

▣ **INFRASTRUKTUR**

Analyse: Apano Wasser-Infrastruktur-Anleihe 3

Dasselbe jetzt in grün

08.01.2018 von Tilman Welther

Angebot. Die Apano GmbH, Anbieter alternativer Investments mit Sitz in Dortmund, bietet derzeit die dritte Tranche einer Wasser-Infrastruktur-Anleihe an. Über die "North America Water Infrastructure Bonds 2017 (24) (R. III)", einem Sondervermögen nach luxemburgischem Recht, investieren Anleger indirekt in ein Portfolio verschiedener wasserwirtschaftlicher Anlagen in USA und Kanada, das den Referenzkorb für die Anleihe bildet. Das Zertifikat ist über die luxemburgische Opus-Chartered Issuances S.A. verbrieft, die Investorengelder werden von ihr als gesondert zu verwaltendes Teilvermögen gehalten. Die Anleihe kann ab 5.000 Euro gezeichnet werden, sie hat eine Laufzeit von 7 Jahren und sieht eine Verzinsung von 5,5 Prozent jährlich vor. Je nach Zeichnungssumme wird ein Agio zwischen 2 und 5 Prozent fällig.

Zielmarkt. Die nordamerikanische Infrastruktur hat großen Instandhaltungs- und Modernisierungsbedarf. Weil aber auch in den USA und in Kanada die öffentlichen Haushalte immer weniger in der Lage sind, wasserwirtschaftliche Großprojekte alleine zu finanzieren, entstehen zunehmend Public-Private Partnerships (PPP), oder es werden Projekte auch komplett an private Dienstleister abgegeben. Durch diese Öffnung entstehen Partizipationsmöglichkeiten für private Anleger. Da die Nachfrage nach Wasser oder Strom aus Wasserkraft in den Gemeinden vor Ort weitgehend bekannt und stabil ist und auf der Basis in der Regel sehr lange laufender Abnahmeverträge vergütet wird, zeichnen sich wasserwirtschaftliche Infrastrukturprojekte in Nordamerika durch vergleichsweise hohe Planbarkeit aus.

Green Bond Principles. Anders als bei den vorausgegangenen Tranchen hat Asset Manager Signina diesmal die Projekte im Lichte der "Green-Bond-Prinzipien" untersucht und das Ergebnis von unabhängiger Seite, durch die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft BDO beurteilen lassen. BDO bestätigt, dass die Ziel-Projekte, die Signina in den Referenzkorb eingebracht hat, den Nachhaltigkeitskriterien der International Capital Market Association entspricht. Die in Zürich ansässige ICMA ist ein Branchenverband, der für Kapitalmarktteilnehmer Standards und Verhaltenskodizes erarbeitet, darunter beispielsweise die hier Pate stehenden Green-Bond-Principles. Sie sollen sicherstellen, dass bei der Auswahl, Bewertung und Bewirtschaftung von Investitionsprojekten Kriterien ökologischer Nachhaltigkeit eingehalten werden und darüber transparent berichtet wird – und nicht etwa Wasser als weltweit knappe und hochpolitische Ressource zur Ware oder zum Spekulationsobjekt wird.

Erfahrung. Wesentlicher Partner ist die in Zürich ansässige 2006 gegründete Signina Capital AG. Sie sucht die Zielinvestments aus und wird sie während der Laufzeit der Anleihe betreuen und kontrollieren. Mitgründer und Vorstand der Signina ist Martin Klöck. Seit 1999 – vor Gründung der Signina unter anderem für die UBS tätig – verantwortet er Investitionen in wasserwirtschaftliche Anlagen in einem Gesamtvolumen von zusammen rund einer Milliarde US-Dollar. Wegen der höheren Rechtssicherheit werden allein Projekte in USA und Kanada in Betracht gezogen. Hier verfügt Signina über langjährige Verbindungen zu staatlichen Stellen und privaten Firmen der Wasserwirtschaft und ist mit eigenen Leuten vor Ort. So kann sie sich etwa über die kanadische Firma Clearford, die ein dezentrales System zur Abwasserreinigung entwickelt hat, an diversen PPP beteiligen. In den USA pflegt Signina Verbindungen zum US Army Corps of Engineers, das neben dem Bau und dem Unterhalt militärischer Infrastrukturprojekte auch Bauingenieursdienstleistungen für zivile Großprojekte staatlicher Auftraggeber übernimmt, zum Beispiel den Bau und die Bewirtschaftung von Staudämmen zur Stromgewinnung aus Wasserkraft. Alle bereits platzierten Tranchen haben bisher planmäßig ausgezahlt. Die erste privat platzierte Tranche liegt mit bisher 5,65 Prozent p.a. leicht oberhalb, die beiden folgenden genau auf dem Prognosewert von jährlich 5,5 Prozent.

Zielinvestments. Der Begriff Wasserinfrastruktur steht für mehrere Funktionsbereiche der Wasserwirtschaft, die Gewinnung von Strom aus Wasserkraft, die Filtration und Wiederaufbereitung von Wasser sowie Entsalzung. Das Anleihe-Portfolio setzt Schwerpunkte auf mehrere kanadische Anlagen und eine in New Jersey zur nachhaltigen Wiederaufbereitung von Abwasser sowie auf ein Wasserkraftwerk im Illinois River. Deren jeweilige Gewichtungen im Referenzkorb sollen zwischen 15 und 65 Prozent betragen. Einzelne Projekte, in die investiert wird, haben eine Größe zwischen 20 und 120 Millionen US-Dollar. Sie sind in der Regel jedoch in kleinere Teilprojekte untergliedert, die auch getrennt bewirtschaftet werden können. Die Angebotsunterlagen illustrieren beispielhaft Eckdaten einer Wasseraufbereitungsanlage in Kanada und ein Wasserkraftwerk, das aus der Beschleunigung des Illinois River Strom gewinnt, hier läuft die Lizenz noch bis zum Jahr 2061. Vertragspartner der Projekte vor Ort sind jeweils Gemeinden, die in aller Regel eine hohe Bonität aufweisen. Mit ihnen schließen die Projektgesellschaften vergleichsweise lange, bis zu 50 Jahre laufende Verträge. Es ist üblich, diese Verträge bereits lange vor ihrem Ablauf weiterzuverkaufen. Im Prospekt zur dritten Tranche wurde eine Klausel aufgenommen, dass im kanadischen Ontario mit weiteren Gemeinden Verträge über den Betrieb von Wasseraufbereitungsanlagen geschlossen werden können, sofern sie mindestens über dieselbe Bonität, wie die bisher ausgewählten Gemeinden verfügen, so dass Signina inzwischen auf ein Portfolio von 30 möglichen Projekten verweist.

Struktur. Die Zeichner der Anleihe partizipieren an der Wertentwicklung der Referenzprojekte. Das heißt, der Erfolg des Papiers hängt unmittelbar am wirtschaftlichen Erfolg der Underlyings. Eine Notierung an der Börse Düsseldorf ist zwar vorgesehen. Es erfolgt jedoch keine Stellung von An- und Verkaufskursen, so dass ein Handel nur dann zustande kommen kann, wenn Angebot auf Nachfrage trifft.

Finanzierung und laufende Nebenkosten. Die Anleihe hat ein Volumen von bis zu 100 Millionen Euro, zuzüglich eines gestaffelten Agios in Höhe von 5 Prozent bei kleinen und bis zu 2 Prozent bei großen Zeichnungsbeträgen. Für die erste Tranche, die Ende 2016 bis Frühjahr 2017 vertrieben wurde, kamen rund 6,4 Millionen Euro zusammen, für die zweite Tranche, die bis Herbst 2017 gezeichnet werden konnte, etwa 8,2 Millionen. Initiale Kosten in Höhe von 2 Prozent der Gesamtzeichnungssumme gehen neben dem Agio an Apano, 0,3 Prozent an die luxemburgische Verbriefungsgesellschaft. An laufenden Kosten fallen jährlich an: für die Verbriefungsgesellschaft 0,35, für Apano 0,95 und für Signina 1,25 Prozent. Laufende Kosten von 2,55 Prozent sind viel, aber vor dem Hintergrund des Hands-on-Ansatzes des Managements durch Signina und die mögliche Partizipation der Zeichner an einem Mehrerlös, sind sie zu rechtfertigen.

Erfolgsprognose. Ob Zins und Rückzahlung bedient werden können, hängt unmittelbar davon ab, ob entsprechende Zahlungen aus den Referenzprojekten kommen. Aufgeteilt auf zwei Auszahlungstermine sind Erträge von 5,5 Prozent pro Jahr geplant. Aus Sicherheitsgründen und zum Ausgleich etwaig reduzierter Erträge in Folgejahren wird ein Barreservebetrag in Höhe von 2,5 Prozent des Nennbetrags vorgehalten. Beträge, die darüber hinaus erwirtschaftet werden, werden an die Anleihe-Gläubiger ausgekehrt, so dass sich eine zusätzliche Verzinsung ergeben kann.

Steuern. Zeichner erzielen Einkünfte aus Kapitalvermögen, die mit 25 Prozent zu versteuern sind zuzüglich Soli und allfällige Kirchensteuer.

Risiken. Die Anleihe orientiert sich zwar an einer Festverzinsung von 5,5 Prozent pro Jahr. Ob die aber tatsächlich gezahlt werden kann, hängt vom Bewirtschaftungserfolg der Underlyings ab. Anspruchsgegner ist die luxemburgische Verbriefungsgesellschaft. Durch deren Untergliederung einzelner und insolvenzgeschützter Compartements, in denen die Ansprüche der Zeichner wie ein Sondervermögen gehalten werden, wird das Emittentenrisiko auf die Ebene der Zielinvestments durchgereicht. Dadurch bekommt die Anleihe eine unternehmerische Prägung, ein Totalverlustrisiko ist mithin nicht ausgeschlossen. Weil eine Handelbarkeit trotz vorgesehener Börsennotierung nicht gewährleistet ist, ergibt sich ein Liquiditätsrisiko. Währungsrisiken werden gehedgt, was mit einem Abschlag von 50 Basispunkten auf die Zinserwartung eingepreist ist.

fondstelegramm-Meinung. Details über die Wasser-Infrastrukturanlagen in USA und Kanada und die Verträge, die mit den entsprechenden Gemeinden und Betreibergesellschaften geschlossen wurden, sind nicht Gegenstand der Angebotsunterlagen. Insofern sind Investoren darauf angewiesen, auf die Expertise von Signina zu vertrauen. Vorteil dieses Investments sind die langen Laufzeiten der Verträge, die für einen stabilen Cashflow sorgen werden, und die Erfahrung der Partner. Nachteile stellen die fehlende Handelbarkeit dar und das Totalverlustrisiko, das trotz hochgradiger Regulierung des Vehikels gegeben ist.

Ein interessanter Zielmarkt und die Erfahrung der Partner machen das Angebot plausibel. Das Verhältnis von Risiko und Chancen scheint ausgewogen. Kann in die engere Wahl gezogen werden.