise für Rundholz stark gesunken sind.

Dr. Hinrich Schulte: Wenn landwirtschaftliche Betriebe nicht auskömmlich wären, würde es heute keine Familienbetriebe in der 20. Generation existieren. Es mag Zeiten geben, in denen die Beschäftigung in oder der Anteilsbesitz an einem Industrieunternehmen auskömmlicher ist. Andererseits ging es der in der Landwirtschaft beschäftigten Bevölkerung beispielsweise in den Nachkriegsjahren besser.

Was macht Forst und Agrar heute für Finanzinvestoren interessant?

Von Gravenreuth: Aufgrund der Anforderungen insbesondere institutioneller Anleger an laufende Verzinsungen und Fristenkongruenzen im Sinne von Asset-Liability-Management bieten Assets wie Timber in diesem Zinsumfeld eine Alternative. Diversifikation und die Wertstabilität von Land sind weitere Motive. Auch durch das „Storing on the Stump“, also dass man günstige Zeitpunkte für die Holzernte abwarten kann, bietet Forst eine gewisse Krisensicherheit.

Weiter tragen heute zur Attraktivität von Forstwirtschaft auch Nachhaltigkeitsthemen

Je mehr Investoren im Klimawandel ein Risiko erkennen, desto mehr spricht – auch aus einer gesellschaftlichen Verantwortung heraus – für Investments in Forst- und Landwirtschaft. Wer seit längerem Klimarisiken auf dem Radar und im Portfolio in Forst investiert ist, ist die **Munich Re**. Heute sind es 250.000 Hektar in Timber und 30.000 Hektar in Farmland. Gehegt und gepflegt werden diese Assets bei der **Meag** von **Wendelin von Gravenreuth** und **Dr. Hinrich Schulte**.

Schon länger naturbegeistert sind auch Axa und AP2. Kürzlich investierte Axa Deutschland in Wald in Finnland und Irland. AP2 diversifiziert seit 2010 mit Timber- und Farmland. Dabei legt AP2 Wert auf rechtlich klare Strukturen und, dass die Länder Nettoexporteure von Lebensmitteln sind. Vor allem wegen Währungseffekten performte das Portfolio in 2020 deutlich negativ. Bald könnten weitere Anleger hinzukommen: Von Allianz und einem zweiten Versicherer ist zu hören, dass man sich mit Timber beschäftigt.

bei. Dazu zählen die Biodiversität, Kohlenstoffbindung oder -substitution oder auch in sozialer Hinsicht die Schaffung von Arbeitsplätzen auf dem Land. Nachhaltigkeit ist für den Konzern und die Meag ein absolut wichtiges Thema. Durch die Offenlegungsverordnung ist dieses für uns noch bedeutender geworden.

Schulte: Bezüglich Agrar sind die Motive ähnlich. Attraktiv ist vor allem, dass man einen jährlichen Cashflow generiert, der zu anderen Asset-Klassen kaum korreliert ist. Gegessen wird eben immer. Bezüglich Wertstabilität ist interessant, dass der Wert der Agrarfläche nicht abgeschrieben wird.

Zudem bieten Forst und Agrar mit Blick auf ESG-Themen Möglichkeiten, die Investoren in anderen Asset-Klassen nicht finden. Investoren können sich auch auf einzelne Aspekte wie beispielsweise die Dekarbonisierung oder die Artenvielfalt fokussieren. Hier sind viele neue Möglichkeiten entstanden, zu denen Investoren auch aktiv beitragen können.

Die Munich Re hat heute 250.000 Hektar Forst und 30.000 Hektar Agrar im Portfolio. Aber hat denn eine Reinsurance nicht schon genug Naturrisiken aus dem operativen Geschäft?

Von Gravenreuth: Diese Assets passen sogar sehr gut zu einer Rückversicherung. Eine Rückversicherung ist flexibler als eine Lebensversicherung und hat beispielsweise geringere Anforderungen an laufende Cashflows. Das lässt mehr Spielraum für Strategien, die auf Wertentwicklungen abzielen. Zu berücksichtigen ist auch, dass wir für die Munich Re nun zwar global über eine Milliarde Euro in Forst und Agrar investiert haben und unser Ziel ist, auf über zwei Milliarden Euro zu kommen. Aber selbst dann kommen wir im Gesamtportfolio nur auf einen Anteil von etwa einem Prozent. Zudem sind die Schäden im Forstportfolio unter dem Strich verschwindend gering – trotz der Auswirkungen durch einen Hurrikan im vergangenen Jahr.

Schulte: Für einjährige Kulturen ist das Naturkatastrophen-Risiko sehr überschaubar – auch deshalb, weil wir die Flächen meist verpachtet haben. Zudem sind

Risiken wie Buschfeuer versicherbar. Bei Dauerkulturen können Naturkatastrophen aber mehr ins Gewicht fallen. Auch hier gilt: Je diversifizierter ein Portfolio, desto geringer das Risiko. Wir investieren in verschiedenen Ländern und Klimazonen.

Aber einmal andersherum betrachtet: Wir profitieren sehr stark von der Naturkatastrophen-Expertise unserer Muttergesellschaft. Der Zugriff auf das Fachwissen der Munich Re ist ein wichtiger Bestandteil unserer Due Diligence. Wir können unsere Exposures sehr bewusst eingehen und die Risiken gut einschätzen.

Wo liegt der große Unterschied zwischen Forst und Agrar? In den Wertzuwachsen von ersterem und den Cashflows des letzteren?

Schulte: Ja. Das gängige Modell im Agrarbereich ist wie erwähnt, Pachtgebühren zu vereinnahmen. Das ist aus Investorensicht vergleichbar mit der Vergabe von Fremdkapital. Allerdings kann man auch in Form von Dauerkulturen Wertzuwächse erzielen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn man auf Weideflächen Apfelplantagen, Weinreben oder andere Dauerkulturen anbaut. Dann können Wertsteigerungen des Assets durch die Entwicklung der Fläche aktiv realisiert werden.

Von Gravenreuth: Aus meiner Sicht liegt ein wesentlicher Unterschied darin, dass man einen Forstbetrieb nicht verpachten, sondern selbst betreiben sollte. Ansonsten läuft man Gefahr, dass der Pächter das Holz erntet und den Anleger mit der nackten Fläche zurücklässt. In Agrikulturbetrieben, egal ob einjährige oder Dauerkulturen, besteht diese Gefahr nicht.

Ergänzen sich Forst und Agrar? Gibt es Größenvorteile, beide Anlageklassen zu haben – außer dass Sie sich ein Büro teilen?

Von Gravenreuth: Wir sind ja auch in der gleichen Abteilung. Im Ernst: Wir tauschen uns eng aus, um beispielsweise bezüglich Naturkatastrophen Kumulrisiken in der Form zu vermeiden, dass der Wald gleich an den Acker angrenzt. Dies betrifft insbesondere Australien und Neuseeland, wo unsere Forst- und Agrarflächen nun ein gewisses

Volumen erreicht haben. In diesen Regionen existiert übrigens diese Unterscheidung zwischen Agrar und Forst, wie wir sie kennen, nicht. Was man anbaut ist dort rein marktgetrieben. Betriebsgrößenvorteile ergeben sich zum Beispiel dadurch, dass wir die gleichen Fernerkundungs-Tools für Bewertungen oder die gleichen Partner für die (steuer)rechtlichen Beratungen nutzen können.

Korrelationen zu berechnen ist aber schwierig, weil die Datenlage sehr dünn ist. Außer den NCREIF-Indizes für Timberland und Farmland in den USA gibt es nicht viel. Was sich aber sicherlich gut ergänzt, ist der bond-ähnliche Charakter einer Pachtstrategie mit einer Aufforstungsstrategie.

Schulte: Ein Synergievorteil ist auch, dass sich über die Netzwerke, die wir in verschiedenen Regionen für eine Asset-Klasse geknüpft haben, auch Opportunitäten für die jeweils andere Asset-Klasse ergeben.

Wo und wie betreibt die Meag Landwirtschaft?

Schulte: Wir fokussieren uns hauptsächlich auf etablierte Märkte in den USA, Europa, Australien und Neuseeland. Agrar ist sehr vielschichtig. Der konservative Ansatz ist, einjährige Kulturen zu kaufen und zu verpachten. Ausgehend von einer solchen Sale-and-Lease-Strategie haben wir zudem über die Jahre Investments gestartet, die auf die Entwicklung von Dauerkulturen abzielen. Je größer und diversifizierter das Portfolio ist, desto mehr Möglichkeiten bestehen, spezifisch zu investieren und auch mehr Einfluss auszuüben.

Wir sind seit 2014 einen Schritt nach dem anderen gegangen. In einem großen Haus ist es nicht für alle Abteilungen selbstverständlich, in Forst und Agrar zu investieren. Man muss alle mitnehmen und Vertrauen schaffen, um das Portfolio weiterzuentwickeln.

Wie entwickelte sich das Forst-Portfolio?

Von Gravenreuth: Die Asset-Klasse Forst hat mit dem bayerischen Forstbetrieb Forst Ebnath schon seit Jahrzehnten Tradition in der Munich Re Group. Die Meag hat 2007 begonnen, sich mit dem Aufbau eines

10. DVFA Asset Management Forum

Boom in der Pandemie – Erklärungsansätze und Ausblick

26. Oktober 2021 | DVFA Tagungscenter | Frankfurt am Main & Online

Keynote
**„Die Bundestagswahl
und deren Auswirkung
auf die Börse“**

Dr. Detlef Fechtner
Börsen-Zeitung
Chefredakteur



Weitere Sprecher:

Dr. Philipp Koch
McKinsey & Company, Inc.

Dr. Jürgen Schaaf
EZB

Hubertus Väth
Frankfurt Main Finance

Vorträge – Panel – Diskussionen

Seien Sie dabei – vor Ort oder
online.

Medienpartner

Absolut
research

IPE D.A.CH



GoingPublic
Magazin
Börse - Finanzierung - Wachstum

portfolio
institutionell

TIAM

Sponsor

 **DVFA** dvfa.de/amf



globalen Forstportfolios für Munich Re zu beschäftigen. Es gab eine globale Strategie mit vielen Ideen für jeden Kontinent. Statt versprochenen zweistelligen Renditen haben wir mit manchen dieser Investments auch negative Erfahrungen gemacht. Ein Grund war zum Beispiel die Volatilität der Währungen wie dem brasilianischen Real. Die Entwicklung ging dann hin zu einer fokussierten Strategie auf etablierte Märkte mit guter Datengrundlage und höchster

in den USA oder auch andere Real Assets wie ein Windpark in Finnland: Wir fahren einen standardisierten, kapitalkostengetriebenen Ansatz. Für jedes Investment erwarten wir einen bestimmten Spread zur zehnjährigen Anleihe in der jeweiligen Region. Was ich an diesem Ansatz schätze, ist, dass er verschiedene Anlageklassen vergleichbar macht.

Eine brasilianische Staatsanleihe in lokaler Währung, die bis 2028 läuft, rentiert derzeit

Schaffung und Erhaltung von Arbeitsplätzen im ländlichen Raum globale Themen sind. Wir können mit unserem Portfolio demonstrieren, dass auch in den etablierten Märkten ein positiver sozialer Impact messbar ist.

Wie viel Raum bleibt in der renditeorientierten Forst- und Landwirtschaft für die Biodiversität?

Von Gravenreuth: Bei unserer Investmentauswahl gibt es auch im Zusammenhang mit dem Schutz von Biodiversität klare Kriterien. Zum Beispiel kaufen wir keine Primärwälder um diese zu bewirtschaften. Bei den Flächen, die wir erwerben, prüfen wir, ob es schützenswerte Arten oder Biotop gibt. Diese wollen wir dann im Rahmen unserer nachhaltigen Bewirtschaftung schützen und fördern. Für die Gesamtfläche sind Zertifizierungen für uns ein wesentliches Kriterium. Um diese zu erhalten, müssen wir zum Beispiel Waldflächen entlang von Flussufern erhalten.

Am zielführendsten für die Biodiversität ist für mich aber, diese nicht nur zu schützen, sondern auch zu entwickeln. Ein Beispiel könnte sein, einen begradigten Fluss wieder zu renaturieren. Für solche Projekte haben wir Prozesse etabliert und sind auch bereit, dafür Geld in die Hand zu nehmen. Das können wir aber nur umsetzen auf den Flächen, die wir zu 100 Prozent halten.

Schulte: Im Bereich der Agrikultur versuchen wir durch gezielte Investmentstrategien oder durch spezifische Projekte die Artenvielfalt zu fördern. Biodiversität ist ja auch für Dauerkulturen wie Apfelbaumplantagen wichtig, schließlich braucht es Bienen zur Bestäubung. Ansonsten kann nichts wachsen.

In den USA unterstützen wir zum Beispiel Biobauern bei der Erweiterung und Umstellung ihrer Flächen von konventioneller auf ökologische Landwirtschaft. Das steht auch nicht in Konflikt mit unseren Renditezielen. Unser Streben nach mehr Biodiversität und die Nachfrage nach biologisch hochwertigen Lebensmitteln gehen hier Hand in Hand. Schön ist an den Asset-Klassen Forst und Agrar, dass es Möglichkeiten gibt die Biodiversität konkret zu fördern.

„Mit CO₂-Zertifikaten schränkt man die Handlungsfreiheit ein, da man Bäume stehen lassen muss.“

Wendelin von Gravenreuth

Rechtssicherheit beziehungsweise hin zu Märkten mit dem aus unserer Sicht besten Risiko-Rendite-Verhältnis. In den USA, Australien und Neuseeland kann man Forst erwerben, der seit Jahrzehnten bewirtschaftet wird. Die Datenbasis ist somit groß und die Unsicherheit gering. Wenn dann in den USA unsere Zielrendite bei fünf oder sechs Prozent liegt, und wenn es schlecht läuft am Ende vier werden, weil sich zum Beispiel die Holzpreise anders entwickelten als angenommen, dann ist das in diesem Marktumfeld immer noch ein gutes Ergebnis.

Von diesen Erfahrungen mit Forst haben dann auch die Agrarinvestments profitiert und wir haben uns ebenfalls auf etablierte Märkte konzentriert. Bei den ersten Anlagen haben wir direkte Investments im Baltikum und in Deutschland umgesetzt.

Schulte: Ein weiterer Vorteil der etablierten Märkte ist, dass im Falle eines Ausfalls eines Dienstleisters andere vorhanden sind, die die Flächen ebenfalls professionell bewirtschaften können.

Wie hoch müssen die Zielrenditen sein, um das Risiko zu rechtfertigen?

Von Gravenreuth: Ob nun Forst in Australien, einjährige oder Dauerkulturen

mit zehn Prozent. Rechnen wir unseren Spread dazu, kommen wir auf Renditeziele, die für ein Forstinvestment in Brasilien utopisch sind.

Spricht das Nachhaltigkeitsthema nicht eher für die Emerging Markets? Dort wären die größeren Impacts, ob nun ökologisch oder sozial, erzielbar.

Von Gravenreuth: Als börsennotiertes Unternehmen mit hoher medialer Aufmerksamkeit sind wir sehr geschult darin, bei ESG-Themen genau hinzuschauen. Wir müssen versuchen, so nah wie möglich dran zu sein. Kontrolle und Durchgriff sind in den etablierten Märkten viel besser. Im Agrarbereich sind ESG-Themen teilweise noch viel sensibler.

Wenn ich die Cost of Equity in Brasilien nicht erzielen kann, nutzen mir ESG-Impacts wenig. Wir investieren für die Verpflichtungsseite eines regulierten Anlegers. Darum haben wir wenig Spielraum, um, überspitzt gesagt, philanthropisch unterwegs zu sein.

Moralisch gesehen ist es aus meiner Sicht auch zielführender, dort Kohlendioxid zu binden, wo die Emissionen entstehen. In sozialer Hinsicht lässt sich sagen, dass die

Ein Bauer, der einen Blühstreifen anlegt, erntet weniger Kartoffeln!

Schulte: Hier zeichnen sich die Zielkonflikte der Landwirtschaft ab und zeigen, dass die Ausgestaltung der landwirtschaftlichen Produktion viele Aspekte berücksichtigen muss. Dies verstehen wir auch als Eigentümer der Flächen und bewerten regelmäßig, wie wir die verschiedenen Ziele der landwirtschaftlichen Produktion unter einen Hut bekommen.

Ergeben sich neue Möglichkeiten durch CO₂-Zertifikate?

Schulte: Für landwirtschaftliche Investments sind wir in diesem Bereich noch in den Kinderschuhen, aber es gibt Überlegungen, ob durch die Entwicklung von Dauerkulturen und die Umstellung auf biologische Landwirtschaft CO₂-Zertifikate generiert werden können.

Von Gravenreuth: Bei Forst können CO₂-Zertifikate eine zusätzliche Einnahmequelle darstellen. Jedoch erhält man diese Zertifikate nur, wenn man zeigen kann,

resultiert daraus nämlich eine langfristige Einschränkung der Handlungsfreiheit des Eigentümers. Mehr Holzvorrat im Wald bedeutet dabei auch gleichzeitig mehr Risiko. Vorratsreiche Wälder sind anfälliger gegenüber Schäden durch Wind oder Käfer.

Ergeben Jagdlizenzen Zusatzerträge?

Von Gravenreuth: In Amerika sind Einnahmen aus Jagdpachten ein normaler Bestandteil des Cashflows, machen aber höchstens fünf Prozent der jährlichen Erträge aus.

Ermöglicht Agri-PV höhere Renditen?

Wenn der Landwirt PV-Module über dem Gemüse hat, kann er noch Strom verkaufen. Die Module schützen auch vor Austrocknung und Starkregen.

Schulte: Ja, Agri-PV kann die Rendite eines Investments durchaus erhöhen. Dabei hängt die Projektierung stark von den gesetzlichen Rahmenbedingungen ab. Das Konzept der Bewirtschaftung der Flächen unter den PV-Anlagen steckt allerdings

insgesamt dreistelligen Millionenbetrag gekauft. Wettbewerber dabei sind meist große Pensionsfonds aus Skandinavien, USA und Kanada. Deutschen Interessenten begegnen wir bei diesen Deal-Größen nur selten.

Im Einkauf liegt der Gewinn und da liegt auch unser Wettbewerbsvorteil. Dieser besteht darin, dass wir einen Fokus auf größere Deals haben – und dadurch auch bessere Preise erzielen können. Tendenziell kostet der Hektar bei großen Flächen weniger. Wir sind auch flexibler was unseren Managementansatz angeht: Anders als andere Asset Manager sind wir auch bereit, das lokale Asset Management des vorherigen Eigentümers zu übernehmen. Wir nehmen an Bieterverfahren teil und machen Off-Market-Transaktionen.

Mit Blick auf deutsche und südeuropäische Wälder ist das größte Risiko das Klima.

Von Gravenreuth: In unserem global diversifizierten Portfolio kam es bislang zu keinen größeren Schäden. Totalausfälle, wie sie deutsche Waldbesitzer aktuell erleiden, vermeiden wir aber nicht nur durch Diversifikation, sondern auch durch aktives Risikomanagement. Zum Beispiel lassen wir Bäume nicht so alt werden, dass Kumulrisiken entstehen. Zudem nutzen wir Versicherungslösungen und wie erwähnt die Kompetenz und Erfahrung der Munich Re. Ich sehe im Klimawandel, wie auch im Grundbesitz, viel Upside. Die Themen Klima oder auch Biodiversität sorgen für ein sehr großes und steigendes Interesse an Forst. Enorme Chancen liegen auch im Bausektor. Ökologisch ist es sehr sinnvoll, Beton durch Holz zu ersetzen.

Schulte: Grundsätzlich ist der Klimawandel ein Risiko für die landwirtschaftliche Produktion und unterstreicht die Notwendigkeit von Innovationen wie Precision Farming, also die bedarfsgerechte Düngung, oder die Digitalisierung sowie die Förderung von resilienteren Züchtungsmethoden oder von mehr Ressourceneffizienz.

Für solche Innovationen braucht es externes Kapital. Wir tragen zur Finanzierung dieser Technologien über unsere Investments bei, aber auch dadurch, dass wir für Landwirte ein langfristiger Partner sind.

„Der Zugriff auf das Fachwissen der Munich Re ist ein wichtiger Bestandteil unserer Due Diligence.“

Dr. Hinrich Schulte

dass durch die Änderung der Bewirtschaftung tatsächlich zusätzliches CO₂ im Wald gespeichert wird. Dabei schränkt man sich allerdings in seiner Handlungsfreiheit ein, da man Bäume langfristig stehen lassen muss, die man aus wirtschaftlicher Sicht schon längst hätte ernten wollen. Ein wesentlicher Treiber bei diesen Überlegungen ist die künftige Entwicklung des Holzpreises als auch des CO₂-Preises.

In der Bilanz wäre es ein Aktivtausch: Holzernte gegen CO₂-Zertifikate.

Von Gravenreuth: Dieser Aktivtausch ist aber nicht erfolgsneutral. Unter dem Strich

noch in den Kinderschuhen, wäre aber grundsätzlich eine Möglichkeit.

Mit wem stehen Sie um die Assets im Wettbewerb?

Von Gravenreuth: Je nach Flächengröße unterscheidet sich das Bieterspektrum sehr stark. Es gibt Märkte für Flächen von fünf oder zehn Hektar. Auf der anderen Seite, in den Staaten, in Australien oder in Neuseeland kommen teilweise Flächen mit tausenden von Hektar auf den Markt. Dieses Jahr haben wir zum Beispiel in zwei Transaktionen in den USA 60.000 Hektar und in Neuseeland 2.200 Hektar Forst für einen