

Bernd Schanzenbächer
EBG Capital AG

Agrarland

Nicht im Handel

Beitrag aus:
Mirjam Staub-Bisang
Nachhaltige Anlagen für institutionelle Investoren
Einführung und Überblick
mit Fachbeiträgen und Praxisbeispielen

Zürich, 2011

Verlag Neue Zürcher Zeitung

Agrarland

12.3

Bernd Schanzenbächer, EBG Capital AG

Agrarland war bis vor etwa 100 Jahren neben Wald die wichtigste Anlageklasse, ist dann aber in Vergessenheit geraten und wurde schliesslich durch Aktien, Bonds und Immo-

lien verdrängt. Auf der Suche nach Assets mit tiefer Korrelation zu Aktien und Anleihen taucht die fast vergessene Anlageklasse Agrarland wieder am Horizont auf. Durch die wachsende Nachfrage nach Nahrungsmitteln und Biotreibstoffen wird fruchtbares Ackerland ein zunehmend knappes Gut. Agrarland weist eine Reihe von Charakteristiken auf, die es zu einem äusserst spannenden Anlagethema mit hohem Diversifikationspotenzial macht. Da ein wichtiger Teil der Rendite aus dem biologischen Wachstum kommt, ist Agrarland nicht oder sogar negativ mit andern Anlageklassen korreliert. Ausserdem bietet es als Sachwert einen guten Inflationsschutz, der aber im Gegensatz zu Gold jährliche Dividenden abwirft.

Markt

Primär sind es Pensionskassen und vermögende Privatpersonen, die in Agrarland investieren (s. Tabelle Investments von institutionellen Investoren in Agrarland). Es handelt sich hier – mit einem Gesamtvolumen von etwa 15 Milliarden US-Dollar – noch um einen Nischenmarkt. Marktzugang und Angebot von Investmentmöglichkeiten sind noch sehr beschränkt. Ein Grossteil der Investments ist bislang in die traditionellen Agrarexportländer Nord- und Lateinamerikas geflossen.

Investments von institutionellen Investoren in Agrarland

Region (USD Mrd.)	Nutzung		Art der Investoren ⁴⁷		Geografische Ausrichtung		
		(%)		(%)		(%)	
Australien/ Neuseeland	2,0	Acker- kulturen	83 %	US-Pensionskas- sen	30 %	Globale Fonds	20 %
Nordamerika	3,9	Protein/ Milch	13 %	Holländische/ nordische Pensionskassen	19 %	Regio- nale Fonds	80 %
Südamerika	5,6	Dauer- kulturen	4 %	Staatsfonds	8 %		
Osteuropa/ Zentralasien	1,7			Andere (Privat- personen/ Family Offices)	43 %		
Andere	1,8						
Total	15,0		100 %		100 %		100 %

Quelle: FarmJournal (2010); Weltbank (2011a); McKinsey & Company (2010a); McKinsey & Company (2010b); EBG Capital.

47 Schätzungen basierend auf Pensions & Investments (April 2010) und Presseartikel.

Strategien und Produkte

Die Anlageklasse Agrarland weist zwar sehr interessante Rendite-Risiko-Eigenschaften auf, es gibt aber leider nur eine sehr beschränkte Anzahl von investierbaren Anlagevehikeln. Grundsätzlich kann Agrarland zwar auch direkt erworben und bewirtschaftet werden, dies erfordert jedoch sehr viel Know-how und Präsenz vor Ort. Da Agrarland – mehr noch als Immobilien – ein sehr illiquides Investment ist, stellt Private Equity für die meisten Anleger die einzig sinnvolle Form dar. Mit einem minimalen Investment von 1 bis 20 Millionen US-Dollar (je nach Fonds) steht diese Anlageklasse nur grossen Investoren offen. Es gibt zwar auch einige kotierte Firmen, die sich darauf spezialisiert haben, Agrarland zu kaufen und zu bewirtschaften. Allerdings gibt man mit einem solchen Investment die wichtigsten positiven Eigenschaften, wie etwa niedrige Korrelation mit andern Anlageklassen und günstiges Rendite-Risiko-Verhältnis, wieder auf. Ausserdem ist die Zahl der zur Verfügung stehenden kotierten Gesellschaften sehr klein, und viele Gesellschaften haben einen sehr kurzen Track Record. Zudem operieren diese Firmen häufig in Regionen, die zwar viel landwirtschaftliches Potenzial haben, aber gleichzeitig auch hohe bis sehr hohe Länderrisiken aufweisen (Russland, Zentralasien und einige Länder in Lateinamerika).

Bei der Auswahl des Investments müssen eine ganze Reihe von Aspekten beachtet werden. Neben Überlegungen zu Länderrisiken, zur steuerlichen Situation und zur Rechtssituation (für den Kauf von Agrarland gibt es in einigen Ländern Restriktionen) spielen vor allem politische Rahmenbedingungen eine wesentliche Rolle. Von zentraler Bedeutung sind dabei Subventionen, die in den einzelnen Ländern in den Agrarsektor fliessen. Grundsätzlich sind solche Länder vorzuziehen, die keine oder nur ganz geringe Subventionen zahlen. Ansonsten ist der Kauf von Agrarland weniger ein Investment, sondern vielmehr eine Wette auf weiterhin gut fliessende Subventionen. Bei einem Anlagehorizont von zehn Jahren und mehr muss immer damit gerechnet werden, dass Subventionen gekürzt werden oder ganz wegfallen. Produzenten in Ländern ohne signifikante Agrarsubventionen haben dagegen gelernt, auch bei sehr niedrigen Erzeugerpreisen noch kostendeckend zu wirtschaften. Beim Fokus auf diese sogenannten Low Cost Producer hat man eine hohe Gewissheit, dass selbst bei äusserst volatilen Nahrungsmittelpreisen noch Gewinne erwirtschaftet werden.

Während momentan noch ein Grossteil der Investments in Ländern wie den USA, Australien und Brasilien getätigt werden, wird sich das Gewicht auch hier immer mehr Richtung klimatisch günstig gelegene Frontier Markets in Afrika und Asien verschieben. Dort findet sich eine attraktive Kombination aus (a) sehr fruchtbaren Gebieten, in denen bis zu drei Ernten pro Jahr erzeugt werden können, (b) preiswerten Ackerflächen und (c) günstigen Arbeitskräften. Dort lässt sich noch relativ einfach die Effizienz signifikant steigern, was diese Regionen für Investoren, die das Risiko nicht scheuen, sehr attraktiv macht.

Wichtig ist auch zu wissen, dass die einzelnen Agrarrohstoffe unterschiedliche Rendite-Risiko-Merkmale aufweisen. Die Produktion von Ackerfrüchten wie Weizen, Raps

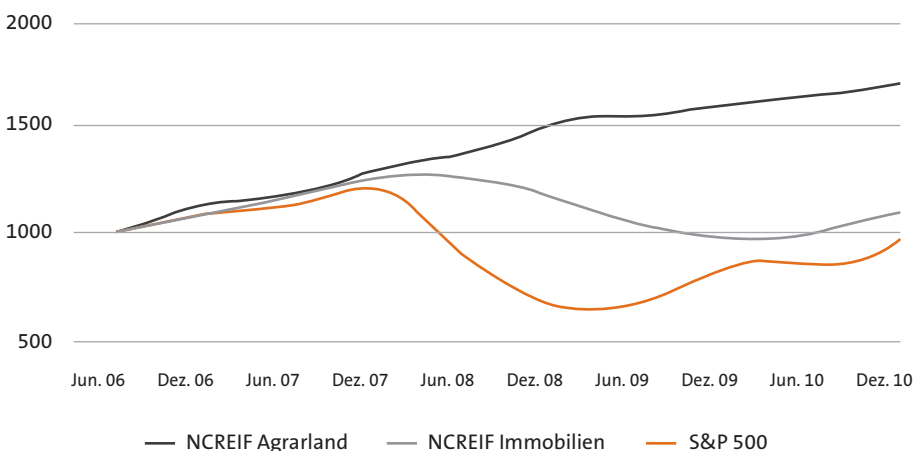
oder Soja ist relativ einfach und vergleichsweise wenig kostenintensiv. Hier kann die Produktion rasch angepasst werden, wenn beispielsweise für bestimmte Ackerfrüchte bessere Preise bezahlt werden. Das Gegenteil gilt für Dauerkulturen wie Orangen, Avocados oder Wein. Am Anfang stehen hier hohe Investitionen, und es dauert oft mehrere Jahre, bis der erste Ertrag abfällt. Bei Dauerkulturen ist man zudem Änderungen von Konsumgewohnheiten und neuen Trends ausgesetzt. Für dieses höhere Risiko wird der Investor aber normalerweise durch eine entsprechende höhere Rendite entschädigt. Ähnlich wie bei Dauerkulturen verhält es sich bei der Fleisch- und Milchproduktion. Es gibt in der Regel erst einmal hohe Anfangsinvestitionen, gleichzeitig gibt es grössere Produktionsrisiken.

Rendite

Bei Investments in Agrarland kommt ein signifikanter Anteil der Rendite aus dem natürlichen Wachstum. Agrarland weist deshalb eine negative Korrelation mit Aktien und Anleihen auf, während es stark positiv mit Inflation korreliert. Aus diesen Gründen zeigt Agrarland ein sehr interessantes Diversifikationspotenzial und ein sehr positives Rendite-Risiko-Verhältnis auf (s. Abbildung 69).

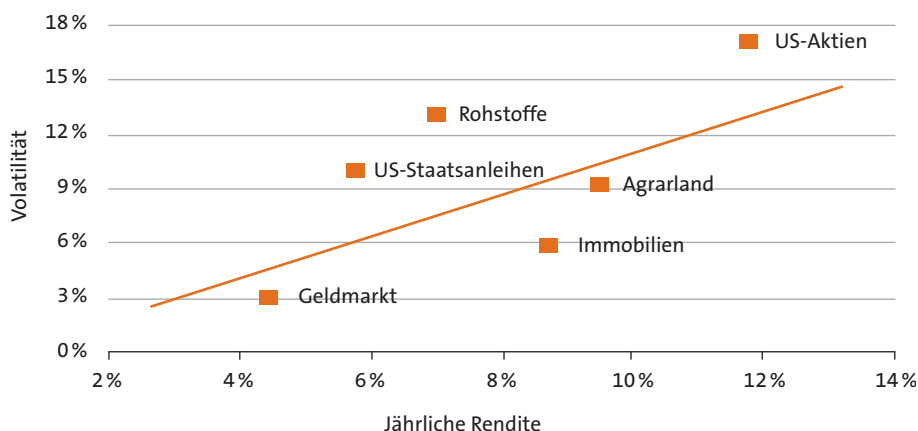
Die geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen hat sich in der letzten Finanzkrise bestätigt (s. Abbildung 70). Auch in dieser Zeit haben Agrarinvestments in den USA eine positive Rendite geliefert, und die Landpreise sind sogar noch weiter gestiegen.

Historisch gesehen, lag die Rendite in dieser Anlageklasse in den letzten 50 Jahren in den USA bei etwa 8 bis 10 Prozent (von 2002 bis 2008 lagen die Renditen sogar bei 15 bis 22 Prozent). Etwa die Hälfte wird erfahrungsgemäss durch das biologische Wachstum



Kumulierte Indexrendite (1000 = Januar 2006); Quelle: Bloomberg; NCREIF (2010).

Abbildung 69: Rendite von Agrarinvestitionen im Vergleich mit Aktien und Immobilien in den USA



Quelle: S&P 500; NCREIF (2010); Ibbotson Bond and Stock Indexes (2008); Darst (2008).

Abbildung 70: Rendite-Risiko-Verhältnis historischer Anlageklassen in den USA (1945 bis 2006)

generiert, weitere wichtige Ertragskomponenten sind steigende Grundstück- und Erzeugerpreise. Dieses Verhältnis kann jedoch in Abhängigkeit von der Investmentstrategie stark variieren. Landpreissteigerungen sind beispielsweise bei Dauerkulturen in der Regel weniger relevant; bei Strategien, die günstiges Weideland in teures Ackerland umwandeln, sind sie dagegen ein ganz entscheidender Renditetreiber.

Rendite von Agrarinvestitionen nach Regionen

Region	Strategie	Renditen ⁴⁸	Potenzial	Operationelle und Länderrisiken
Australien/ Neuseeland	Ackerkulturen/ Fleisch/Milch	6%–14%	mittel	niedrig
Nordamerika	Ackerkulturen/ Dauerkulturen	6%–14%	niedrig	niedrig
Südamerika	Ackerkulturen/ Fleisch	12%–18%	mittel	mittel
Osteuropa/ Zentralasien	Ackerkulturen	8%–16%	hoch	hoch
Afrika	Ackerkulturen/ Dauerkulturen	6%–20%	sehr hoch	hoch

Quelle: EBG Capital.

⁴⁸ Durchschnittliche Renditen (Erträge und Landpreissteigerungen) bestehender oder zur Zeichnung aufliegender Fonds.

Chancen und Risiken

Die Risiken lassen sich in zwei Kategorien einteilen: physische und wirtschaftliche. Zu den physischen gehören etwa Trockenheit-, Flut-, Feuer- und Frostschäden sowie Schädlingsbefall, Krankheiten und Diebstahl. Wirtschaftliche Risiken umfassen Preisschwankungen, Angebots- und Nachfrageveränderungen, regulatorische Risiken und Investitionsrisiken. Es gibt verschiedene Ansätze, wie man Risiken minimieren kann. Dies fängt natürlich bereits beim einzelnen Betrieb an, der ein sehr gutes Management braucht. Der beste Schutz überhaupt wird über eine Diversifikation sowohl über die verschiedenen Regionen als auch über Exposure zu einer breiten Palette von Agrarrohstoffen erreicht. Es ist unwahrscheinlich, dass Australien und Kanada im gleichen Jahr von einer Missernte heimgesucht werden, gleichzeitig sind einzelne Agrarrohstoffe wie zum Beispiel Milch und Getreide untereinander nur schwach korreliert.

Aus einer Nachhaltigkeitsoptik müssen verschiedene Aspekte gegeneinander aufgewogen werden. Zum einen ist es wichtig, dass vermehrt Geld und damit Know-how in den globalen Agrarsektor fließt. Nur dadurch kann – über die damit erzielten Effizienzsteigerungen – die wachsende Weltbevölkerung weiterhin ernährt werden. Gleichzeitig gilt es aber auch die Risiken im Auge zu behalten. Dies sind zum einen direkte Auswirkungen auf das lokale Ökosystem durch Bodenerosion und den unsachgemässen Einsatz von Dünge- und Pflanzenschutzmitteln. Weitaus signifikantere Risiken sind allerdings die bei der Umwandlung von Weideland in Ackerland entstehenden klimaschädlichen CO₂-Emissionen. Aus sozialer Sicht sind insbesondere bei Investments in Entwicklungsländern Themen wie Landbesitzrechte (Land Grab) und lokale Arbeitsbedingungen (faire Löhne, Kinderarbeit usw.) sehr relevant. Ausserdem ist die Produktion von Nahrungsmitteln für den Export, während die lokale Bevölkerung hungern muss, als sehr problematisch anzusehen.

Künftige Entwicklung

Die Kombination aus der Suche nach attraktiven, nicht korrelierten Anlagemöglichkeiten und Makrotrends, wie die steigende Nachfrage nach Nahrungsmitteln, macht Agrarland als Investmentthema sehr attraktiv. Seit 2007 lässt sich feststellen, dass immer mehr Anbieter mit neuen, meist Private-Equity-Investmentprodukten auf den Markt kommen. Damit steigt mittelfristig die Zahl der Anlagemöglichkeiten, welche die wichtigsten Kriterien von institutionellen Investoren bezüglich Track Record, Diversifikation und Fondsvolumen erfüllen. Ein weiterer Trend zeigt klar in Richtung Frontier Markets, speziell nach Afrika, da man dort fruchtbare Flächen zu sehr günstigen Bewertungen finden kann. Inzwischen gibt es auch erste Vehikel, die ausschliesslich auf der Produktion biologischer Nahrungsmittel fokussieren, was eine attraktive Nische sein kann. Mittelfristig ist damit zu rechnen, dass einige Private-Equity-Fonds als Exitstrategie einen Börsen-

gang vornehmen werden. Damit wird die Auswahl an liquiden Investmentmöglichkeiten tendenziell zunehmen.

Schlussfolgerungen

Um wirklich alle Vorteile eines Investments in Agrarland bezüglich Diversifikation und geringer Korrelation ausschöpfen zu können, muss man zwingend in eine Private-Equity-Struktur investieren. Von Direktanlagen ist eher abzuraten, weil diese überdurchschnittlich viel sektorspezifisches Wissen erfordern, das Investment wenig diversifiziert ist und man nicht von Skaleneffekten profitieren kann. Von zentraler Bedeutung für die Performance ist dabei das Know-how und der Zugang zum Deal-flow der lokalen Manager. Mit wachsenden Investments in diesem Bereich wird gerade dieses Spezialwissen ein zunehmend knappes Gut. Damit kommt dem Zugang zu guten Managern eine zentrale Bedeutung für den Investmenterfolg zu.