

Creditreform Rating Summary

Informationstableau			
Emittentin: KSW Immobilien GmbH & Co. KG		Emissionsrating:	
Emission:	6,5 % besicherte Teilschuldverschreibungen	BBB-	
WKN:	A12UAA	Erstellt am:	08.09.2014
ISIN:	DE000A12UAA8	Gültig bis:	07.09.2015
Creditreform ID:	3150454048		
Emittentin:	KSW Immobilien GmbH & Co. KG Karl-Heine-Str. 2 D-04229 Leipzig		
Branche:	Immobilien		
Hinweis:			
Diese Creditreform Rating Summary basiert auf dem Bericht über das Rating der Emission /Teilschuldverschreibungen mit der WKN: A12UAA / ISIN: DE000A12UAA8 der Emittentin KSW Immobilien GmbH & Co. KG. Im Zweifelsfall sind die Ausführungen im Bericht über das Emissionsrating heranzuziehen. Das Rating unterliegt keinen Einschränkungen und Hinweisen.			

Summary

Bei der Immobilienanleihe handelt es sich um auf Inhaber lautende Teilschuldverschreibungen der Emittentin KSW GmbH & Co. KG. Auf Basis des § 1 Abs. 2 der Anleihebedingungen und des Prospekts begründen die Teilschuldverschreibungen gegenüber den Anleihegläubigern unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und über einen Treuhänder **dinglich und schuldrechtlich besicherte** Verbindlichkeiten der Emittentin, die untereinander gleichrangig sind und mindestens im gleichen Rang mit allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin stehen, ausgenommen solche Verbindlichkeiten, denen auf Grund zwingender gesetzlicher Vorschriften Vorrang zukommt. Die Teilschuldverschreibungen sind frei übertragbar. Die Emission hat ein Gesamtvolumen von bis zu 25,0 Mio. EUR. Der Erlös aus der Anleihe ist maßgeblich für die Entwicklung und Errichtung des Hotel- und Restaurantensembles Kosmos in zentraler Lage von Leipzig angedacht. Unter Berücksichtigung von Emissionskosten in Höhe von ca. 1,4 Mio. EUR (ca. 5,6 % des Emissionsvolumens) plant die Emittentin bei vollständiger Platzierung der Emission einen Netto-Emissionserlös in Höhe von rd. 23,6 Mio. EUR aus den hier analysierten Teilschuldverschreibungen. Die Emittentin ist nicht berechtigt, die Anleihe aufzustocken, womit eine Verwässerung von zu bestellenden Sicherheiten ausgeschlossen ist. Gleichwohl kann die Emittentin weitere Schuldverschreibungen begeben.

Die KSW Immobilien GmbH & Co. KG beabsichtigt, auf dem Areal Gottschedstraße 1 Ecke Dittrichring 11 in Leipzig ein Vier-Sterne-Hotel mit Restaurantbetrieb sowie einem weiteren Restaurant im 5. Ober- und Dachgeschoss einschließlich einer Skybar und einem Restaurant im Erd- und Untergeschoss (das Projekt „Hotel- und Restaurantensemble Kosmos“) zu errichten. Dafür sollen zwei neoklassizistische Palaisbauten rekonstruiert und saniert werden. Das ehemalige so genannte und denkmalgeschützte Kosmos-Haus in der Gottschedstraße 1 soll derart umgebaut werden, dass nur noch die historische Fassade des ehemaligen Kosmos-Hauses stehen bleibt. Auf dem benachbarten, freistehenden Areal am Dittrichring 11 soll ein Neubau errichtet werden. Die Grundstücke haben eine Gesamtgröße von ca. 2.356 qm. Das Hotel- und Restaurantensemble Kosmos soll nach den derzeitigen Planungen 8 Geschosse bzw. das Keller-/Unter- und das Erdgeschoß sowie 6 Obergeschosse umfassen. Nach den aktuellen Planungen soll das Hotel- und Restaurantensemble Kosmos eine Bruttogeschoßfläche (BGF) von ca. 13.023 qm haben. Von der geplanten Bruttogeschoßfläche sollen sich ca. 10.674 qm auf das geplante Hotel (einschl. 31 Tiefgaragenplätze)

und ca. 2.349 qm auf zwei Restaurants inkl. Skybar erstrecken. Im Mietermix entfallen damit voraussichtlich ca. 82 % auf das Hotel und voraussichtlich ca. 18 % auf die Restaurants einschließlich Skybar. Das geplante Hotel wird nach den derzeitigen Planungen 177 Zimmer und davon 9 Suiten beherbergen. Des Weiteren wird das Hotel nach den derzeitigen Planungen ein eigenes Restaurant (neben den zwei weiteren hotelunabhängigen Restaurants) beherbergen, das durch das Hotel betrieben werden soll. Das hoteleigene Restaurant wird sich nach den derzeitigen Planungen im Erdgeschoss befinden, die beiden hotelunabhängigen Restaurants in den Stockwerken 5 und 6. Eine modern gestaltete Lobby mit hoteleigener Bar und Lounge im Erdgeschoss wird die zukünftigen Gäste empfangen. Zwischen Stockwerk 1 und Stockwerk 5 liegen die eleganten Zimmer mit exquisit geplanter Ausstattung. Der Frühstücksbereich befindet sich im Erdgeschoss. Aufgrund des in der Mitte integrierten Atriums soll das gesamte Gebäude mit Licht durchflutet werden. Zudem soll das Hotel nach den aktuellen Planungen einen großzügigen Wellnessbereich in Stockwerk 4 mit Blick auf die Thomaskirche beherbergen. Darüber hinaus soll im geplanten Hotel eine individuell teilbare Konferenz- und Tagungsfläche entstehen. Daneben können die Hotelgäste und externe Gäste auch die weiteren Restaurants im Hotel- und Restaurantensemble Kosmos und insbesondere die Skybar mit Blick auf die Thomaskirche nutzen.

Für das Hotel hat die Emittentin mit der **Sol Meliá Deutschland GmbH**, einem Tochterunternehmen der Meliá Hotels International S.A., am 25.02.2013 einen **Hotelpachtvertrag über 20,5 Jahre** mit zwei pächterseitigen Verlängerungsoptionen à 5 Jahren geschlossen (für ca. 82 % der BGF). Dieser Pachtvertrag wurde am 02./16.10.2013 und am 22.07.2014 durch Nachtragsvereinbarungen ergänzt. Das Hotel soll entsprechend dem Pachtvertrag mit der Sol Meliá Deutschland GmbH den baulichen Vorgaben für die Klassifizierung als **Vier-Sterne Hotel** nach den Vorgaben des Deutschen Hotel- und Gaststättenverbands (DEHOGA) zum Zeitpunkt der Prospekterstellung entsprechen. Der Pächter wird das Hotel unter der Marke „INNSIDE by Meliá“ betreiben. Die Errichtung und Ausstattung des Hotels erfolgt nach der zwischen der Emittentin und dem Pächter gemeinsam abgestimmten Planung, Bau- und Ausstattungsbeschreibung und den allgemeinen Standards der Marke „INNSIDE by Meliá“. Die Parteien haben als Referenzobjekt das „INNSIDE by Meliá“ Hotel Düsseldorf Derendorf benannt. Die Emittentin konnte sich mit dem Pächter auf die Vereinbarung einer festen Pacht einigen. Für die Anlaufphase des Hotelbetriebs ist in den ersten drei Jahren eine Staffelung der Pacht und danach eine Wertsicherung vereinbart. Als **Pachtsicherheit** zu Gunsten der Emittentin ist eine **harte Patronatserklärung** der Konzernmuttergesellschaft des Pächters, der **Meliá Hotels International S.A.**, am 01.09.2014 ausgelegt worden. Zusätzlich dazu erhält die Emittentin als Sicherheit eine jährlich zu erneuernde **Bankbürgschaft** in Höhe von drei Monatspachten. Projektübliche Kündigungsmöglichkeiten sind für die Pächterin installiert. Für das Restaurant im Erdgeschoss und das Restaurant einschließlich Skybar mit Dachterrasse im 5. Obergeschoss und Dachgeschoss steht die Emittentin derzeit in Verhandlungen mit potenziellen Pächtern bzw. Mietern (für ca. 18 % der BGF), wobei die Restaurants im veredelten Rohbau / gastrofertig errichtet werden sollen. Die unsererseits durchgeführte Überprüfung der Bonität des Hotelpächters und der Patronatsgeberin sowie eines möglichen Mieters/Pächters für die beiden Restaurants inkl. Skybar zeigen derzeit keine wesentlichen Auffälligkeiten.

Zuletzt erforderliche Änderungen des bestehenden Bebauungsplans für das Areal des Hotel- und Restaurantensembles Kosmos wurden bis 02.08.2014 öffentlich ausgelegt. Der **geänderte Bebauungsplan** wurde **am 16.07.2014 als Satzung** beschlossen. Dementsprechend hat die Stadt Leipzig in der weiteren Folge am 05.09.2014 die **Baugenehmigung** erteilt. Auch da im Vorfeld **Vereinbarungen mit relevanten Nachbarn** geschlossen wurden, sieht das KSW-Management - unter Berücksichtigung der Nebenbestimmungen der Baugenehmigung - keine Sachverhalte, die nunmehr gegen den Übergang in die Realisierungsphase und die erste Teilbaufreigabe sprechen. Der **Baustart** für das Hotel- und Restaurantensemble Kosmos ist noch für Sommer 2014 und die **Fertigstellung** derzeit für Frühjahr 2016 mit Eröffnung des Hotels voraussichtlich am 01.03.2016 und damit vor der Buchmesse 2016 geplant. Die Projektsteuerung wird intern durch einen Spezialisten mit „Hotelerfahrung“ erfolgen. Ein namhafter, erfahrener externer Projektsteuerer soll für das gesamte Projekt hinzu gezogen werden. Die Emittentin plant, die Gewerke grundsätzlich in vier Blöcken zu vergeben (VOB-Verträge und andere Werkverträge), wobei KSW teils die Planung und Bauausführung übernimmt. Die Emittentin plant, wesentliche **Gewerke** drei- bis viermal auszuschreiben, die Angebote auf Qualität und Massen zu prüfen und sehr weitgehend im Detail zu verhandeln. Dies hat nach Ansicht der Emittentin zum einen den Effekt, dass während des Ausschreibungsprozesses das qualitativ beste Angebot entwickelt werden kann. Zum anderen führt dies dazu, dass für den Fall, dass ein beauftragtes Unterneh-

men ausfällt, die Verhandlungen und das Projekt quasi nahtlos mit einem anderen Auftragnehmer fortgesetzt werden könnten und dies in der Regel mit einem sehr überschaubaren Zeit- und Mehraufwand verbunden wäre. Bau- und Werkverträge wurden zum Analysezeitpunkt auskunftsgemäß noch nicht vergeben, jedoch sind die Verhandlungen teils sehr weit fortgeschritten. Die unsererseits selektiv durchgeführten Bonitätsprüfungen potenzieller Vertragspartner hinsichtlich der Bau- und Gewerkevergabe zeigten zum aktuellen Zeitpunkt keine wesentlichen Auffälligkeiten. Nach der vollständigen Errichtung des Hotel- und Restaurantensembles und auf Basis der Pacht im dritten Jahr wird der extern zum Bewertungsstichtag 1. März 2019 ermittelte **Investmentwert** der als Sicherheit dienenden Liegenschaft mit **30,3 Mio. EUR** beziffert. Die **Gesamtinvestitionskosten** werden bei Unterstellung des zeitnahen Beginns und planmäßiger Fertigstellung des derzeitigen Planungskonzepts mit rd. **27,0 Mio. EUR** inkl. 5% Baukostenreserve veranschlagt.

Die Teilschuldverschreibungen sind insbesondere mit einer **erstrangig dinglich/grundpfandrechtlich zu bestellenden Grundschuld** iHv. von 25,0 Mio. EUR zzgl. 18% p.a. Zinsen und 5% Nebenleistungen für den Treuhänder zu Gunsten der Anleihegläubiger zu besichern. Die Grundschuld ist wie vorbezeichnet faktisch simultan auf den eigenen Grundstücken/Liegenschaften der Emittentin bzw. im Grundbuch des Amtsgerichtsbezirks Leipzig, Grundbuchamt Leipzig wie folgt einzutragen: Blatt Nr. 6238, Gemarkung Leipzig, Flurstück 2324/2 (1.488 qm), Dittrichring 11; Blatt Nr. 5753, Gemarkung Leipzig, Flurstück 2326 und 2325 (799 qm), Gottschedstraße 1; Blatt Nr. 21512, Gemarkung Leipzig, Flurstück 2323/4 (69 qm), Zentralstraße 1. Die **Eintragung im ersten Rang** wird jedoch nur erreicht, wenn das Darlehen der Internationale Bankhaus Bodensee AG (IBB AG) vollständig zurückgeführt wird und die diesbezüglich als Sicherheit eingetragenen Grundschulden in Höhe von summiert 7,5 Mio. EUR (Vorranggrundschuld) gelöscht werden. Auf Grund des Mindestemissionsvolumens der Anleihe in Höhe von 20 Mio. EUR ergeben sich rechnerisch ausreichende Finanzmittel, um die derzeitigen Valuta bzw. Ansprüche der IBB AG in Höhe von voraussichtlich ca. 5,3 Mio. EUR inkl. Zinsen und Kosten vollständig bedienen zu können. Eine konkrete Reihenfolge der Mittelverwendung ist zwar nicht prospektiert, jedoch sollen die Mittelzuflüsse aus dem Emissionserlös zunächst und mithin faktisch vorrangig für die Bedienung der Ansprüche der IBB AG verwendet werden, um die prospektierte erstrangig dingliche Besicherung zu gewährleisten. Darüber hinaus ist zunächst auch ein Betrag in Höhe von zwei Jahreskuponen auf ein Treuhandkonto zur Sicherstellung der ersten beiden Zinszahlungen zu leisten. Auf Basis der Treuhandstruktur in Verbindung mit dem Mindestemissionsvolumens der Anleihe in Höhe von 20,0 Mio. EUR sind sowohl die Bewirkung der faktisch erstrangig dinglichen Besicherung zu Gunsten der Anleihegläubiger als auch die Dotierung des Treuhandkontos nach unserer Meinung obligatorisch. Eine Überprüfung ist jedoch erst nach Platzierung der Anleihe möglich. Eine Platzierungsgarantie ist nicht existent. Bei Minderplatzierungen, die sich auf Grund des Mindestemissionsvolumens iHv. 20,0 Mio. EUR ausschließlich zwischen 20,0 und 25,0 Mio. EUR bewegen können, gehen wir in Abhängigkeit vom tatsächlichen Emissionsvolumen legitimerweise von einem quotal reduzierten Grundpfandrecht aus. Basierend auf den Anleihebedingungen und dem Treuhandvertrag interpretieren wir keine Möglichkeit zur Stellung von **Ersatzsicherheiten** im engeren Sinne.

Neben der dinglichen Sicherheit wurden **weitere Sicherheiten** installiert. Hierzu zählen die bei der Emittentin geführten und an den Treuhänder verpfändeten **Erlöskonten** und die beim Treuhänder geführten **Thesaurierungskonten** (Anderkonten). Aus dem Emissionserlös ist ein Thesaurierungskonto in Höhe von zwei Jahreskuponen zu dotieren, um in Abhängigkeit vom platzierten Emissionsvolumen die ersten beiden Kuponzahlungen sicherzustellen. Sämtliche Ansprüche und Rechte aus dem Pachtvertrag für das geplante Hotel- und Restaurantprojekt auf den Projektgrundstücken (**Hotelpachtansprüche**), insb. aus dem 20,5-Jahres-Hotelpachtvertrag mit der Sol Meliá Deutschland GmbH, sind sicherungshalber exklusiv zu Gunsten der Anleihegläubiger abgetreten. Sämtliche Ansprüche und Rechte aus der Verpachtung der geplanten Restaurants inkl. der Skybar auf den Projektgrundstücken sind sicherungshalber ebenfalls exklusiv zu Gunsten der Anleihegläubiger abgetreten (**Restaurantpacht- und -mietansprüche**). Die Ansprüche aus dem vollständigen oder teilweisen Verkauf des Hotel- und Restaurantensembles sind auch sämtlich an den Treuhänder abgetreten (**Verkaufserlöse**). Sämtlich weitere Ansprüche der Emittentin gegen Dritte, insbesondere aus Umsatzsteuererstattungen sind ebenso an den Treuhänder abgetreten (**weitere Ansprüche**). Sowohl sämtliche Ansprüche und Rechte aus Versicherungen im Zusammenhang mit der Errichtung des Hotel- und Restaurantensembles (**Versicherungsansprüche**), als auch sämtliche Ansprüche und Rechte aus den Verträgen im Zusammenhang mit der Errichtung des Hotel- und Restaurantensembles inkl. Vertragserfüllungsbürgschaften aus Bau- und Werkverträgen (**Bauansprüche**) sind zur Sicherung der Gläubigeransprü-

che auch an den Treuhänder abgetreten. **Positiv- und Negativverpflichtungen** für die Emittentin wurden installiert. Den Anleihegläubigern stehen u.a. bei unzulässiger Aufstockung der Anleihe, bei unzulässiger Ausschüttung, bei Kontrollwechsel, bei Verkauf sowie bei Verletzung der Mitteilungsverpflichtung Kündigungsrechte zu. Hierfür sind teils 10 % des Nennkapitals erforderlich.

Zur Wahrung der Rechte und Pflichten wurde ein entsprechender Vertrag mit einem Treuhänder geschlossen. **Treuhänder** ist die Rödl Treuhand Hamburg GmbH Steuerberatungsgesellschaft. Faktisch ist über die Aufgaben des Treuhänders auch eine Mittelverwendungskontrolle im Weitesten Sinne installiert. Dem Treuhänder obliegt die Verwaltung und Verwertung von Sicherheiten gemäß § 7.3 des Treuhandvertrags über die gesamte Laufzeit der Emission. Grundsätzlich besteht das Risiko, dass der Treuhänder seine gesetzlichen und vertraglichen Verpflichtungen verletzt. Auch auf Grund seines Berufsstandes leiten wir hieraus maximal ein Eventualrisiko ab.

Den Emissionserlös in Höhe von insgesamt bis zu 25,0 Mio. EUR vereinnahmt die Zahlstelle. Die Emittentin verpflichtet sich durch Weisungen an die Zahlstelle sicher zu stellen, dass der Emissionserlös faktisch auf die **Erlöskonten** der Emittentin überwiesen wird. Diese Konten sind sicherungsweise zu Gunsten des Treuhänders verpfändet (**Mittelverwendungstreuhand I**) und mit einem Sperrvermerk zu versehen, sodass nur mit Zustimmung des Treuhänders darüber verfügt werden kann. Der Treuhänder verpflichtet sich, diese Erlöse treuhänderisch zu verwalten. Auch in Bezug auf die Verwendung des Emissionserlöses nimmt der Treuhänder somit zentrale Aufgaben wahr. Die Verwendung des Emissionserlöses unterliegt auf Grund der Bestimmungen des Treuhandvertrags faktisch der Mittelverwendungskontrolle durch den Treuhänder. Auf den Erlöskonten vorhandene Emissionserlöse dürfen zwischenzeitlich nur in Tagesgeld, Termingeld und Festgeld bei den kontoführenden Instituten investiert werden. Auch diese Konten sind an den Treuhänder zu verpfänden, die Verfügung darüber bedarf auf Grund des Sperrvermerks ebenfalls der Zustimmung des Treuhänders. Resultierende (Zins-)Erträge werden den Erlöskonten zugerechnet.

Sofern das **Mindestemissionsvolumen in Höhe von 20,0 Mio. EUR** nicht bis zum 02.10.2014 gezeichnet wird, wird die Emission abgebrochen und es erfolgt keine Zuteilung bzw. werden erfolgte Zuteilungen rückabgewickelt. Den Zeichnern sind die zu diesem Zeitpunkt gegebenenfalls vorhandenen Emissionserlöse faktisch vollständig zurückzuzahlen. Der Treuhänder hat als Verwalter der Erlöskonten darauf hinzuwirken. Die Emission der analysierten Teilschuldverschreibungen unterliegt daher der beschriebenen Auflage. Szenarien bei Minderplatzierungen zwischen 20 Mio. EUR bis 25 Mio. EUR sind grundsätzlich vorhanden. In diesem Fall könnten nach Darstellung der Emittentin bei entsprechendem Projektfortschritt aus der Nachplatzierung der Anleihe - wie bei vergleichbaren Marktteilnehmern - weitere Finanzmittel zufließen, um somit insgesamt die planerischen Gesamtinvestitionskosten des Projekts in Höhe von rd. 27 Mio. EUR im Zeitablauf sicherzustellen. Gegebenenfalls könnte parallel auf anderweitig verfügbare, projekt- und branchenspezifische Ergänzungsfinanzierungen zurückgegriffen werden, um eine möglicherweise noch verbleibende Finanzierungslücke zu schließen. Aus dem (teilweisen) Verkauf des Projekts könnten zwischenzeitlich ebenfalls zusätzliche Finanzmittel eingehen. Ausgehend von dem Szenario der Vollplatzierung der hier analysierten Teilschuldverschreibungen in Höhe von insgesamt 25,0 Mio. EUR soll der Netto-Emissionserlös in Höhe von 23,6 Mio. EUR - ohne dass eine feste Reihenfolge vorgeschrieben ist - maßgeblich für die Entwicklung, den (Um-)Bau und die Errichtung sowie den Vertrieb des Hotel- und Restaurantensembles verwandt werden. Die aus dem Mindestemissionsvolumen zu bedienende IBB AG hat für die am 30.06.2014 ausgelaufenen Darlehensverträge mit Schreiben vom 03.09.2014 erklärt, bis zum 31.10.2014 keine Vollstreckungsmaßnahmen aus den Darlehensvereinbarungen uns Sicherheiten zu veranlassen. Über die Sicherstellung des Mindestemissionsvolumens der Anleihe soll auch der Finanzierungsnachweis für die Meliá Unternehmensgruppe erbracht werden.

Der Treuhänder verpflichtet sich, die Mittel jeweils freizugeben, damit diese Beträge auf ein freies Konto bei der Emittentin oder dem Zahlungsempfänger überwiesen werden können. Die Verwendung des Emissionserlöses ist auf Basis der Freigaberfordernisse nach unserer Meinung grundsätzlich plausibel. Faktisch wird der überwiegende Teil des Emissionserlöses zur Finanzierung des Projekts bzw. der Liegenschaft/Immobilie verwandt. Dies erfolgt insbesondere gegen Stellung von Sicherheiten. Der Treuhänder nimmt hinsichtlich der Verwendung des Emissionserlöses und insgesamt in der Konstruktion der hier analysierten Anleihe eine essentielle Stellung ein. Faktisch ist über die Aufgaben des Treuhänders auch eine

Mittelverwendungskontrolle im weitesten Sinne installiert. Diese erstreckt sich neben der oben dargestellten Mittelverwendung im Zusammenhang mit dem Emissionserlös (**Mittelverwendungstreuhand I**) auch auf die Mittelverwendung aus der operativen Tätigkeit der Emittentin bzw. aus der Vermietung/Verpachtung, aus weiteren Finanzierungen (inkl. Pflichteinlagen der Gesellschafter in Höhe von 2,0 Mio. EUR) und aus entsprechenden (Teil-)Veräußerungen vor und nach Fertigstellung des Hotel- und Restaurantensemble Kosmos (**Mittelverwendungstreuhand II**).

Im Falle der Insolvenz der Emittentin kann der Insolvenzverwalter von dem gesetzlichen **Absonderungsrecht** Gebrauch machen bzw. wird der Treuhänder für die Sicherheiten nach § 7.3 des Treuhandvertrags faktisch verpflichtet sein, dieses Recht gegenüber dem Insolvenzverwalter geltend zu machen. Der Verwertungserlös aus der dinglichen Sicherheit (Grundsschuld) steht somit ausschließlich den Gläubigern der hier analysierten Teilschuldverschreibungen zu. Für die an den Treuhänder abgetretenen Ansprüche und Rechte sowie verpfändeten Konten der Emittentin (z.B. Erlöskonten) sowie beim Treuhänder geführte Anderkonten (Thesaurierungskonten) gilt Ähnliches. Der Wert der Besicherung zu Gunsten der Gläubiger der hier analysierten Teilschuldverschreibungen über die gesamte Laufzeit ist zum Teil ungewiss. So wird im Immobilienbewertungsgutachten insbesondere auf die Pachteinnahmen im dritten Jahr nach Fertigstellung abgestellt. Erst mit fortschreitender Fertigstellung insgesamt sowie der Übergabe und der Generierung von Pachtzahlungen steigt nach unserer Meinung die Werthaltigkeit der Immobilie/Liegenschaft bzw. ist hierüber der ausgewiesene Investmentwert in Höhe von 30,3 Mio. EUR sukzessiv zu bestätigen. Im Zuge der Realisierung sind auf Basis des Immobilienbewertungsgutachtens anpassungsbedingt auch gewisse Wertunterschiede möglich. Der mögliche Verkauf von Teileigentum ist ebenfalls zu berücksichtigen. Grundsätzlich sind daher Residualgrößen anzusetzen. Zudem bestehen grundsätzlich immobilien- und projektspezifische Risiken (z.B. Verzögerungen, Projekt- und Kostenanpassungen, Pachtvertrags-, Marktpreis- und Verkaufsrisiken, mängelfreie Übergabe, etc.).

Ein konkreter Verwertungserlös für die als Sicherheit dienende Liegenschaft kann nicht ermittelt werden und bedarf in gestressten Szenarien entsprechender Korrekturen. Überschlüssig gehen wir hinsichtlich der bei Vollplatzierung der Teilschuldverschreibungen als Sicherheit dienenden Immobilie/Liegenschaft bzw. insgesamt der installierten Sicherheiten in gestressten Szenarien von Risikoabschlägen auf den im Immobilienbewertungsgutachten ausgewiesenen Investmentwert über die Laufzeit der Teilschuldverschreibungen aus. Die Risikoabschläge reichen über die Errichtungs- und Betriebsphase bis zum geplanten Exit von 2,5 % bis zu 35 % zuzüglich kalkulatorischen Verwertungskosten von 1,5 % bis 3,5 % in einzelnen Szenarien. In unseren Szenarien sind keine zwischenzeitlichen (Teil-)Verkäufe berücksichtigt und wir gehen von der Sicherstellung der Gesamtfinanzierung der derzeitigen Projektkalkulation aus. Nach unseren Berechnungen für mögliche Szenarien über die Laufzeit der Teilschuldverschreibungen ergeben sich bei durchschnittlicher Betrachtung von gestressten Szenarien erwartete Rückzahlungsquoten die ausreichen, um die hier analysierten, insbesondere erstrangig grundpfandrechlich besicherten Teilschuldverschreibungen noch vollständig an die Anleihegläubiger zurückzuführen. Über die unsererseits aufgestellten, risikoorientierten Szenarien berechnen wir ein durchschnittliches Loan-to-Value (LTV) von ca. 99,9 %, was maßgeblich für unsere Ratingeinschätzung ist. Diese Einschätzung wird durch die Installation des treuhänderisch verwalteten Sicherheitenpakets sowie die Konstruktion der Anleihe insgesamt gestützt.

Fazit

Der Wertpapierprospekt für die analysierten Teilschuldverschreibungen in der Fassung vom 10.09.2014 wurden von der luxemburgischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier - „CSSF“) am 10.09.2014 gebilligt. Darüber hinaus standen umfassende Informationen und Unterlagen für Analysezwecke zur Verfügung.

Die Mittel aus der Anleihe sind für ein prospektiertes Projekt vorgesehen, das über die Laufzeit der Anleihe planerisch einziger Bestandteil der operativen Tätigkeit der Emittentin ist. Vor dem Hintergrund weist die Anleihe keinen Blind-Pool-Charakter auf. Insbesondere die Verbesserung der Besicherungsposition der Anleihegläubiger über den Projekt-Fertigstellungsgrad als auch die Realisierung des geplanten/prognostizierten Erfolgs aus den damit verbundenen Verkaufstransaktionen können künftig die Einschätzung des Ratings ändern. Auf Grund der Mikro- und Makrolage, der Marktentwicklungen in dem relevanten Segment und insgesamt der Strukturierung des Projekts handelt es sich unseres Erachtens um ein attraktives Gesamtvorhaben mit entsprechenden Vermarktungschancen. Die Teilschuldverschreibungen sind maßgeblich gekennzeichnet durch faktisch erstrangige dingliche/pfandrechtliche Besicherungen sowie weitere Besicherungen in Form diverser Abtretungen und Pfandrechten an Konten sowie Sicherungsrechte an Thesaurierungskonten. Ausschließlich den Anleihegläubigern stehen bei Insolvenz der Emittentin die Sicherheiten zur Verwertung zu. Ein externer Treuhänder nimmt im Außenverhältnis für die Anleihegläubiger die Rechte aus den Sicherheiten wahr. Die Planungen der Emittentin sind in operativer Hinsicht positiv und zeigen in Szenarien der Emittentin die Fähigkeit zur Rückführung der Anleihe aus den erwirtschafteten Cashflows - die Umsetzung des derzeitigen Projektstands und die Sicherstellung der hierfür erforderlichen Gesamtfinanzierung vorausgesetzt. Von vorzeitig möglichen (Teil-)Rückführungen der Anleihe zu bestimmten Terminen soll insbesondere bei planmäßigem Projektverlauf Gebrauch gemacht werden. Bei projekt- oder verkaufsbedingten Verzögerungen bestehen in zeitlicher Hinsicht durch die fünfjährige Gesamtlaufzeit planerisch entsprechende zeitliche Reserven, ohne nachzeitigem Stand unter Veräußerungsdruck agieren zu müssen.

Insbesondere nach Sicherstellung des Mindestemissionsvolumen (20,0 Mio. EUR) der hier analysierten Anleihe bis zum 02.10.2014, des Eingangs der Pflichteinlage der Gesellschafter (2,0 Mio. EUR, teils in bar geplant) und der Generierung einer - bei Bedarf - durch die Muttergesellschaft KSW GmbH besicherten Kontokorrentlinie (0,5 Mio. EUR) sind ca. 83 % der planerischen Gesamtinvestitionskosten inkl. Kostenreserve in Höhe von ca. 27,0 Mio. EUR bereits finanziert. Auf Basis des Projektfortschritts insgesamt geht das Management nicht von wesentlichen Projektänderungen und Mehrkosten aus. In Kombination mit einer intensiven Planungsphase für das Projekt in enger Abstimmung mit Meliá Hotels sowie weiteren potenziellen Pächtern für die verbleibenden Pachtflächen, resultierend in der vorliegenden Baugenehmigung, scheinen die weiter aufgezeigten Optionen zur Sicherstellung der derzeit erforderlichen Gesamtfinanzierung für das geplante Projekt und damit die vollständige Projektumsetzung nach unserer Meinung realisierbar. Typische Projektierungs-/Entwicklungs- und Errichtungsrisiken sowie immobilienbranchenspezifische Risiken sind jedoch grundsätzlich kennzeichnend für das Gesamtvorhaben der Emittentin bis zum Exit der Anleihe. Diese können teils unvorhersehbar sein, teils können diese auch eine höhere Schwere als vielleicht planerisch antizipiert nach sich ziehen. Insgesamt kann hieraus zusätzlicher Finanzierungs- und Liquiditätsbedarf bestehen. Auch die anleihespezifische Restlaufzeit in Kombination mit Finanzierungsalternativen hat Einfluss auf das Rating. Dies hat wiederum insgesamt Einfluss auf die Werthaltigkeit der treuhänderisch für die Anleihegläubiger verwalteten Sicherheiten. Rein technisch ist unserer Meinung nach ein geeignetes Sicherungskonstrukt zu Gunsten der Anleihegläubiger etabliert. Wir weisen explizit darauf hin, dass sich grundsätzlich die Werthaltigkeiten über die Laufzeit der Anleihe und somit auch das Rating über die Laufzeit der Anleihe ändern kann.

Die Erkenntnisse im Rahmen der Analyse der Emission zeigen, dass die Gläubigeransprüche, unter Beachtung der Risikogrößen, nach dem heutigen Kenntnisstand aller Voraussicht nach in den aufgestellten Szenarien überwiegend vollständig bedient werden können. Insgesamt beurteilen wir die Emission mit der WKN: A12UAA / ISIN: DE000A12UAA8 unter Berücksichtigung von szenariobasierten, risikoadjustierten Loan-to-Value(LTV)-Größen mit einem Rating von **BBB-**. Die Emission weist **somit eine stark befriedigende Güte** auf.

Disclaimer

Maßgeblich für die Durchführung eines Ratings ist der auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlichte „Verhaltenskodex der Creditreform Rating AG“. Die Creditreform Rating AG erarbeitet danach systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt ihre unabhängige und objektive Meinung über die Zukunftsfähigkeit, die Risiken und die Chancen des beurteilten Unternehmens bzw. der beurteilten Emission zum Stichtag, an dem das Rating erteilt wird.

Künftige Ereignisse sind ungewiss, ihre Vorhersage beruht notwendigerweise auf Einschätzungen. Das Rating ist somit keine Tatsachenbehauptung, sondern eine Meinungsäußerung. Die Creditreform Rating AG haftet daher nicht für Schäden, die darauf beruhen, dass Entscheidungen auf ein von ihr erstelltes Rating gestützt werden. Diese Ratings sind auch keine Empfehlungen für Investoren, Käufer oder Verkäufer. Sie sollen von Marktteilnehmern (Unternehmen, Banken, Investoren etc.) nur als ein Faktor im Rahmen von Unternehmens- oder Anlageentscheidungen betrachtet werden. Sie können Eigenuntersuchungen und Bewertungen nicht ersetzen.

Wir unterstellen, dass die uns vom Mandanten zur Verfügung gestellten Dokumente und Informationen vollständig sind sowie deren Inhalt korrekt ist und dass vorgelegte Kopien unverändert und vollständig den Inhalt der Originale wiedergeben. Die Creditreform Rating AG übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der verarbeiteten Informationen.

Dieser Bericht ist urheberrechtlich geschützt. Die gewerbsmäßige Verwertung, ohne eine schriftliche Zustimmung der Creditreform Rating AG, ist unzulässig. Um die Gesamtaussage des Inhaltes nicht zu verfälschen, darf grundsätzlich nur der vollständige Bericht veröffentlicht werden. Auszüge dürfen nur mit Zustimmung der Creditreform Rating AG verwendet werden. Eine Veröffentlichung des Ratings ohne Kenntnis der Creditreform Rating AG ist nicht zulässig. Ausschließlich Ratings, die auf der Internetseite der Creditreform Rating AG veröffentlicht sind, sind als aktuell anzusehen.

Creditreform Rating AG

Kontakte

Creditreform Rating AG
Hellersbergstraße 11
D-41460 Neuss

Telefon +49 2131 / 109 - 626
Telefax +49 2131 / 109 - 627
E-Mail info@creditreform-rating.de
www.creditreform-rating.de

Vorstand: Dr. Michael Munsch
Aufsichtsratsvorsitzender: Prof. Dr. Helmut Rödl
HR Neuss B 10522

KSW Immobilien GmbH & Co. KG
Karl-Heine-Str. 2
D-04229 Leipzig

Telefon +49 341 / 98 9984 - 00
Telefax +49 341 / 98 9984 - 99
E-Mail: info@ksw-leipzig.de
www.ksw-leipzig.de/de/anleihe

Geschäftsführer (Komplementärin):
Jörg Zochert
HR Stuttgart A 16729