

Ratingobjekt:

Inhaberschuldverschreibungen „E.M.E. CoGeneration Bond I“ mit ISIN: XS2001394456 begeben von der Emittentin ARDILLA SEGUR S.A. handelnd für ihr Fiduciary Estate 30.

Rating Note:

BBB-

Rating Ausblick / Zusätze:

watch neutral

Ratingzusammenfassung:

Gegenstand des vorliegenden Ratings ist der E.M.E. CoGeneration Bond I (Ratinggegenstand, Notes) begeben durch ARDILLA SEGUR S.A. (Treuhanderin) handelnd für ihr Fiduciary Estate 30 (Schuldnerin). Die Emissionserlöse investiert die Schuldnerin mittelbar in Form von Fremdkapital bzw. nicht nachrangigen Schuldverschreibungen in E.M.E. Projektgesellschaften (SPVs). Die Investitionen erfolgen durch das Investmentvehikel E.M.E. CoGeneration Fund I als Spezial-AIF im Sinne des KAGB mit festen Anlagebedingungen (Investmentvehikel, IVV). Der relevante Manager ist die Avana Invest GmbH, die von der Initiatorin E.M.E. Development GmbH (Fondsadvisor) beraten wird. Das IVV zeichnet Inhaberschuldverschreibungen (SPV-IHS), die durch diverse E.M.E. Projektgesellschaften (SPVs) emittiert werden, zur Umsetzung von lokalen Energieprojekten in mittelständischen Unternehmen (Liegenschaften). Dadurch wird das zu allozierende Kapital im Rahmen der verfolgten Strategie auf Fondsebene auch zur mittelbaren Investition in Energieanlagen wie beispielsweise Blockheizkraftwerke (BHKW), Heizungs- und Kälteanlagen und deren ganzheitliche Optimierung sowie Digitalisierung. im weiteren Sinne genutzt. Die SPVs wiederum beabsichtigen den Abschluss von Energie-Contracting Vereinbarungen und liefern und veräußern die in den Energieanlagen erzeugte Energie (Strom, Wärme, Kälte, usw.) an die jeweilige Liegenschaft. Im Rahmen der Zielfinanzierung eines Energieprojektes soll auf bis zu 50% KFW- und Bankenfinanzierung abgestellt werden. Ausschließlich auf Ebene der SPVs wird dabei planerisch ein Finanzierungshebel angewendet. Über diese Transaktionsstruktur werden die Finanzierungsmittel implizit strukturell nachrangig besichert bereitgestellt. Der revolvierend als Blind-Pool konzipierte E.M.E. CoGeneration Fund I ist maßgeblich auf Deutschland fokussiert. Typische Risiken der Assetklasse in den relevanten Zielmärkten sowie mit Projektentwicklungen verbundene Risiken prägen die Tätigkeiten der Zielgesellschaften.

Creditreform Rating (CRA) identifiziert moderate bis leicht erhöhte strukturelle Risiken innerhalb der Transaktion, welche primär aus dem gegenwärtigen Blind-Pool-Anteil im Portfolio des IVV in Verbindung mit der beabsichtigten Investition in ggf. strukturell nachrangig besicherte Darlehen resultieren. Mit Erstbegebung hat die Erstzeichnung eines Investors (Pensionskasse) stattgefunden. CRA identifiziert moderate bis leicht erhöhte operative Risiken. Die Fokussierung auf den heimischen Kernmarkt wirkt stabilisierend. Covid-19 bedingt sind jedoch Unsicherheiten existent. Die Eignung des Managers zur Erreichung der Performance-Ziele erachtet CRA als hinreichend gegeben, gleichwohl CRA hohe Anforderungen an die Unternehmenseinheiten des Fondsadvisors identifiziert. Leicht erhöhte Portfolio- und Kreditrisiken resultieren u.a. aus bei strukturell nachrangig besicherten Finanzierungen erwartungsgemäß (und im Vergleich zu erstrangig besicherten Senior-Finanzierungen) geringeren Recoveries im Default- bzw. Verwertungsereignis, sowie auf Grund des Blindpools und der Risiken im Portfolioaufbau im Allgemeinen. Unter Berücksichtigung der genannten Risiken sind über die Transaktionsstruktur mit Wirkung auf Ebene der Schuldnerin bonitätserhöhende und seitens CRA als Credit Enhancement in der Herleitung des Ratings berücksichtigte Elemente installiert bzw. vorgesehen.

Auf Grundlage dieser Transaktionseigenschaften leitet CRA ein Rating von BBB- für die analysierten Schuldverschreibungen ab. Für die Kapitalverwaltungsgesellschaft liegen CRA aktuell Informationen über eine Insolvenzanmeldung dieser vor. Nachhaltig negative Implikationen auf den Ratinggegenstand sind CRA momentan nicht bekannt, die weitere Entwicklung hierzu bleibt abzuwarten. Vor diesem Hintergrund wird das Rating zunächst mit dem Zusatz watch neutral versehen.

Ratingrelevante Faktoren (Primary Key rating driver):

- + Langfristige Contracting Vereinbarungen und starke/stabile Cashflows geplant
- + Credit Enhancement aus kalkulatorischem Excess Spread der Transaktionsstruktur
- +/- Selektionskriterien für Zielinvestments / Contracting-Nehmer
- Kein direkter Track Record der Transaktionsparteien in der relevanten Assetklasse
- Keine historische oder vergleichbare Fondsperformance
- Allgemeine Unsicherheiten durch die Covid-19-Pandemie sowie dadurch bedingt mögliche Verzögerungen im Portfolioaufbau
- Blind-Pool mit Reinvestitionstätigkeiten aus teilweisen Umfinanzierungen

Ratingszenarien:

Im best case Szenario wurde die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit um 33% verringert (ceteris paribus). Das quantitative Ergebnis liegt im best case bei A, das Ratingergebnis bei A-

Im worst case Szenario wurde die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit um 33% erhöht (ceteris paribus). Das quantitative Ergebnis liegt im worst case bei BBB-, das Ratingergebnis bei BB+.

ESG-Kriterien:

CRA bezieht bei der Beurteilung des Ratinggegenstandes ESG-relevante Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) grundsätzlich ein. Im vorliegenden Fall üben ESG-Kriterien in ihrer Gesamtbetrachtung keinen Einfluss auf das Rating aus.

Einzelfaktoren mit einer besonderen Ratingbeeinflussung wurden nicht identifiziert.

Zum Thema ESG hat Creditreform Rating AG ein gesondertes Grundlegendokument veröffentlicht ("The Impact of ESG Factors on Credit Ratings"), welches unter folgendem Link aufrufbar ist:

<https://www.creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html>

Erstellung / Mitteilung an Ratingobjekt / Maximale Gültigkeit:

23.09.2020 / 23.09.2020 / 18.06.2027

Nach Mitteilung der Ratingnote an das Ratingobjekt ergaben sich keine Veränderungen zur veröffentlichten Ratingnote.

Initiales Rating Datum:

03.06.2020

Lead-Analyst – Job Title / Person Approving (PAC):

Pomorin, Sascha (Lead) – Senior Analyst

Peiß, Matthias (PAC) – Senior Analyst

Name & Adresse des Rechtsträgers:

Creditreform Rating AG, Europadamm 2-6, 41460 Neuss, Deutschland

Status der Beauftragung:

Beim vorliegenden Rating handelt es sich um ein beauftragtes Rating. Der Grad des Zugangs zu Informationen bei der Erstellung des Ratings ist wie folgt zu beschreiben:

Mit Partizipation der gerateten Einheit oder einer mit ihr verbunden dritten Partei: Ja

Mit Zugang zu internen Dokumenten: Ja

Mit Zugang zum Management: Ja

Ratingmethode / Version / Gültigkeit / Link:

[Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings, Version 1.3, Januar 2018](#)

[Rating von Finanzinstrumenten \(Emissionsratings\), Version 1.3, Juli 2016](#)

[Technische Dokumentation Ermittlung von Portfolioverlustverteilungen, Version 1.0, Juli 2018](#)

Weiterführende Informationen zur Bedeutung jeder Ratingkategorie, der Definition des Ausfalls sowie Sensitivitätsanalysen der einschlägigen grundlegenden Annahmen befinden sich im Dokument „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“.

<https://www.creditreform-rating.de/de/wir-ueber-uns/regulatorische-anforderungen.html>

Regulatory Requirements:

In 2011 Creditreform Rating AG was registered within the European Union according to EU Regulation 1060/2009 (CRA-Regulation). Based on the registration Creditreform Rating AG (CRA) is allowed to issue credit ratings within the EU and is bound to comply with the provisions of the CRA-Regulation.

Conflict of Interests

No conflicts of interest were identified during the rating process that might influence the analyses and judgements of the rating analysts involved or any other natural person whose services are placed at the disposal or under the control of Creditreform Rating AG and who are directly involved in credit rating activities or approving credit ratings and rating outlooks. In case of providing ancillary services to the rated entity, CRA will disclose all ancillary services in the credit rating report.

Rules on the Presentation of Credit Ratings and Rating Outlooks

The approval of credit ratings and rating outlooks follows our internal policies and procedures. In line with our policy "Rating Committee," all credit ratings and rating outlooks are approved by a rating committee based on the principle of unanimity. To prepare this credit rating, CRA has used following substantially material sources:

1. Transaction structure and participants
2. Transaction documents
3. Issuing documents
4. Other rating relevant documentation

There are no other attributes and limitations of the credit rating or rating outlook other than displayed on the CRA website. Furthermore CRA considers satisfactory the quality and extent of information available on the rated entity. In regard to the rated entity Creditreform Rating AG regarded available historical data as sufficient.