



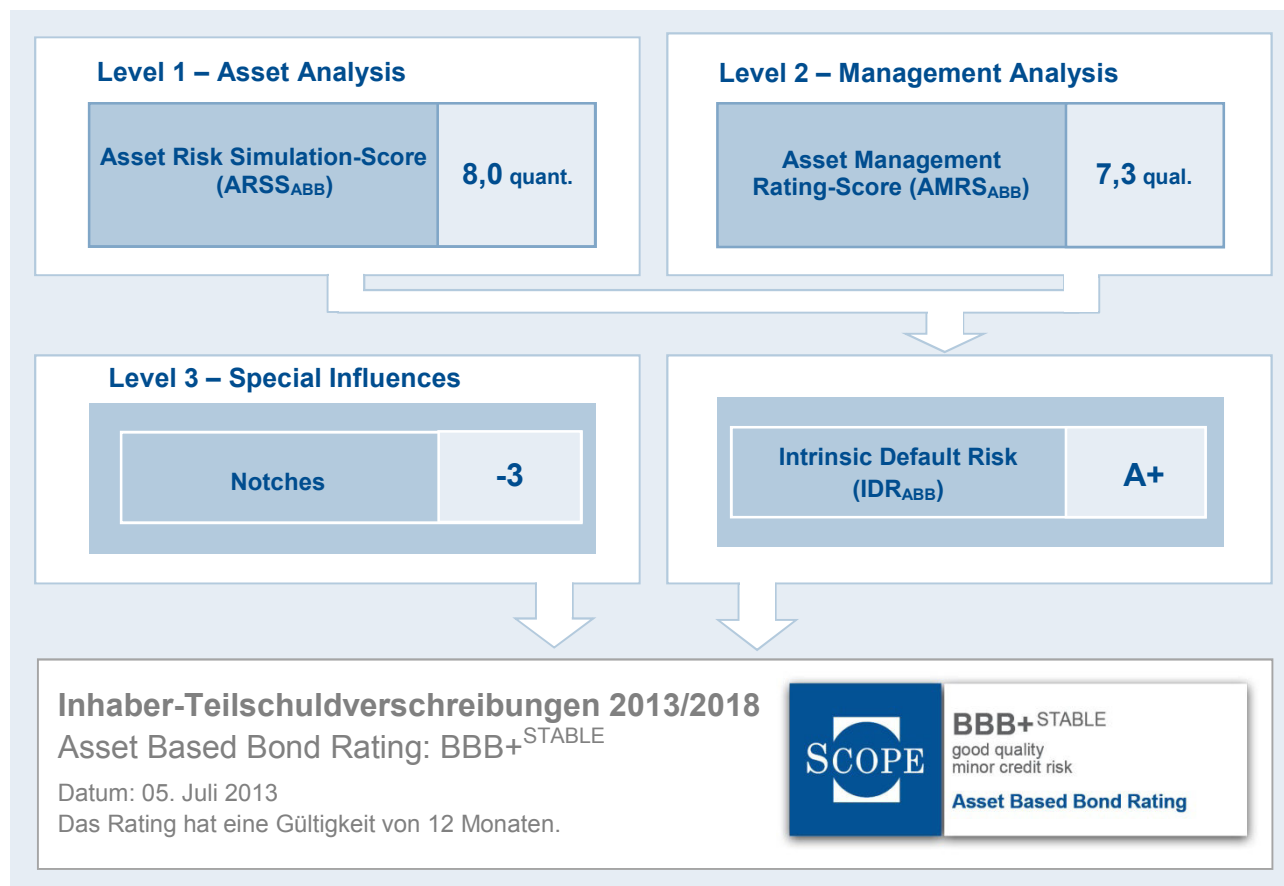
Asset Based Bond Rating

7% Inhaber-Schuldverschreibung, 2013/2018

Wallenborn Adria Wind GmbH

Stand: 5. Juli 2013

I. Executive Summary



A. Summary

Gegenstand der Rating-Analyse ist die geplante Anleiheemission (nachfolgend Emission oder Anleihe genannt) durch die Wallenborn Adria Wind GmbH, Dresden (nachfolgend auch Emittentin) mit einem Gesamtvolumen von bis zu 80 Mio. EUR. Bei der Emittentin handelt es sich um ein in 2013 neu gegründetes Unternehmen mit dem Zweck der Beteiligung und dem Halten von Gesellschaftsanteilen ihrer 100%igen kroatischen Tochter Selan d.o.o. Der Erfolg der Emittentin ist daher maßgeblich abhängig vom erfolgreichen Betrieb des Windparks Senj I durch die Selan d.o.o.

Bei der Anleihe handelt sich um eine nicht-nachrangige und besicherte unmittelbare und bedingte Verpflichtung der Emittentin gegenüber den Gläubigern der Inhaber-Teilschuldverschreibung. Insgesamt beurteilt Scope die Emission mit einem Rating von BBB+. Die Emission weist somit unter Ratinggesichtspunkten eine gute Bonität mit geringem Ausfallrisiko auf. Für die Umsetzung der Analyse wurde die Rating-Methodik für Asset Based Bonds angewendet. Die detaillierte Methodikbeschreibung kann auf der Homepage der Ratingagentur unter www.scooperatings.com eingesehen werden.

Der Emissionserlös der Anleihe soll mittelbar zur Refinanzierung der bestehenden Verbindlichkeiten der Selan d.o.o. genutzt werden. Des Weiteren ist geplant einen Teil des Emissionserlöses zum Kauf der Projektrechte und Baugenehmigung für eine Erweiterung des bestehenden Windparks (Projekt Senj II) zu verwenden.

Unter quantitativen Gesichtspunkten wurden die geplanten Cashflows des der Emission zugrundeliegenden Windparks Senj I analysiert und im Rahmen von Stresssimulationen auf ihre Belastbarkeit zur Bedienung von Anleihekupon und Nennbetrag überprüft. Das Ergebnis der quantitativen Analyse zeichnet ein insgesamt gutes Bild. Allein bei der Refinanzierung der Anleihe kann es zum Auftreten von geringen Verlusten für die Anleihegläubiger kommen.

Auf Ebene der Anleihe findet eine Besicherung unter anderem mit der Verpfändung von Gesellschaftsanteilen, Verpfändung von Zinsreservekonto und Tilgungsansparkonto, etc. statt. Diese Maßnahmen senken das Ausfallrisiko der Emission und haben positive Einflüsse auf die Gesamtbewertung des Ratings. Die Aufnahme weiterer Schulden im gleichen Rang oder vorrangig gegenüber den Schuldverschreibungsverbindlichkeiten ist vorbehalten und im Hinblick auf das Projekt Senj II geplant. Dies kann zu einer Verwässerung der Besicherung führen.

Die Analyse der qualitativen Aspekte der Anleihe im Rahmen des Management Ratings ergaben eine hohe Qualität. Die mittelständisch geprägte Wallenborn Gruppe blickt insgesamt auf einen rund 13-jährigen Track Record bezüglich Bau und Betrieb von Windenergieanlagen zurück. Im Zuge der Auslandsaktivitäten konnte das Unternehmen in Kroatien eine bedeutende Marktstellung einnehmen und eine entsprechende Projektpipeline aufbauen. Die wesentlichen Stärken des Unternehmens liegen in der Fachkompetenz und Kontinuität der Schlüsselpersonen sowie den Prozessen der Projektentwicklung und Betriebsführung. Dies spiegelt sich insbesondere in der technischen Leistung bzw. Verfügbarkeit der Anlagen in Deutschland wider. Die Wallenborn Gruppe weist die typischen periodenübergreifenden Schwankungen der Vermögens- und Ertragsstruktur eines Projektentwicklers auf und verfügt dementsprechend über eine mittlere Bonität. Darüber hinaus ist ein leichtes Schlüsselpersonenrisiko vorhanden, das sich in der starken Stellung von Hermann Wallenborn, der als geschäftsführender Einzelgesellschafter maßgeblich für die Entwicklung des Unternehmens verantwortlich ist, begründet. Gleichwohl verfügen die leitenden Angestellten über entsprechende Entscheidungsgewalt in ihrem jeweiligen Ressort.

Weitere Faktoren beeinflussen das Rating negativ. Die Emittentin und die Selan d.o.o. unterliegen wesentlichen Risiken hinsichtlich der Geschäftsentwicklung durch Änderungen der am Standort der Projektgesellschaft, Kroatien, geltenden Gesetze. So kann eine Aufrechterhaltung oder Ausbau der derzeitigen Fördermaßnahmen sowie deren Systematik nicht garantiert werden, woraus wirtschaftliche Nachteile für die Zeichner der der Inhaber-Teilschuldverschreibung erwachsen können.

Nach Ansicht von Scope ist bei einem Folgerating unter den jetzt erkennbaren Bedingungen von einer Beibehaltung der Ratingbewertung auszugehen („stable outlook“). Diese Erwartung beruht darauf, dass die Investitionen in das Projekt Senj I abgeschlossen sind und auf Basis der bereits vorliegenden Ergebnisse eine stabile Geschäfts- und Einnahmenentwicklung zu erwarten ist. Zudem sind Risiken, die aus dem Projekt Senj II erwachsen können, bereits im Rahmen des vorliegenden Ratings berücksichtigt.

B. Key Rating Drivers

Key Security Driver	Key Risk Driver
<ul style="list-style-type: none"> • Keine Investitionsrisiken. Die Anlagen sind in Betrieb und verfügen über alle erforderlichen Genehmigungen für den Betrieb und den Erhalt der Einspeisevergütung • Vollwartungsvertrag mit vereinbarter Verfügbarkeitsgarantie • Gesetzlich festgelegter Einspeisetarif (Vorzugspreis) mit Inflationsanpassung bis 15.12.2022 • Langjährige Erfahrung der Wallenborn-Gruppe im Bereich regenerativer Energien • Ertragsreicher Projektstandort • Durchgängige Betriebskontrolle mithilfe externer Fernüberwachungssysteme gewährleistet 	<ul style="list-style-type: none"> • Leichtes Schlüsselpersonenrisiko • Keine geografische Diversifikation und Abhängigkeit von einem einzigen Asset bzw. Ertragsquelle • Geringere Energieerträge durch Schwankung der Winderträge, schnellerem Verschleiß der Komponenten oder Verfügbarkeit der Anlage • Regulatorische bzw. rechtliche Risiken in Bezug auf den Bestand der aktuellen Gewährung der Einspeisevergütung und Maßnahmen diese indirekt zu umgehen • Beabsichtigte Aufnahme weiteren gleichrangigen Fremdkapitals mit grundsätzlicher Folge einer Sicherheitsverwässerung

II. Ratingobjekt

A. Issuer

A.1 Kurzbeschreibung

Die Wallenborn Adria Wind GmbH plant die Emission einer Anleihe mit einem Volumen von bis zu 80 Mio. EUR. Die Emittentin wurde im Jahr 2013 gegründet mit dem Unternehmenszweck der Refinanzierung des kroatischen Windparks Senj I. Alleiniger Gesellschafter der Emittentin ist die Senj Beteiligungsgesellschaft mbH. Herr Hermann Wallenborn ist Geschäftsführer der Emittentin sowie deren kroatischen Tochter Selan d.o.o.

Die Geschäftstätigkeit der Emittentin beschränkt sich dabei im Wesentlichen auf das Halten der Gesellschaftsanteile ihrer 100%igen kroatischen Tochter Selan d.o.o. Die Selan d.o.o. betreibt den Windpark Senj I und zeichnet sich für die geplante Erweiterung des Windparks (Projekt Senj II) verantwortlich. Der Erfolg der Geschäftstätigkeit der Emittentin ist daher maßgeblich vom erfolgreichen Betrieb des Windparks durch die Selan d.o.o. abhängig.

B. Bond

B.1 Kurzbeschreibung

Gegenstand der Inhaber-Teilschuldverschreibung ist ein festverzinsliches Wertpapier, welches zum Zweck der Finanzierung der Emittentin in verbriefter Form begeben wird. Es handelt sich bei diesem Wertpapier um bis zu 80.000 auf den Inhaber lautende Teilschuldverschreibungen im Nennwert von je 1.000 EUR.

Der Nettoemissionserlös der Inhaber-Teilschuldverschreibung beträgt bei Vollplatzierung 74,50 Mio. EUR. Die Verwendung sieht die Gewährung eines Gesellschafterdarlehens in Höhe von 52,72 Mio. EUR an die Selan d.o.o., sowie eine Eigenkapitaleinlage in Höhe von 10,78 Mio. EUR in die Selan d.o.o. vor. 8,50 Mio. EUR werden als Zahlung an die Gesellschafterin als Gegenleistung für den Erwerb von 15,64% der Gesellschaftsanteile der Selan d.o.o. verwendet. Weitere 2,80 Mio. EUR werden als Zinsreserve auf ein vom Treuhänder verwaltetes Konto eingezahlt.

Das von der Emittentin gewährte Gesellschafterdarlehen, sowie die von der Emittentin getätigte Eigenkapital-einlage werden auf Ebene der Objektgesellschaft für die Ablösung des Darlehens des von der HSH Nordbank gewährten Darlehens in Höhe von 60,00 Mio. EUR verwendet. Die verbleibenden 3,50 Mio. EUR dienen dem Erwerb der Projektrechte und Baugenehmigung an Senj II.

Die Inhaber-Teilschuldverschreibungen sind durch verschiedene Sicherheiten besichert, wobei unter anderem Gesellschaftsanteile, Zinsreservekonto und Tilgungsansparkonto, etc. an die Anleihegläubiger verpfändet werden.

Zum Zweck der Rückzahlung der Anleihe werden über den Zeitraum bis zur Rückzahlung freie Mittel auf einem Tilgungsansparkonto hinterlegt. Der somit angesparte Betrag entspricht nach Planung der Emittentin ca. 20% des Nennwerts der Anleihe. Der erforderliche Restbetrag soll durch eine Refinanzierung der durch die Anleihe bestehenden (Rest-)Verbindlichkeiten aufgebracht werden, woraus sich dementsprechende Risiken ergeben können. Der Emittentin steht darüber hinaus optional ein vorzeitiger Rückkauf der Inhaber-Teilschuldverschreibungen zu, welcher pro Ausführung maximal 10% des Anleihevolumens beträgt und pari passu im Hinblick auf alle Anleihegläubiger erfolgt.

Die Emittentin ist laut Anleihebedingungen berechtigt ohne Zustimmung der Anleihegläubiger weitere Inhaber-Teilschuldverschreibungen mit gleicher oder abweichender Ausstattung auszugeben. Die Wallenborn-Gruppe plant bereits jetzt die Begebung weiterer Inhaber Teilschuldverschreibungen um die Erweiterung des Projekts Senj I um eine Gesamtleistung von 24 MW zu realisieren (Projekt Senj II).

B.2 Key Figures

Produktname	7 % Inhaber-Schuldverschreibungen 2013/2018	Sektor	Asset Based Bonds
ISIN	---	Segment	Energy
Emittent	Wallenborn Adria Wind GmbH	Zielmarkt	Wind
Börse	Börse München, in das Marktsegment m:access im Freiverkehr der Bayerischen Börse Aktiengesellschaft		

Anleihewährung	EUR
Gesamtnennwert	80.000.000 EUR
Mindestzeichnung	EUR
Stückelung	1.000 EUR
Kupon	7,00 % p.a. auf ausstehenden Kapitalbetrag
Kupontyp	Fixed
Ausgabepreis	100%
Ausschüttung	Jährlich
Zinstermine	31.07 Berechnung ACT/ACT
Rückzahlung	100% (gegebenenfalls reduziert um den Betrag vorzeitiger Rückzahlungen und Rückkäufe)
Zeitpunkt Rückzahlung	31.07.2018

Zeichnungsphase	18.07 – 29.07.2013
Ausgabedatum	31.07.2013
Form	Inhaber-Teilschuldverschreibung

B.3 Projektpartner

Emittentin	Wallenborn Adria Wind GmbH	Dresden
Exchange	Börse München Deutschland	München
Placement Agent	Baader Bank AG	Unterschleißheim
Zahlstelle	Baader Bank AG	Unterschleißheim
Mittelverwendungskontrolleur	---	---
Depotstelle Globalurkunde	Clearstream Banking AG Deutschland	Frankfurt
Treuhänder	Rödl Treuhand Hamburg GmbH Steuerberatungsgesellschaft	Hamburg

C. Underlying Asset

C.1 Kurzbeschreibung

Investitionsobjekt ist ein bestehender Windpark mit insgesamt 14 Windenergieanlagen (Windpark Senj I) in der an der kroatischen Adriaküste gelegenen Stadt Senj, der im Wesentlichen von der Wallenborn-Gruppe in den Jahren 2006 bis 2010 realisiert wurde. Der Standort Senj liegt in den nördlichen Ausläufern des Velebit-Gebirges auf einer Höhe zwischen 613 und 787 Metern über Normalnull (NN). Der Standort liegt in einem Bereich, der durch das regionale Windphänomen „Bora“ geprägt ist, das insbesondere in den Wintermonaten auftritt. Der Borawind erreicht eine Durchschnittsgeschwindigkeit von bis zu 210 km/h und gehört zu den stärksten Winden der Welt. Daher sind grundsätzlich optimale Bedingungen für die Nutzung der Windenergie gegeben. Vor diesem Hintergrund wurden Energieanlagen des Typs VESTAS V90 mit einer Nennleistung von jeweils 3,0 Megawatt (42 Megawatt Gesamtnennleistung) auf einer Nabenhöhe von 80m verbaut. Dieser Anlagentyp ist für Standorte mit hohen und mittleren Windgeschwindigkeiten ausgelegt und kommt insbesondere in Offshore-Windparks zum Einsatz. VESTAS zählt zu den weltgrößten Herstellern von Windenergieanlagen und hat in den letzten 30 Jahren fast 49.000 Windenergieanlagen weltweit mit einer installierten Leistung von mehr als 55.000 MW errichtet. Vom Anlagentyp V90-3.0 MW wurden mittlerweile 2.880 Anlagen mit einer Leistung von 8.190 MW weltweit installiert, so dass der Anlagentyp weitestgehend als kommerziell erprobt angesehen werden kann und die technischen Risiken überschaubar bleiben. Ferner ist der Windpark Senj I bereits seit mehreren Jahren in Betrieb, so dass ausreichend Erfahrungen der Funktionalität der Anlagen in Verbindung mit den Standorteigenschaften vorhanden sein dürften.

Das Projekt Senj I soll voraussichtlich um 8 weitere Windenergieanlagen (Senj II) mit einer Gesamtleistung von 24 MW erweitert werden, wobei aus den Erlösen der Anleiheemission nur die bereits vorliegende Projektrechte sowie die Baugenehmigung für insgesamt 3,5 Millionen EUR aus den Erlösen bezahlt werden sollen.

C.2 Key Figures

Rahmendaten Asset Ebene	
Investitionsobjekt	Bestehender Windpark mit insgesamt 14 WEA
Standort	Republik Kroatien, nahe der Stadt Senj
Verbaute Anlagen	VESTAS V90-3.0 MW
Gesamtnennleistung	42 MW
Inbetriebnahme Windpark	in Dezember 2009
Betriebsphase	
Kalkulierter Energieertrag Emittent	127.616.615 kWh/a (P90 Wert) gemäß Gutachten SOLvent GmbH aus Sep. 2012
Garantierte technische Verfügbarkeit	97%
Gutachter	SOLvent GmbH (2 Gutachten: 2008 und 2012) und anemos Gesellschaft für Umweltmeteorologie mbH (Gutachten aus 2008)
Gesetzlich festgelegter Einspeisetarif 2013	0,7846 HRK/kWh (0,10 EUR/kWh per 10.04.2013) mit jährlicher Anpassung an den kroatischen Verbraucherpreisindex
Förderdauer	12 Jahre bzw. vom 15.12.2010 bis zum 15.12.2022
Inflationsannahme Emittent in % p.a.	1,8%

III. Evaluation

A. Level 1 – Asset Risk Simulation

A.1 Modellbeschreibung

Monte-Carlo-Analyse

Ausgehend von der Cash Flow Kalkulation des Gesamtprojektes wurde die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls von Kuponzahlungen oder Nennwertrückzahlungen simuliert und der damit verbundene Expected Loss ermittelt.

Die Emittentin versorgte Scope diesbezüglich mit einem detaillierten Finanzmodell, welches Scope um strukturelle Aspekte erweiterte und innerhalb der Analyse des Ratings nutzte.

Die planmäßige Zahlung von Zins und Tilgung der betrachteten Anleihe wird im Wesentlichen von der Einnahmensituation der Betreibergesellschaft Selan d.o.o. und der Emittentin bestimmt. Diese wird wiederum von den kroatischen Gesetzen über die Vergütung elektrischer Energie aus erneuerbaren Energien bestimmt. Gesetzesänderungsrisiken in Verbindung mit einer Reduzierung der Einspeisevergütung sind nicht quantifizierbar und finden daher innerhalb der Monte Carlo Analyse keine Berücksichtigung.

Investition

Sämtliche Genehmigungen, Verträge, Projektrechte und Bescheide für den Betrieb des Windparks liegen vor. Der Windpark Senj I wurde in 2009/2010 fertiggestellt und nach einer 12-monatigen Testphase (Probetrieb) am 15. Dezember 2010 in Betrieb genommen.

Der Investitionsvorgang auf Asset Ebene ist somit weitestgehend abgeschlossen. Offensichtliche Risiken im Zusammenhang mit dem Investitionsprozess sind für Scope nicht erkennbar. Sollten die Mittel aus der Begebung der Inhaber-Teilschuldverschreibungen aufgrund mangelnder Nachfrage nicht zu Refinanzierung des Darlehens ausreichen, erfolgt eine Beendigung bzw. Rücknahme des Angebots.

Einnahmen

Nach der derzeit geltenden kroatischen Gesetzeslage für die Erzeugung elektrischer Energie aus erneuerbaren Energiequellen besteht für den Windpark Senj I für die Dauer von 12 Jahren und somit bis zum 15.12.2022 ein gesetzlich festgelegter Einspeisetarif (Vorzugspreis). Der Einspeisetarif beträgt seit dem Jahr 2007 0,650 HRK/kWh (Basisvergütung) und wird in den Folgejahren jährlich um die für das vorhergehende Kalenderjahr vom Statistikamt festgestellte Inflation angepasst (siehe Externe Einflüsse). Unter Berücksichtigung der Inflationsanpassungen der letzten Jahre beträgt die Einspeisevergütung für den Windpark Senj I in 2013 0,7846 HRK/kWh (rund 0,10 EUR/kWh per 10.04.2013) und wurde auf Basis der abgerechneten erzeugten Energieerlöse bei der Hrvatski operator trzista energija d.o.o. bestätigt.

Für das Projekt Senj I bestehen insgesamt drei Windgutachten, die Scope vorliegen. Gutachter waren renommierte und anerkannte Gesellschaften mit entsprechender Erfahrung. Die Grundlage für die Ertragsberechnung der Emittentin bildet das Gutachten aus September 2012. Vor dem Hintergrund, dass dieses Gutachten bereits die tatsächlichen Werte für einen Zeitraum von neun Monaten aus dem Jahr 2011 von sechs Anlagen des Windparks Senj I in der Bewertung berücksichtigt, ist die Heranziehung dieses Gutachtens für die Bewertung vertretbar. Dabei wird der im Gutachten ermittelte P90 Wert (Der P90 Wert gibt den Ertrag an, welcher in 90% aller Fälle erreicht oder überschritten wird) der Kalkulation zugrunde gelegt. Die im Gutachten ermittelte Gesamtunsicherheit beträgt 12,7%. Die Jahresergebnisse der letzten beiden Betriebsjahre lagen jeweils unterhalb des P90 Wertes, was im Wesentlichen auf eine geringere technische Verfügbarkeit der Anlagen zurückzuführen ist. Nach einem Wechsel der Betriebsführung im November 2012 und einer Optimierung der Prozesse stieg die technische Verfügbarkeit der Anlagen im Zeitraum von November 2012 bis Februar 2013 von unter 70% auf über 90%. Scope legt der Ertragsberechnung ebenfalls den im Gutachten ermittelten konservativen P90 Wert zugrunde.

Der Emittent kalkuliert von dem im Gutachten ermittelten durchschnittlichen Energieertrag nach Parkwirkungsgrad einen Abschlag von 3,0% für Nichtverfügbarkeit der Anlagen. Vor dem Hintergrund, dass der Servicepartner VESTAS eine 97,0% technische Verfügbarkeit garantiert, ist dieser Abschlag aus Sicht von Scope vertretbar, aber nicht ausreichend. Scope berücksichtigt zusätzlich Abschläge in Höhe von insgesamt 4,0% für unvorhersehbare Ereignisse (wie Netzverluste) und lässt diesen Wert innerhalb einer Spanne von 5,0% bis 9,0% schwanken.

Ausgaben

Eine vollumfängliche Wartung und Instandhaltung der Windenergieanlagen, Fernüberwachung, Dokumentations- und Überwachungsaufgaben sowie die Lieferung von Ersatzteilen und Betriebsstoffen wird auf Basis eines Service and Availability Vertrages (AOM 4000) durch die VESTAS Central Europa – Zagreb d.o.o. bis zum 30.09.2014 sichergestellt. Essentieller Bestandteil dieses Vertrages ist die Garantie einer 97%igen technischen Verfügbarkeit durch die VESTAS. Die Kosten für den vereinbarten Service belaufen sich auf 120.000 EUR pro Windenergieanlage und Jahr. Beide Parteien haben sich auf eine Verlängerung des Vertrages geeinigt. Der von VESTAS angebotene Vertrag sieht eine Verlängerung des Servicevertrages bis zum 30.09.2019 vor, wobei das bestehende Preiskonstrukt und die Verfügbarkeitsgarantie beibehalten werden sollen. Die Annahme des Vertrages stand zum Zeitpunkt der Analyse noch aus.

Die zugrunde gelegten weiteren Betriebskosten und sonstigen Kosten beruhen auf vertraglichen Vereinbarungen und sind entweder fest vereinbart oder an den Nettoenergieerlösen gekoppelt. Ein Teil der Ausgabenpositionen basiert auf Erfahrungswerten des Betreibers in den vorangegangenen Betriebsjahren des Windparks Senj I (wie Eigenstromverbrauch, regelmäßige und außerordentlichen Wartung des Umspannwerks). Der überwiegende Teil der Ausgabenpositionen ist jährlich mit 1,8% indexiert.

Ein Teil der Kosten basiert auf Schätzungen der Emittentin, so dass grundsätzlich Kostenänderungsrisiken bestehen. Ferner besteht aufgrund der besonderen, klimatischen Umstände (stürmischer Fallwind Bora) am Standort das Risiko erhöhter Abnutzungserscheinungen der Komponenten der Windenergieanlagen, die in der Folge zu höheren Reparaturkosten führen könnten. Scope berücksichtigt diese Unsicherheit durch eine Erhöhung der Kosten um 25%.

Desinvestition

Die während der Laufzeit von der Selan d.o.o. generierten Überschüsse werden in Form von Zinsen, Tilgungen und Dividenden an die Emittentin weitergereicht. Die Summe der geplanten Tilgungen des Gesellschafterdarlehens entspricht dabei über die Laufzeit ca. 20% des Anleihevolumens. Werden, wie laut Anleihebedingungen beabsichtigt, die Dividenden ebenfalls für die Rückführung der Anleihe genutzt ergibt sich hierdurch ein höherer Wert. Die Emittentin geht davon aus, Teile der Anleihe vor dem finalen Rückzahlungstermin zu tilgen. Im Modell wurde dies berücksichtigt indem Rückführungen des Gesellschafterdarlehens und etwaige Dividendenzahlungen jährlich zur Tilgung der Anleihe verwendet werden. Zur vollständigen Bedienung des Nennwerts der Anleihe muss der Windpark am Ende der Laufzeit refinanziert werden. Der Wert des Windparks zum Refinanzierungszeitpunkt wird mittels DCF-Verfahren festgestellt, wobei der von der Emittentin nach WACC-Methode ermittelte Diskontfaktor übernommen wurde. Je nach Entwicklung der wirtschaftlichen Parameter, sowohl auf Einnahmen- als auch Ausgabenseite, können dabei verschiedene Werte resultieren. Zudem besteht das Risiko, dass die Refinanzierung erst zu einem späteren Zeitpunkt als geplant durchgeführt wird. Scope berücksichtigt dabei einen Zeitraum von 0 - 18 Monaten. Die Zinsen auf die Anleihe werden in diesem Fall im Modell weiter gezahlt.

Externe Effekte

Die Einnahmen und ein Teil der Ausgaben sind inflationsabhängig. Die Einspeisevergütung wird jährlich um die für das vorhergehende Kalenderjahr vom Statistikamt festgestellte Inflation angepasst. In der Kalkulation der Emittentin wird eine im historischen Vergleich konservative Steigerungsrate in Höhe von 1,8% jährlich kalkuliert. Unter Betrachtung der Inflationsentwicklung in Kroatien in den letzten drei Jahren legt Scope der Berechnung die in diesem Zeitraum konservativste Inflationsrate in Höhe von 1,8% zugrunde und folgt somit der Annahme der Emittentin. Die Schwankungsbreite der Inflation wurde dabei auf Grundlage der 10-jährigen Historie ermittelt.

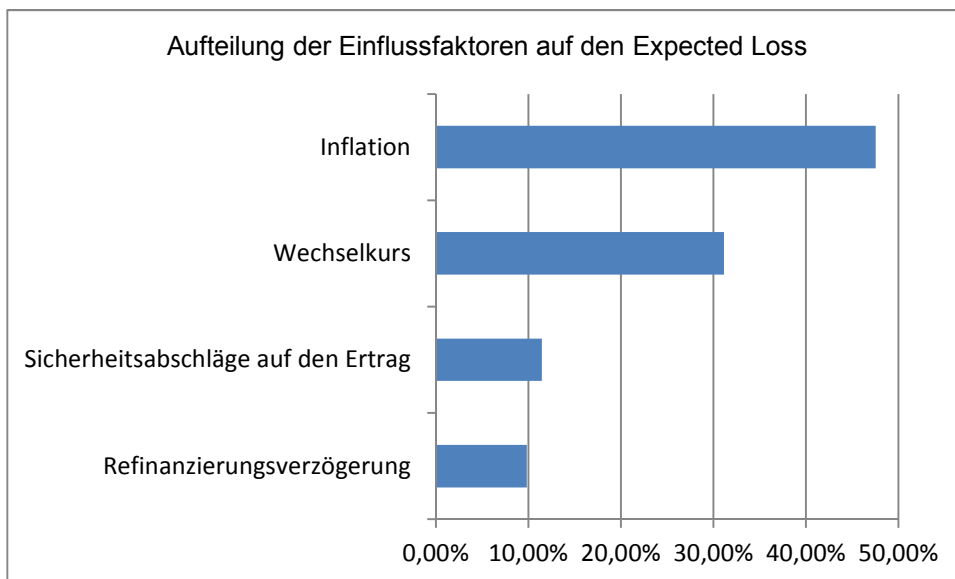
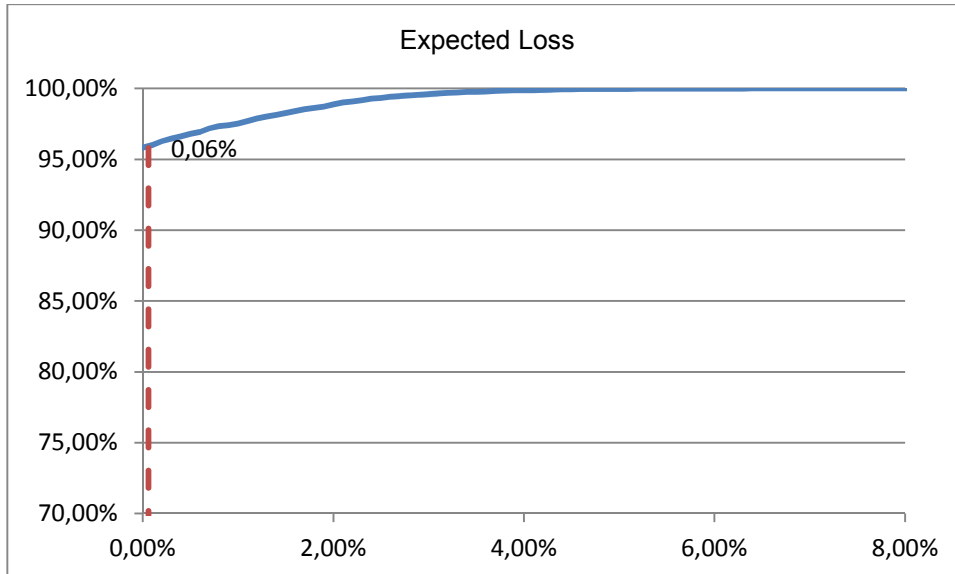
Die Zahlungsströme auf Ebene der Betreibergesellschaft Selan d.o.o. erfolgen im Wesentlichen in Kuna, die Zahlungsverpflichtung unter dem Gesellschafterdarlehen gegenüber der Emittentin jedoch in Euro. Somit bestehen Wechselkursrisiken. Im Rahmen des Scope-Szenarios erfolgt eine Berücksichtigung von Wechselkursrisiken auf der Grundlage der historischen Wechselkursentwicklung der letzten zehn Jahre, wobei der Erwartungswert bei rund 7,35 HRK/EUR liegt. Ausgehend davon ist der in der Kalkulation der Emittentin zugrunde gelegte Wechselkurs in Höhe von 1 EUR = 7,54 HRK realistisch angesetzt.

A.2 Auswertung/Grafiken

Ergebnis der Monte-Carlo-Analyse

Die im Modell generierten Cashflows decken vollständig die über den Gesamtzeitraum zu bedienenden Zinszahlungen. Allein bei der Rückführung des Nennwerts in 2018 kann es zu negativen Abweichungen kommen, wenn die Refinanzierung sich verzögern sollte oder der auf Basis des DCF ermittelte Verkaufswert in Summe mit der Zinsreserve nicht ausreichen sollte. Größter Einfluss auf den Expected Loss ist mit Abstand die Inflation. Diese kann bedingt durch die verwendete abgeleitete Verteilungsfunktion sehr geringe oder auch negative Werte annehmen. Im Zusammenspiel mit einer erhöhten Nichtverfügbarkeit kann dies zu Mindererträgen führen, die sowohl die für die jährliche Rückführung der Anleihe verwendbaren Mittel als auch den Refinanzierungserlös schmälern können.

Der Expected Loss beträgt im Mittel aller errechneten Szenarien 0,06%. In 99% der Fälle ist der Expected Loss nicht größer als 2,07%. In 95,80% der Fälle tritt kein Verlust auf.



B. Level 2 – Management Analysis

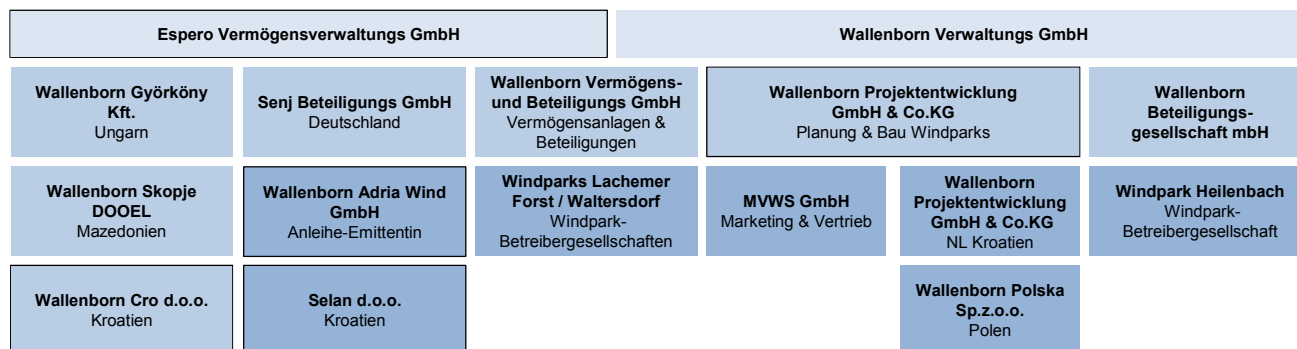
B.1 Struktur

Historie

Die Wallenborn Gruppe mit Hauptsitz in Klipphausen, Deutschland, ist eine mittelständische eigentümergeführte Unternehmensgruppe, die sich seit 2001 auf die Projektentwicklung und Betriebsführung von Windparks in Europa, mehrheitlich in Deutschland und Kroatien, spezialisiert hat. Sie deckt dabei im Rahmen der Projektentwicklung alle wesentlichen Leistungsbereiche – von der Standortsuche, technischen Planung, Bauleitung bis zur Inbetriebnahme – unternehmensintern ab.

Geschäftsführer der Unternehmensgruppe ist Hermann Wallenborn, der als Gründer und einziger Gesellschafter maßgeblich für die Geschäftsentwicklung verantwortlich ist. Die Gruppe beschäftigt insgesamt 14 Mitarbeiter im In- und Ausland.

Organisation



Die zentrale Gesellschaft zur Bearbeitung neuer Energieprojekte ist die Wallenborn Projektentwicklung GmbH & Co. KG mit Hermann Wallenborn als Geschäftsführer. Sie zeichnet für die Planung und den Bau neuer Windparks verantwortlich.

Die Espero Vermögensverwaltungs GmbH ist im Unternehmensverbund für die Verwaltung von Vermögensgegenständen und den ausländischen Beteiligungen verantwortlich. Gemäß Betriebsführungsverträgen mit den Windpark-Gesellschaften tritt sie zudem als technische und kaufmännische Betriebsführerin auf. Im Falle des Windpark Senj übernimmt die Wallenborn Cro d.o.o., die kroatische Tochter der Espero, die Betriebsführung.

Unternehmensführung

Hermann Wallenborn ist gelernter Handwerksmeister für Straßen- und Tiefbau und war in dieser Funktion von 1975 bis 1992 für verschiedene Unternehmen tätig. Zwischen 1993 und 2001 war Herr Wallenborn als Betriebsleiter und später als Geschäftsführer bei dem Hoch- und Tiefbauunternehmen Düchting Bau GmbH & Co. KG, Klipphausen, tätig. Seit 1998 ist er mit der Entwicklung und dem Bau von Windkraftprojekten beschäftigt. Zu seinen Referenzprojekten gehört unter anderem die Mitwirkung am Windpark Klettwitz, der zum Zeitpunkt der Inbetriebnahme im Jahr 2000 mit insgesamt 38 Vestas-Windkraftanlagen und einer Gesamtleistung von 62,7 MW der leistungsstärkste Windpark in Europa war. Die praktischen Erfahrungen im Baugewerbe und in der Projektentwicklung sind nach Meinung von Scope wesentliche Faktoren, die zur erfolgreichen Fertigstellung der bisherigen Windparks beigetragen haben.

Finanzstruktur

Die Unternehmensgruppe weist eine dezentrale Struktur ohne Ergebnisabführungsverträge auf und generiert ihre Umsätze je nach Leistungsbereich in den jeweiligen Gesellschaften. Aufgrund dessen ist eine Gesamtbeurteilung der wirtschaftlichen Situation nur eingeschränkt möglich. Die Wallenborn Gruppe dokumentiert Ihre finanzielle Situation transparent gegenüber Scope durch die Vorlage der testierten Jahresabschlüsse der Espero Vermögensverwaltungs GmbH und der Wallenborn Projektentwicklung GmbH & Co. KG über die letzten drei Jahre.

Dabei zeigen sich bei der Wallenborn Projektentwicklung GmbH & Co. KG die für einen Projektentwickler typischen periodenübergreifenden Schwankungen der Vermögens- und Ertragsstruktur. Im Geschäftsjahr 2011 stand der Gesamtleistung in Höhe von 498 TEUR ein Jahresüberschuss von 162 TEUR gegenüber. Im Vor-

jahr lag die erwirtschaftete Gesamtleistung bei 294 TEUR während ein Jahresfehlbetrag von 1,19 Mio. EUR ausgewiesen wurde.

Die Espero Vermögensverwaltungs GmbH umfasst unter anderem die revolvingenden Einnahmen aus der Betriebsführung und weist dementsprechend eine stabilere Gesamtleistung aus (2011: 694 TEUR, 2010: 622 TEUR). Der Jahresüberschuss betrug 2011 rund 19 TEUR im Vergleich zu rund 98 TEUR im Geschäftsjahr 2010, das überwiegend von der Auflösung von Rückstellungen positiv geprägt war.

Gemäß Bonitätsausweis der Creditreform Dresden vom 01.03.2013 verfügen die Espero Vermögensverwaltungs GmbH und die Wallenborn Projektentwicklung GmbH & Co. KG jeweils über eine mittlere Bonität.

Marktstanding

Die Wallenborn Gruppe ist erfolgreich am deutschen und kroatischen Markt vertreten. In Deutschland war Hermann Wallenborn im Zeitraum von 1998 bis 2012 an der Projektentwicklung sowie dem Wege- und Fundamentbau von insgesamt 12 Windparks mit einer kumulierten Leistung von rund 200 MW maßgeblich beteiligt oder leitend tätig. Die gesamte installierte Windenergieleistung in Deutschland betrug im Vergleichszeitraum rund 28.000 MW. In Kroatien belief sich per April 2012 die installierte Gesamtkapazität im Windenergiebereich auf rund 130 MW, was einem Anteil von 2% am Stromverbrauch des Landes entspricht. Der von der Wallenborn Gruppe geplante, gebaute und auch betriebene Windpark Senj umfasst mit seiner Nennleistung von 42 MW somit rund 32% der Stromproduktion durch Windenergieanlagen. Dementsprechend nimmt das Unternehmen eine bedeutende Position in der Entwicklung regenerativer Energiequellen im Land ein.

B.2 Fachkompetenz

Management

Das Asset Management ist organisatorisch in die Bereiche technische Betriebsführung und kaufmännische Betriebsführung aufgeteilt und erfolgt im Wesentlichen am Unternehmenshauptsitz in Klipphausen. Die kaufmännische Leitung obliegt Ute Fiedler, die in ihrem Aufgabenbereich von einer weiteren Mitarbeiterin unterstützt wird. Für die technische Betriebsführung zeichnet Simone Ullmann verantwortlich. Neben zwei Mitarbeiterinnen am Unternehmenshauptsitz besteht die Abteilung aus drei technischen Mitarbeitern am jeweiligen Standort der Windparks. Die Abteilungsleiterinnen, die beide seit Unternehmensgründung im Unternehmen beschäftigt sind, verfügen nachweislich über die erforderliche Expertise hinsichtlich einer erfolgreichen Betriebsführung der Windkraftanlagen.

Die Selan d.o.o., die für die Realisierung der Projekte in Kroatien mitverantwortlich ist, wird von Hermann Wallenborn und Robert Katalinić geleitet. Dabei ist Herr Katalinić hauptsächlich für die operative Geschäftsführung, Übersetzungstätigkeiten und die Koordination lokaler Partner zuständig.

Robert Katalinić ist ausgebildeter Fremdsprachenkorrespondent (Deutsch / Englisch / Italienisch) und war viele Jahre als Polizeikommissar für Immigration in Senj, Kroatien, tätig. Seine Sprachkenntnisse und regionale Vernetzung stellen nach Meinung von Scope einen wesentlichen strategischen Vorteil dar, um Verhandlungen mit kroatischen Partnern und Amtsträgern im Sinne der Wallenborn Gruppe zu gestalten.

Externe Partner

Die Wallenborn Gruppe wird in steuerlichen Fragen und im Bereich der Eigen- und Fremdkapitaleinwerbung bzw. Projektfinanzierung von H.P.O. Wirtschaftspartner Hansen, Petersen, Ohlsen Steuerberater, Unternehmensberater Steuerberatungsgesellschaft in Partnerschaft („H.P.O.“), Flensburg, beraten. Die Geschäftsbeziehung besteht seit mehreren Jahren. Es ist kritisch anzumerken, dass indirekte wirtschaftliche Verflechtungen, namentlich eine 10%ige Beteiligung der H.P.O. Beteiligungsgesellschaft an der Senj Beteiligungs Gesell-

schaft mbH, die wiederum die 100%ige Gesellschafterin der Anleihe-Emittentin Wallenborn Adria Wind GmbH ist, bestehen.

Wesentlicher Lieferant der Windenergieanlagen und Partner in der Wartung und Instandhaltung der Anlagen ist die Vestas Wind Systems A/S („Vestas“) bzw. ihre entsprechenden Landesniederlassungen. Vestas ist, neben GE Wind Energy, mit rund 49.000 ausgelieferten Windenergieanlagen bei einer Gesamtleistung von rund 55.000 MW Weltmarktführer in diesem Segment.

Darüber hinaus arbeitet die Wallenborn Gruppe mit der Availon GmbH (ehemals SSB Service GmbH) zusammen, die seit 2007 als unabhängiger Anbieter von WEA-Serviceleistungen am Markt vertreten ist. Unternehmensangaben zufolge betreut Availon Anlagen mit einer Gesamtleistung von rund 1.000 MW weltweit. Somit verfügt die Wallenborn Gruppe über eine kompetente Alternative, um die technische Leistung der Anlagen sicherzustellen.

Investitionsprozesse

In der Projektentwicklung sind abteilungsübergreifend sieben Mitarbeiter tätig, die den verantwortlich zeichnenden Hermann Wallenborn in den verschiedenen Projektphasen unterstützen.

Die Projektentwicklung beginnt mit der Vorplanungsphase, in der Potentialflächen einer ersten wirtschaftlichen Analyse unterzogen werden. Die Projektauswahl wird durch eine standardisierte Checkliste gestützt, welche die Themengebiete Standort-Vorplanung, Flächensicherung, Gutachten, Baugenehmigungsverfahren, Netzanschlussverfahren und Kostenermittlung detailliert abdeckt und die wesentlichen Entscheidungskriterien übersichtlich darstellt.

Die finalen Investitionsentscheidungen werden hauptverantwortlich von Herrn Wallenborn als Geschäftsführer getroffen. Das Fehlen eines mehrköpfigen Investmentkomitees ist im Wesentlichen auf die Unternehmensgröße und geringe Anzahl von Entscheidungsträgern zurückzuführen.

Die Wallenborn Gruppe legt in den verschiedenen Phasen der Projektentwicklung großen Wert auf den ständigen Kontakt bzw. Austausch mit Vertragspartnern und Behörden sowie einer permanenten Kontrolle des Projektfortschritts. Bezüglich Bauleitung und -überwachung erfolgt die Kontrolle durch einen Mitarbeiter der Unternehmensgruppe, der als Baufacharbeiter und Meister im Hochbau über 35 Jahre Erfahrung in diesem Handwerksbereich besitzt. Neben lokalen Mitarbeitern erfolgt die Überwachung ausländischer Projekte direkt durch die Geschäftsführung. Die regelmäßige Präsenz vor Ort ist hierbei integrativer Bestandteil, der insbesondere bei der erfolgreichen Entwicklung des Windparks Senj I ein entscheidender Faktor gewesen ist.

Asset Management

Die kaufmännische Betriebsführung umfasst die Schwerpunktbereiche Rechnungswesen/Controlling der inländischen und ausländischen Gesellschaften und Windparks. Dabei wird auf professionelle Software-Lösungen zurückgegriffen. Durch ein stringentes Vier-Augen-Prinzip erfolgt eine konstante Überwachung der Zahlungsvorgänge. Die Freigabe von projekt- und windparkbezogenen Zahlungen erfolgt stets in Absprache mit der technischen Betriebsführung, um die Korrektheit der Zahlungshöhe und des Zahlungszeitpunktes zu gewährleisten. Die im Rahmen des Controllings durchgeführten Kostenplanungen sowie Liquiditäts- und Wirtschaftlichkeitsberechnungen unterliegen permanenter Revision und tragen wesentlich zur Kalkulierbarkeit der Projekt- und Betriebsausgaben bei.

Ziel der technischen Betriebsführung ist primär die Sicherstellung des Anlagenbetriebs und die Minimierung der Stillstandszeiten. Die Wallenborn Gruppe schließt diesbezüglich grundsätzlich Vollwartungsverträge ab, die einerseits klare Verantwortlichkeiten und Handlungsmaßnahmen festhalten und andererseits auch wesent-

lich zur Kalkulierbarkeit operativer Ausgaben beitragen. In diesem Zusammenhang erfolgt eine enge Zusammenarbeit mit den externen Serviceteams, die im Rahmen der Vollwartungsverträge für die Wartung / Instandhaltung und Störungsbehebung verantwortlich sind. Die Wallenborn Gruppe hat die diesbezüglichen Maßnahmen gegenüber Scope ausführlich dokumentiert und demonstriert. Positiv hervorzuheben ist die durchgängige Betriebskontrolle mithilfe externer Fernüberwachungssysteme, die neben den technischen und meteorologischen Echtzeit-Daten und der direkten Steuerung der Windturbinen (insbesondere deren An- und Abschaltung) eine Vielzahl von Analyse- und Berichtsoptionen beinhalten.

Risikomanagement

Die Wallenborn Gruppe verfügt über ein der Unternehmensgröße entsprechendes Risikomanagement, das im Wesentlichen in die Abläufe der kaufmännischen und technischen Betriebsführung eingegliedert ist und nicht als formalisiertes eigenständiges System angesehen werden kann. Im Rahmen der täglichen Berichterstattung, die insbesondere Ertragsdaten und die technische Verfügbarkeit beinhalten und an die Geschäftsführung und kaufmännische Leitung adressiert ist, werden die Liquiditätsplanungen zeitnah angepasst und notwendige Handlungsmaßnahmen zur Sicherung der Anlagenverfügbarkeit getroffen. Des Weiteren erhalten die betreffenden Wallenborn-Mitarbeiter alle Störungsmeldungen ad hoc per Email und SMS, um die weitere Bearbeitung durch die Serviceteams vor Ort zu überwachen.

B.3 Performance

Portfolio under management

Die Wallenborn Gruppe betreibt derzeit vier Windparks, davon drei in Deutschland und den Windpark Senj in Kroatien. Die kumulierte Leistung der Windparks beträgt 84,5 MW, was dem Strombedarf von ca. 63.800 Vier-Personen-Haushalten entspricht.

Name	Lage	Investitionsvolumen	Anzahl der WEA	Gesamtleistung	Inbetriebnahme
WP Lachemer Forst	Niedersachsen	6,8 Mio. EUR	3	4,5 MW	2000
WP Waltersdorf I	Thüringen	30,0 Mio. EUR	12	24 MW	2003
WP Heilenbach	Rheinland-Pfalz	18,5 Mio. EUR	7	14 MW	2005
WP Senj I	Kroatien	80,0 Mio. EUR	14	42 MW	2010
Gesamt		135,3 Mio. EUR	36	84,5 MW	

Performance

Hinsichtlich der finanziellen Performance zeigen sich bei den Windparks deutliche Unterschreitungen, die im Wesentlichen durch geringere Ertragsergebnisse verursacht wurden. In diesem Zusammenhang sei erwähnt, dass die Windgutachten zum Anfang des Jahrtausends aufgrund der Starkwindjahre 1990 bis 1995 systematisch zu hohe Winderträge prognostiziert hatten, die folglich zu einer Vielzahl von Planunterschreitungen in der Windenergiebranche in Deutschland geführt haben.

Dem steht eine positiv zu erwähnende technische Verfügbarkeit gegenüber. Gemäß Vollwartungsvertrag ist der Anlagenhersteller verpflichtet, eine 97%ige Verfügbarkeit zu garantieren und entsprechende Ausgleichszahlungen zu leisten. Unter Nichtberücksichtigung der Jahre der Inbetriebnahme dokumentiert die Wallenborn Gruppe eine Verfügbarkeit von durchschnittlich 98% auf Jahresebene, in Spitzenzeiten bis zu 99%. Demzufolge spiegeln sich der Aufwand der Betriebsführung und die proaktive Überwachung in der technischen Leistung der Anlagen wider.

C. Level 3 – Special Influences

Innerhalb von Level 3 wird im Rahmen eines Notching Verfahrens auf besondere, das Risikoprofil der analysierten Anleihe betreffende, Einflussfaktoren eingegangen. Im Mittelpunkt stehen hierbei die rechtlichen Rahmenbedingungen sowie Markteinflüsse soweit sie noch nicht hinreichend in Level 1 oder Level 2 berücksichtigt wurden.

Vorliegend wurden 3 Notches abgezogen. Abzüge erfolgen im Hinblick auf die mögliche Verwässerung der Besicherung, das allgemeine regulatorische Umfeld von Investitionen in erneuerbare Energien und ein Länderrisiko im Hinblick auf die gesamte wirtschaftliche Lage in Kroatien (siehe nachfolgend unter „Wesentliche Risiken“ und „Market“).

C.1. Legal Framework

Emittentin, Anleihestruktur, Mittelverwendung, Kündigung und Rückzahlung der Anleihe

Emittentin der Anleihe ist die Wallenborn Adria Wind GmbH, Dresden. Die Geschäftstätigkeit der Emittentin beschränkt sich im Wesentlichen auf das Halten der Gesellschaftsanteile an ihrer 100%igen Tochter, der kroatischen Selan d.o.o. Der Erfolg der Emittentin ist maßgeblich von dem Betrieb des Windparks in Kroatien durch die Selan d.o.o. abhängig. Hinter der Entwicklung des Projekts Senj I stehen Unternehmen der Wallenborn Gruppe. Deren geschäftsführender Gesellschafter, Herr Hermann Wallenborn, ist zugleich Geschäftsführer der Emittentin, der Betreibergesellschaft des Projekts Senj I und der Selan d.o.o. Die Wallenborn Gruppe plant, das Projekt Senj I um acht Windenergieanlagen zu erweitern („Projekt Senj II“). Die Emittentin begibt zu 7% p.a. verzinsliche Inhaber-Teilschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zum 31.07.2018 im Gesamtnennbetrag von bis zu 80,00 Mio. EUR. Die Emittentin plant die Begebung einer weiteren Schuldverschreibung zur Realisierung des Projekts Senj II.

Das Projekt Senj I ist über ein Darlehen der HSH Nordbank AG finanziert, die Restvaluta beträgt zum Zeitpunkt der Prospektaufstellung ca. 60 Mio. EUR. Diese Finanzierung soll durch einen Teil der Erlöse der Anleiheemission refinanziert werden. Sollten diese nicht ausreichen, um die bestehende Finanzierung zu refinanzieren, wird die Emittentin das Angebot zum Kauf der Teilschuldverschreibungen vorzeitig beenden und erhaltene Angebote nicht annehmen.

Die Emittentin erzielt bei Vollplatzierung einen Nettoemissionserlös i.H.v. von rd. 74,50 Mio. EUR. Dieser soll verwendet werden für: (a) die Gewährung (A) eines Gesellschafterdarlehens unter dem Gesellschafterdarlehensvertrag i.H.v. 52,72 Mio. EUR an die Selan d.o.o. und (B) einer Eigenkapitaleinlage i.H.v. von 10,78 Mio. EUR in die Selan d.o.o., die der Refinanzierung des Projekts Senj I sowie der Finanzierung des Erwerbs der Senj II-Projektrechte dienen; (b) die Zahlung von 8,50 Mio. EUR für den Erwerb von 15,64% Gesellschaftsanteile der Selan d.o.o. (die restlichen 84,36% werden von der Gesellschafterin als Sacheinlage in die Emittentin eingebracht) sowie (c) die Zahlung i.H.v. 2,80 Mio. EUR auf das Zinsreservekonto der Emittentin.

Die Emittentin ist zur vorzeitigen Kündigung von Schuldverschreibungen i.H.v. von bis zu 10% des emittierten Anleihevolumens berechtigt. Die Kündigung erfolgte pari passu gegenüber allen Anleihegläubigern. Die Emittentin hat sich verpflichtet, die von ihr an der Selan d.o.o. gehaltenen Gesellschaftsanteile während der Laufzeit der Anleihe nicht zu veräußern. Eine ordentliche Kündigung durch Zeichner ist ausgeschlossen. Ein Kontrollwechsel bei der Emittentin berechtigt jeden Anleihegläubiger zur Ausübung einer Rückzahlungsoption. Der am Ende der Anleihelaufzeit noch ausstehende Refinanzierungsbetrag wird voraussichtlich nicht durch das Projekt Senj I erwirtschaftet werden können. Die Finanzplanung der Emittentin sieht eine ordentliche Rückzahlung der Anleihe bzw. eine Ansparung von Rückzahlungsbeträgen in Höhe von rund 20% des ursprünglichen Anleihevolumens während der Laufzeit vor. Die vollständige Rückzahlung hängt von einer erfolgreichen Refinanzierung ab, die wiederum an die Bonität der Emittentin zu diesem Zeitpunkt gekoppelt ist.

Rangordnung, Besicherung und Begebung weiterer Wertpapiere

Die Verpflichtungen aus den Schuldverschreibungen stellen nicht nachrangige und besicherte unmittelbare unbedingte Verpflichtungen der Emittentin dar. Sie stehen im gleichen Rang mit allen anderen besicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin, sofern diese nicht kraft zwingender gesetzlicher Regelung Vorrang haben. Rechtsgrundlage für die Begebung der Teilschuldverschreibung sind die §§ 793 ff. BGB. Generell behält sie sich gemäß Ziffer 8.12 der Anleihebedingungen vor, jederzeit ohne Zustimmung der Anleihegläubiger weitere Inhaber-Teilschuldverschreibungen mit im Wesentlichen gleicher Ausstattung wie die vorliegend zur Zeichnung angebotene Schuldverschreibung in der Weise zu begeben, dass sie mit diesen zu einer einheitlichen Serie von Schuldverschreibungen konsolidiert werden können. Zudem bleibt die Begebung von weiteren Anleihen, die keine Einheit bilden, oder von anderen Schuldtiteln sowie Finanzprodukten der Emittentin vorbehalten.

Die Anleihe ist mit Sicherheiten auf (a) Ebene der Gesellschafterin der Emittentin (Verpfändung der Gesellschaftsanteile an der Emittentin) und (b) auf Ebene der Emittentin (Verpfändung des Zinsreservekontos und des Tilgungsansparkontos, Verpfändung der Gesellschaftsanteile an der Selan d.o.o., Sicherungsabtretung der Ansprüche aus dem Gesellschafterdarlehens-, dem Treuhand-, dem Zahlstellen-, dem Platzierungs- und dem Dienstleistungsvertrag) sowie (c) auf Ebene der Selan d.o.o. (Sicherungsabtretung der Ansprüche aus den Senj I-Projektverträgen, Verpfändung der Versicherungsforderungen, Verpfändung der Windenergieanlagen von Zinsanspar- und Tilgungsansparkonten sowie bestimmten weiteren Projektkonten und Schuldanerkenntnissen (zadužnice) besichert. Hierzu errichtet die Emittentin u.a. ein Zinsreservekonto und hinterlegt auf diesem einen Betrag in Höhe von 2,8 Mio. EUR aus Mitteln der Anleiheemission (Kontoauflösung grundsätzlich nicht vor 2023). Zudem errichtet die Selan d.o.o. ein Zins- und ein Tilgungssparkonto. Der Treuhandvertrag ist für die besicherten Gläubiger ein echter Vertrag zugunsten Dritter nach § 328 BGB. Der Vertrag ist beidseitig ordentlich zum Jahresende kündbar, die Kündigung des Treuhänders wird erst zum Zeitpunkt rechtswirksam, zu dem ein neuer Treuhänder rechtswirksam bestellt ist, vgl. Ziffer 13.3 Treuhandvertrag. Treuhänder ist die Rödl Treuhand Hamburg GmbH Steuerberatungsgesellschaft.

Wesentliche Risiken

Verwässerung der Besicherung: Der Gesellschafterdarlehensvertrag und die Anleihebedingungen sehen vor, dass die Aufnahme von Fremdkapital durch die Emittentin und durch die Selan d.o.o zur Realisierung des Projekts Senj II möglich ist. Weitere Verbindlichkeiten können mit den Schuldverschreibungen gleichrangig oder ihnen gegenüber sogar vorrangig sein. Eine Begebung weiterer Schuldverschreibungen kann zu einer Verwässerung der Besicherung führen und der Kurs bisher emittierter Schuldverschreibungen kann dann aufgrund des größeren Angebotes sinken. Unbeschadet der Besicherung besteht ein Risiko eines teilweisen oder vollständigen Verlustes der Kapitaleinlagen der Anleger und der Zinsansprüche.

Änderungen von Vergütungsrechtsgrundlagen: Der Einspeisetarif liegt für das Jahr 2013 bei 0,7846 HRK/KWh (entspricht 0,1035 EUR/KWh) und gilt für das Projekt Senj I bis zum 15.12.2022, es erfolgen Inflationsanpassungen. Gleichwohl liegt ein wesentliches Risiko für die Geschäftsentwicklung der Emittentin und der Selan d.o.o. in der Änderung der geltenden Gesetze. In Kroatien prägen gegenwärtig überwiegend untergesetzliche Rechtsakte das regulatorische Umfeld erneuerbarer Energien, die Regierung hat für das Jahr 2013 den Erlass eines EEG-Gesetzes angekündigt. Eine Aufrechterhaltung oder Ausbau der derzeitigen Fördermaßnahmen oder deren Systematik kann nicht garantiert werden, hieraus könnten wirtschaftliche Nachteile für die Zeichner der Schuldverschreibung erwachsen. Zukünftige – auch über bereits beschlossene Kürzungen hinausgehende und unter Umständen auch rückwirkende – Änderungen von Vergütungsätzen sind nach Ansicht von Scope im Bereich erneuerbarer Energien nicht auszuschließen, und auch die Erhebung von Sondersteuern ist denkbar. Vergütungsabsenkungen und/oder Deckelungen der geförderten Strommengen erfolgten in der jüngeren

Vergangenheit jedenfalls in Frankreich, Großbritannien, Italien und in Spanien (hier mit rückwirkender Wirkung) sowie in Tschechien.

Allgemeine Rechts-, Steuerrisiken: Nach einer kroatischen Rechtsvorschrift können Forderungen aus einem mit dem Netzbetreiber, der HROTE, abgeschlossenen Einspeisevertrag nur zugunsten solcher Personen abgetreten oder verpfändet werden, die den Bau der Anlagen finanziert haben, auf die sich der abgeschlossene Einspeisevertrag bezieht. Unklar ist, wie diese Regelung zu interpretieren ist und ob sie auch auf Einspeiseverträge angewendet wird, die vor der Einführung der ab Juni 2012 geltenden Tarife abgeschlossen wurden (wie der zum Projekt Senj I geltende Einspeisevertrag). Die neue Regelung wurde lediglich in Form einer untergesetzlichen technischen Vorschrift eingeführt, insoweit bestehen grundsätzliche Zweifel, ob auf diesem Wege die Freiheit der Abtretung bzw. Verpfändung von Forderungen wirksam ausgeschlossen werden kann. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass ein kroatisches Gericht das Pfandrecht an den Forderungen der Selan d.o.o. gegen die HROTE auf Zahlung der Einspeiseerlöse unter dem Einspeisevertrag als unwirksam ansieht, weil das Pfandrecht zugunsten des Treuhänders und nicht zugunsten einer Person bestellt wurde, die das Projekt Senj I finanziert hat. Änderungen der Steuergesetze oder von deren Auslegung können sowohl für die Emittentin und die Selan d.o.o., als auch für die Anleger zu steuerlichen Mehrbelastungen führen. Für die Zeiträume, für die noch keine steuerlichen Betriebsprüfungen erfolgt sind, können sich für die Unternehmen der Emittentin und der Selan d.o.o. Steuernachzahlungen ergeben. Sollten die hierfür gebildeten Steuerrückstellungen nicht ausreichend sein, könnten derartige Nachzahlungen die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittentin und der Selan d.o.o. negativ beeinflussen.

Insolvenzrisiken: Im Insolvenzfall wäre eine vollständige Bedienung der Anleihe nur zu erwarten, wenn die zur Besicherung der Anleihe gestellten Sicherheiten zu einem Erlös verwertet werden können, der der Höhe nach den noch offenen Ansprüchen der Zeichner entspricht. Dies ist üblicherweise nicht der Fall. Bei einer Insolvenz der Selan d.o.o. besteht das Risiko, dass das von der Emittentin an die Selan d.o.o. gewährte Gesellschafterdarlehen als ein eigenkapitalersetzendes Gesellschafterdarlehen angesehen wird. Dies wäre der Fall, wenn die Gesellschafter der Selan d.o.o. in einer Krise der Gesellschaft statt frischem Eigenkapital das Gesellschafterdarlehen gewährt hätten. In diesem Fall besteht das Risiko, dass die Emittentin als Gesellschafterin mit ihren Forderungen aus dem Gesellschafterdarlehen nur als nachrangige Gläubigerin angesehen wird. Die Rechtslage hinsichtlich der von der Selan d.o.o. zur Besicherung der Anleihe gestellten Sicherheiten ist im Übrigen unklar. Die Anfechtungsregelungen des kroatischen Konkursgesetzes sehen vor, dass Rechtshandlungen zur Besicherung eines eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehens oder einer gleichzustellenden Forderung ebenfalls angefochten werden können. Da kroatische Rechtsprechung zu dieser Frage nicht vorliegt, besteht das Risiko einer solchen Anfechtung. Soweit die Emittentin alleinige Gesellschafterin der Selan d.o.o. ist, ist sie nach dem Gesellschafterdarlehensvertrag nachrangige Gläubigerin.

Besteuerung

Besteuerung der Anleihezeichner: Zinsen, die aus der Selan d.o.o. stammen und an die Emittentin gezahlt werden, werden nach Artikel 11 des DBA Deutschland – Kroatien nur in der Bundesrepublik Deutschland besteuert. Soweit Anleger mit Wohnsitz oder gewöhnlichem Aufenthaltsort in Deutschland die Anleihe im steuerlichen Privatvermögen halten, stellen die Zinszahlungen aus den Inhaberteilschuldverschreibungen Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG dar, die dem Steuersatz des § 32d Abs. 1 EStG von 25% zzgl. Solidaritätszuschlag (Abgeltungsteuer) unterliegen. Veräußerungsgewinne oder -verluste stellen gleichfalls Einkünfte aus Kapitalvermögen dar. Soweit Anleger die Anleihe im Betriebsvermögen halten, werden vereinnahmte Zinsen als Betriebseinnahmen in der jeweiligen Einkunftsart erfasst (z.B. als Einkünfte aus Gewerbebetrieb). Die Einnahmen unterliegen dann bei natürlichen Personen dem persönlichen Einkommensteuersatz von maximal 45% zuzüglich Solidaritätszuschlag und bei juristischen Personen dem Körperschaftsteuersatz von maximal 45% zuzüglich Solidaritätszuschlag.

ersatz von 15% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Gehören die Einnahmen zu den Einkünften aus Gewerbebetrieb, unterliegen diese beim Anleger auch der Gewerbesteuer.

Besteuerung der Selan d.o.o.: Die Selan d.o.o. unterliegt der kroatischen Körperschaftsteuer. Der Steuersatz beträgt 20 % berechnet auf den Jahresüberschuss. Soweit Aufwendungen als nicht abziehbare Aufwendungen gelten, sind diese für Zwecke der Körperschaftsteuerberechnung wieder hinzuzurechnen sind. Hierzu zählen unter anderem Gesellschafterdarlehen, die entweder das Vierfache des vorhandenen Eigenkapitals übersteigen und/oder die einen Zinssatz von über 7% als Berechnungsgrundlage haben.

C.2 Liquidity/Fungability

Den Anleihegläubigern stehen Miteigentumsanteile an der Globalurkunde zu, die gemäß den Regelungen und Bestimmungen der Clearstream Banking AG übertragbar sind. Die Emittentin hat beantragt, die Schuldverschreibungen in das Marktsegment der Börse München aufzunehmen.

C.3 Market

Gesamtwirtschaftliche Lage: Kroatien leidet seit 2008 unter einer andauernden Wirtschaftskrise. Dem Land wird die Durchführung von Strukturreformen im Bereich von Staatsbetrieben und der im öffentlichen Sektor Beschäftigten ebenso empfohlen, wie Strukturreformen im Bereich der Rentenversicherung (Erhöhung des Renteneintrittsalters). Auch eine Zusammenarbeit mit dem IWF wird als Handlungsoption genannt. In 2012 wurde ein Haushaltsdefizit in Höhe von 4,6% des Bruttoinlandsproduktes erwartet, in 2011 betrug dieses noch 5,7%. Die Reduzierung beruht auf höheren Steuereinnahmen (u.a. durch eine Erhöhung der Umsatzsteuer auf 25%) und einer Reduzierung von Ausgaben. Bis Ende 2014 wird ein Anstieg der Staatsverschuldung auf rund 60% des Bruttoinlandsproduktes erwartet. Gleichzeitig ist die Regierung durch eine Politik der steuerlichen Entlastung der Wirtschaft bestrebt, Investitionen zu generieren. Im Haushalt des Jahres 2013 wird mit einem Haushaltsdefizit von 3,8% des Bruttoinlandsproduktes kalkuliert. Die Arbeitslosenquote belief sich Ende 2012 auf rund 20,4% bei steigender Tendenz. Im Übrigen ist Kroatien von der allgemeinen Entwicklung insbesondere der südlichen- und südöstlichen europäischen Volkswirtschaften stark betroffen. Der vollzogene Beitritt zur EU dürfte für sich alleine genommen keine ausreichenden Impulse vermitteln können, die aktuellen Probleme zu überwinden.

Energiemarkt Kroatien: Kroatien bietet aufgrund seiner geografischen Lage erhebliches Potenzial für die Nutzung erneuerbarer Energiequellen zur Erzeugung elektrischer Energie. Gleichzeitig gibt es großen Bedarf an Stromproduktion im Land, da derzeit bis zu 40% des Bedarfs mit Stromimporten gedeckt wird. Trotzdem haben erneuerbare Energieträger (ohne die bedeutende Wasserkraft) in Kroatien nur etwa 2,0% Anteil am Stromverbrauch des Landes. Nach Angaben des kroatischen Wirtschaftsministeriums betrug die installierte Leistung von EE-Anlagen im April 2012 insgesamt rund 153 MW (2007: 52 MW). Die meisten Kapazitäten wurden dabei in Windparks registriert (130 MW), gefolgt von Blockheizkraftwerken (10,5 MW) und Biogas- und Biomasseanlagen (6,6 MW beziehungsweise 5,7 MW). Für Solarenergie machten sie lediglich 0,55 MW aus und für Miniwasserkraftwerke 0,03 MW. Der Anteil der erneuerbaren Energien soll damit auf 1.490 MW bis 2020 steigen (1.200 MW Wind, 85 MW Biomasse, 100 MW kleine Wasserkraftwerke, 45 MW Solar, 40 MW Abfall, 20 MW Erdwärme). Als EU-Neumitglied ist Kroatien verpflichtet, die Rechtsprechung der Europäischen Union zu übernehmen und hat damit begonnen, den nationalen Energiesektor zu reformieren. Am 16. Oktober 2009 wurde die neue Energiestrategie mit Prognosen für die Zeit bis für 2020 der Republik Kroatien vom kroatischen Parlament verabschiedet. Nach dieser hat sich Kroatien zum Ziel gesetzt, den Treibhausgasausstoß bis zum Jahr 2020 um 20% zu senken, den Anteil erneuerbarer Energien um 20% zu steigern und durch energieeffiziente Maßnahmen den Energieverbrauch um 20% zu senken.

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für erneuerbare Energien wurden in Kroatien weitestgehend im Jahr 2007 geschaffen, wobei das Energiegesetz (Zakon o energiji), das Gesetz über den Handel mit elektrischer Energie (Zakon o tržištu električne energije) und die Schaffung eines Registers über erneuerbare Energien die wichtigsten Komponenten darstellen. Im Übrigen prägen gegenwärtig überwiegend untergesetzliche Rechtsakte das regulatorische Umfeld erneuerbarer Energien. Aufgrund der schleppenden Entwicklung beim Ausbau der erneuerbaren Energien erfolgte in Juni 2012 eine Anpassung der Einspeisevergütung für Strom aus erneuerbaren Energiequellen. Das Tarifsystem ist seit seiner Veröffentlichung am 06.06.2012 im kroatischen Amtsblatt Narodne novine (Nr. 63/2012) in Kraft. Hintergrund war, dass die Anwendung der alten Verordnung von 2007 mit einem übermäßigen Verwaltungsaufwand verbunden war und insgesamt beim Ausbau von EE-Quellen zu unbefriedigenden Ergebnissen beigetragen hatte. Mit der im Sommer verabschiedeten Anpassung der Einspeisetarife wird eine Kilowattstunde Windstrom künftig umgerechnet etwa zehn Cent vergütet, zuvor lag dieser Satz bei etwa neun Cent. Beschaffungen im Inland werden durch einen Tarifaufschlag honoriert. Im Vergleich zum alten Fördersystem wurde ferner die Laufzeit von festen Abnahmeverträgen für EE-Strom mit HROTE von 12 auf 14 Jahre verlängert. Das gilt nicht für bestehende Förderverträge. Darüber hinaus wurde erstmals auch die Messung und Abnahme von EE-Strom während eines Probebetriebs geregelt. Neben dem Tarifsystem wird derzeit auch das Energiegesetz überarbeitet und soll im Oktober 2013 vom kroatischen Parlament, dem Sabor, beraten und verabschiedet werden.



Asset Based Bond Rating

Inhaber-Schuldverschreibung, 2013/2018

IV. Pflichtangaben

Verantwortlichkeit

Unternehmen

Scope Ratings GmbH
Lennéstraße 5
D – 10785 Berlin

Phone +49 (0) 30 - 27891 - 0
Fax +49 (0) 30 - 27891 - 100
info@scoperatings.com • www.scoperatings.com

Geschäftsführer: Thomas Morgenstern
Amtsgericht Stuttgart HRB 354390
USt.-Identifikationsnummer DE 222618588

Analysten

Primary Analysten

Diana Lovrekovic (Lead Analyst)
Robert Bönisch (Management Analyst)
Martin Hartmann (Financial Analyst)

Ratingkomitee

Thomas Morgenstern (Managing Director)
Diana Lovrekovic (Rating Analyst)
Markus Lentz (Rating Analyst)
Robert Bönisch (Management Analyst)
Martin Hartmann (Financial Analyst)

Informationsquellen

- Anleiheprospekt
- Ausgewählte Verträge und sonstige Dokumente
- Financial Model
- Direkte Auskünfte

Durchführung

- Die Analyse wurde von der Scope Ratings GmbH unabhängig nach erfolgter Beauftragung erstellt.
- Der Auftraggeberin wurde ermöglicht, die Analyse vor der Veröffentlichung einzusehen und eine Stellungnahme abzugeben.
- Bei der Umsetzung des Ratings wurde die zum Zeitpunkt der Analyse aktuelle und gültige Ratingmethodik für Asset Based Bonds der Scope Ratings GmbH angewendet.
- Die Rechte der Veröffentlichung liegen ausschließlich bei der Scope Ratings GmbH.

Geschäftliche Verbindungen

- Zum Zeitpunkt der Analyse bestehen keine Beteiligungen der Scope Ratings GmbH an der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen. Ebenso bestehen keine Beteiligungen der Anbieterin sowie direkt oder indirekt mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen an der Scope Ratings GmbH.
- Die im Rahmen der Analyse beteiligten Analysten sowie die Geschäftsführung der Scope Ratings GmbH besitzen keine Anteile der vorliegenden Beteiligung oder an der Anbieterin.
- Weder die Scope Ratings GmbH noch mit ihr verbundene Gesellschaften sind an der Vermittlung von Neuemissionen analysierter Produkte beteiligt oder in den Vertrieb des vorliegenden Produktes involviert.
- Eine fakultativ entgeltliche Nutzung der Scope-Analyseergebnisse durch die Anbieterin liegt vor.
- Es besteht grundsätzlich die Möglichkeit verwandtschaftlicher Verhältnisse zwischen Personen der Scope Ratings GmbH und der Anbieterin.

Haftungsausschluss

Das vorliegende Dokument wurde von der europäischen Rating Agentur Scope Ratings im Rahmen eines Ratings erstellt. Dieses Dokument unterliegt damit den Bestimmungen der EU Verordnung Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates. Basierend auf diesen Regelungen beschränkt Scope Ratings die Verwendungsmöglichkeiten dieses Dokuments durch folgende Bestimmung: die Weitergabe des Rating-Dokuments, auch in Teilen, ist erst nach schriftlicher Genehmigung durch Scope Ratings gestattet. Alle in diesem Gutachten vorgenommenen Bewertungen beruhen auf Angaben, Dokumenten und Informationen, die öffentlich zugänglich waren oder vom Rating-Objekt oder dessen Umfeld zur Verfügung gestellt wurden. Das Rating wurde mit größtmöglicher Sorgfalt und nach bestem Wissen verfasst. Inhalt und Ergebnis stellen jedoch lediglich eine Meinungsäußerung der Scope dar. Für aufgrund des Rating-Gutachtens getroffene Entscheidungen und deren mögliche Schäden wird keine Haftung übernommen.



Kontakt

Scope Ratings GmbH

Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5

10785 Berlin

T: +49 (0)30 27891-0

F: +49 (0)30 27891-100

Service: +49 (0)30 7891-300

info@scoperatings.com

www.scoperatings.com