



# Saubere Gewinne aus dem Rohr

Wasseraufbereitungsprojekte in Kanada  
als Investment für Versicherer

*Von Thomas Flury und Öczan Dalmis*

**M**it über 40 Tausend Wasseraufbereitungswerken in Ontario gehört die kanadische Provinz zu den größten Nachfragern innovativer und nachhaltiger Wasseraufbereitung. Dabei ist eine starke Durchmischung von privaten Anbietern mit staatlichen Abnehmern festzustellen. In Kanada kann ein Wasserwerk in privatem Besitz sein und trotzdem vom staatlichen Wasseraufbereiter betreut werden. Die Finanzierung hingegen ist oft privatwirtschaftlicher Natur. Seit dem Clean Water Act 2004 sind Erneuerungsmaßnahmen gesetzlich vorgeschrieben und nach der Finanzkrise wurden viele Investitionen verschoben oder anders verwendet. Dies hat zur Folge, dass nächstes Jahr die regulatorischen Änderungen und umweltschutzrechtlichen Erneuerungen zwar implementiert sein sollten, jedoch massiv verspätet sind. Dies ergibt eine Opportunität für Investoren, die Erneuerungen zusammen mit implizit staatlicher Unterstützung zu finanzieren. Veolia, Jacobs und andere Anbieter haben sich in den letzten Jahren entsprechend positioniert und etabliert.

## WAS IST WASSERAUFBEREITUNG?

Die Wasseraufbereitungsindustrie gehört innerhalb der Wasserinfrastruktur zu den relevantesten Bereichen für den öffentlichen und privaten Bereich. Sie beinhaltet sowohl privat benutzte Wasseraufbereitung (Duschen, Toiletten, Küche) als auch industrielle Aufbereitung (Produktionsbereiche, Nahrungsmittelherstellung). Auch die ganz normale Wasseraufbereitung aus Straßen und Zurückführung von Regenwasser in die Gewässer gehört dazu. Als Grundregel in Kanada gilt für alle Wasserbenutzer, dass es in der gleichen Qualität dem Kreislauf zugeführt werden muss, wie es entzogen wurde. Die Industrie wird als wichtiger Faktor innerhalb der landes-

weiten Wertschöpfung angesehen und kann im Vergleich zu Europa als teuer angesehen werden.

## MARKTÜBERSICHT UND AKTIVITÄTEN IN KANADA

Kanada ist staatsrechtlich ähnlich wie Deutschland strukturiert. Es gibt keine direkten Garantien, aber Gemeinden gehen in der Realität nicht Konkurs und Budgets können auf Gemeindeebene nur verhandelt werden, wenn die Provinz dafür auch die Verantwortung übernimmt. Spezifisch im Wasserbereich existiert das Municipal Responsibility Agreement (MRA), welches für ein Einspringen des Staates sorgt, wenn es im operativen oder finanziellen Bereich Probleme gibt. Europa ist in diesem speziellen Bereich anders organisiert. Rechtlich verankerte PPP-Projekte (öffentlich-private Projekte) sind schwierig umzusetzen und wie einzelne Länder oder Firmen wie in Italien im Solarbereich und Abengoa aus Spanien zeigen, ist im Notfall der Private auf sich selber gestellt. Dieser unterschiedliche Aufbau der Finanzierungsstruktur, zusammen mit der seit Jahrzehnten etablierten Privatisierung, hat in Nordamerika für eine stark erhöhte Marktaktivität gesorgt. Wasseraufbereitungsprojekte werden gehandelt, gebündelt, verkauft und somit eine Wertschöpfentätigkeit über sogenannte Income Trusts oder ähnliche börsennotierte Werte kreiert. Dies hat schon in den 80er Jahren für eine erhöhte direkte Investitionstätigkeit von institutionellen Investoren gesorgt. Explizit sorgt dieser Umstand bei vermeintlich illiquiden Projekten für bessere Ausstiegs-Szenarien als im europäischen Markt.

Während in Europa nicht nur in Krisenjahren über öffentlich-private Projektfinanzierungen diskutiert wird, haben in Kanada institutionelle Investoren längst operative Wasserfirmen übernommen. Das Beispiel von BCI (British Columbia

Investments, Vorsorgekasse der öffentlichen Angestellten), welches vor Jahren Corix erworben hat, ist beispielhaft für die Dynamik des Marktes. Corix ist in British Columbia einer der großen Wasser-Service-Anbieter und hat aufgrund der langfristigen Ausrichtung für überproportionale Erträge für BCI gesorgt. Während dies aus der Ferne heraus sehr schwierig auszuführen ist, hat die Tendenz, mit Spezialitäten- und Nischenanbietern zusammenzuarbeiten zugenommen. Die Signina Capital hat aufgrund ihrer Etablierung im kanadischen Markt seit 2006 ein Portfolio von verschiedenen Wasserprojekten in Ontario aufgebaut und ist mittlerweile unter den drei größten privaten Anbietern auf diesem Gebiet.

Das grundsätzlich nachvollziehbare Verhalten von europäischen Investoren, mit großen Anbietern Investitionen zu tätigen, hat bei Wasserprojekten spezifische Nachteile. Während die Investment-Komitees Verantwortlichkeiten abdecken müssen, werden Großprojekte von den größten Finanzhäusern abgedeckt. Aufgrund der starken Nachfrage sind die Preise deutlich gestiegen und somit im Infrastrukturbereich die Renditen entsprechend gesunken. Dies wird von großen Investitionshäusern mit Private-Equity Strukturen und entsprechendem Hebel kompensiert. Somit sind im Wasserbereich Großprojekte prinzipiell und statistisch gesehen unrentabler und politisch risikobehafteter. Ein großes Finanzhaus wird aber seine interne Kostenstruktur nicht ändern können und daher immer nur genau die angesprochenen Projekte abdecken.

#### **AKTUELLE MARKTNACHFRAGE UND AUFSICHTSRECHTLICHE ANFORDERUNGEN DER INVESTOREN**

Der kanadische Markt hat zurzeit eine starke Nachfrage für regulatorische und umweltrechtliche Erneuerungen und Kapazitätsausweitungen. Die sich verändernde Demographie und damit einhergehende Stadtflucht, unterstützt diesen Trend. Somit werden Gelder nicht für neue Projekte mit entsprechend großen Planungsrisiken gesucht, sondern für weniger risikoreiche Ausbauprojekte verwendet. Sehr oft kommen diese mit der Sicherheit von Einkünften von bereits bestehenden Projekten. Historisch gesehen kommt es alle 15 Jahre zu einer solch spezifischen Phase und die Renditen z.B. auf der Fremdkapitalseite sind dabei typischerweise 500 Basispunkte über USD-Libor. Die Erträge kommen aus staatlich unterstützten Gebieten mit jahrelangen unterliegenden Betriebsverträgen, was die These bestätigt, dass mittelgroße Projekte momentan ein besseres Ertrags-/Risiko-Profil aufweisen. Die Investitionen müssen den jeweiligen aufsichtsrechtlichen Anforderungen der Investoren entsprechen. Für nicht-kleine Versicherer ist Solvency II einschlägig. Hier profitieren Investments in Wasseraufbereitung durch ihre Eignung als qualifizierte Infrastrukturinvestments im Aktien- bzw.-

Kredit-Modul und speziell die Fremdkapitalvarianten zusätzlich durch ihre lange Duration im Zinsmodul.

Investoren, die die Anlageverordnung und das zugehörige BaFin-Rundschreiben R 11/17 anwenden, müssen je nach vertraglicher Ausgestaltung der Investments die Voraussetzungen für Nr. 4c (Darlehen), Nr. 9 (Nachrang), Nr. 10 (ABS) oder Nr. 13a (Beteiligungen) des Anlagekataloges beachten. Des Weiteren erfüllen die Wasseraufbereitungsprojekte die gängigen Kriterien von Nachhaltigkeitsinvestments, wie Wasser dem Kreislauf sauber zuzufügen und keine zusätzlichen Verschmutzungen im Baubereich zu verursachen. Gemäß der UN ist das UN-Nachhaltigkeitsziel 6 (sauberes Wasser) der größte Wohltätigkeitsfaktor aller 17 Subkategorien.

#### **AUSBLICK**

Aufgrund ihrer Erfahrung in Kombination mit der regulatorischen und politischen Nachfrage, sieht die Signina Capital eine massive Ausweitung einer Portfoliobildung von mittelgroßen Projekten im Wasseraufbereitungsbereich. Die Nachfrage von USD 2-20 Mio. Projektfinanzierungen ist exponentiell gestiegen, hauptsächlich im rentablen Kapazitätsausweitungsbereich (keine Greenfield Projekte). Nur ist die Finanzierungsseite von Banken und Großinvestoren praktisch nicht existent. Dies führt zu einer Arbitragemöglichkeit zwischen erzielender Rendite von über 5% ohne Hebel bei gleicher politischer Sicherheit, während die Projekte aufgrund ihrer fehlenden Größe entsprechend weniger komplex sind. Das Wachstum in diesem Bereich wird von BOAML (Bank of America Merrill Lynch) in ihrem Water-Primer mit über 9% angesehen, während die Finanzierungen in diesem Bereich weniger als 1% der erhältlichen Projektfinanzierungen ausmachen.

In Konklusion lässt sich sagen, dass sich mit Portfoliobildungen von Projekten, außerhalb der normalen Betrachtungsparameter, ein interessantes Risiko-/Ertragsprofil erstellen lässt. Der erhöhte Aufwand vor der Erstinvestition verspricht einen wiederholbaren Prozess, der sich in sicherer rechtlicher Umgebung sehr rasch ausbezahlt. Die zurzeit sehr wichtigen Cash-Renditen und langen Laufzeiten sind ideal für Unternehmen der Altersvorsorge und andere Institutionelle und deren wachsendes Bedürfnis, gleichzeitig auch nachhaltig investieren zu können.



**Thomas Flury**, Managing Partner Signina Capital AG,  
**Özcan Dalmis**, Aktuar DAV, Gründer von Dalmis Investment and Risk Consulting