

Ratingbegründung

12. Juli 2016	
Emissionsrating:	BBB+
Ausblick:	Stabil
Emittentin / Ratingbasis:	
<p>Emittentin der Fixed Rate Secured Notes ist das belgische Unternehmen Solar Chest S.A. (Solar Chest), das sich zu 100 % im Eigentum von Kommunen und Provinzen der Wallonischen Region befindet. Emissionsdatum ist der 30. Juni 2015. Finanzierungszweck der Anleihe ist der Erwerb von 4.138.462 Grünstromzertifikaten zum gesetzlich garantierten Mindestpreis von € 65 (exkl. Umsatzsteuer) von der Elia System Operator S.A./N.V. (Elia).</p> <p>In diesem Zusammenhang haben wir die Bonität der Elia am 12. Juli 2016 mit A- bewertet.</p>	
Betrag: € 275 Mio.	
Laufzeit:	
<ul style="list-style-type: none">■ Tranche 1 € 75,0 Mio.: 06.2020■ Tranche 2 € 100,0 Mio.: 06.2021■ Tranche 3 € 100,0 Mio.: 06.2022	
Tilgung: feste Rate	
Verpflichtungserklärung:	
<ul style="list-style-type: none">■ Gesetzlich garantierte Mindestrückkaufverpflichtung durch Elia■ Grünstromzertifikatskäufe, Transaktions-, betriebliche und Zinskosten, die an Elia berechnet werden, sind durch Tarifumlagen für öffentliche Service Verpflichtungen („levy“) gedeckt■ Verpfändung der Bankkonten, Forderungen, Zertifikate und Wertpapiere an die Anleihe- und andere besicherte Gläubiger■ Liquiditätsreserve € 2,5 Mio.■ Gewährung Vorauszahlungen gemäß Anforderung durch Elia	
Kündigungsrechte:	
<ul style="list-style-type: none">■ Insolvenzen Elia and Solar Chest■ Vorfälligkeitsklauseln■ andere außerordentliche Kündigungsrechte	

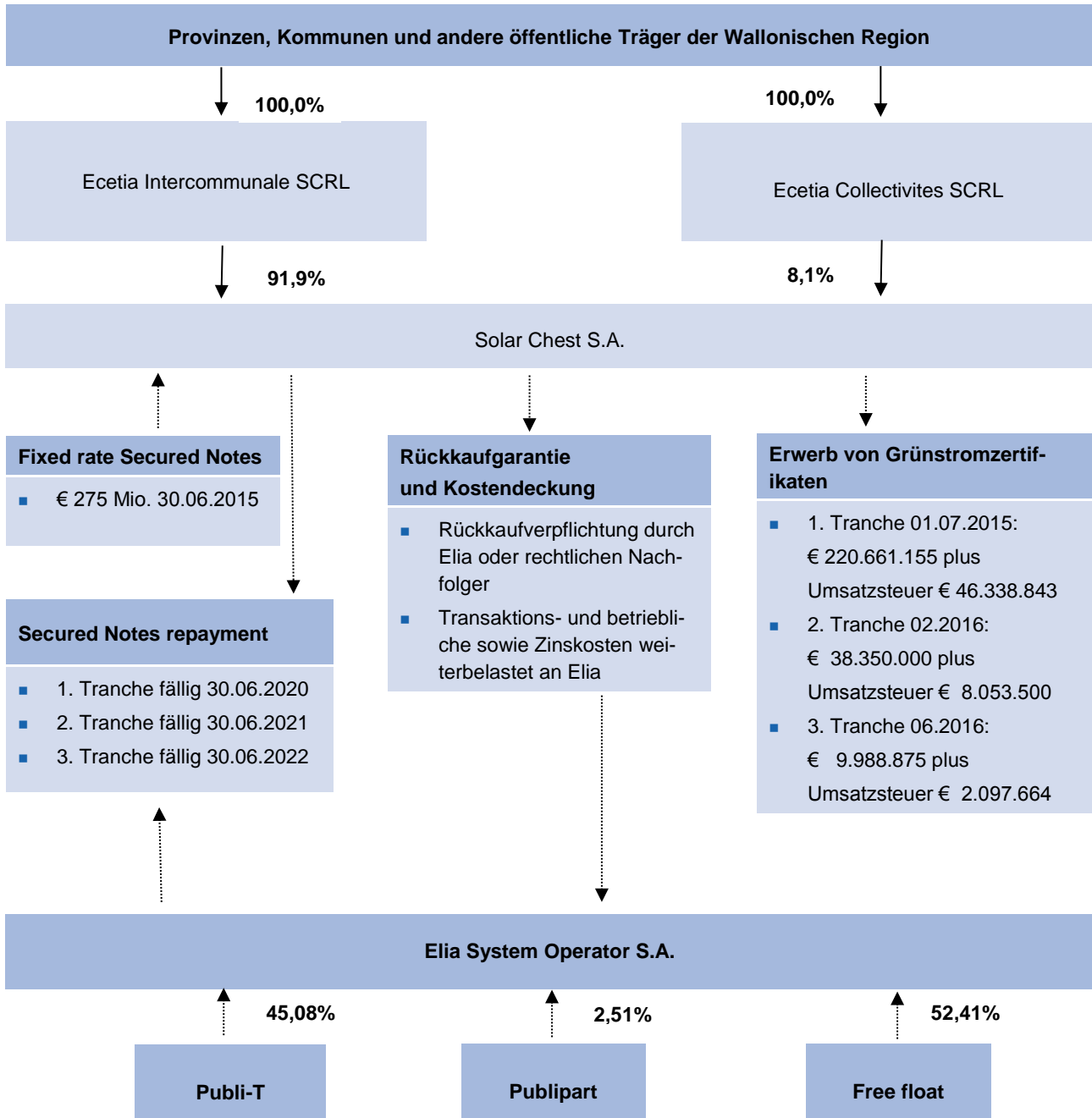
Euler Hermes Rating bestätigt das Rating der Fixed Rate Secured Notes mit einem Emissionsvolumen von € 275 Mio. mit BBB+. Ausschlaggebend für das Emissionsrating sind die Rückkaufgarantien im Zusammenhang mit dem Erwerb der Grünstromzertifikate durch Solar Chest von Elia in Verbindung mit dem Emittentenrating der Elia sowie der gesetzliche und regulatorische Rahmen.

Wesentliche Elemente des gesetzlichen Rahmens sind das Dekret vom 12. Dezember 2014, mit dem das Wallonische Parlament die Solar Chest beauftragt hat, Grünstromzertifikate (€ 269 Mio. zuzüglich Umsatzsteuer) zu kaufen, um den Stromtarif in der Wallonischen Region zu stabilisieren. Ausschlaggebend für eine hohe Rückführungsquote sind aus unserer Sicht die Anleihebedingungen (Offering Circular) sowie das gesetzliche und vertragliche Reservierungsverfahren, die eine garantierte (vorzeitige) Rückkaufverpflichtung der Zertifikate zum gesetzlich definierten Mindestkaufpreis durch den lokalen Übertragungsnetzbetreiber (LTSO) vorgibt. Entsprechend des regulatorischen Auftrages werden die Zinsen sowie Aufwendungen für die Transaktion und Administration durch Elia getragen. Zugleich wird Elia ermächtigt, finanzielle Belastungen, sonstige Transaktions- und betriebliche Kosten sowie sämtliche im Zusammenhang mit der Rückabwicklung nicht vermarktungsfähiger Zertifikate entstehenden Kosten nach Maßgabe der durch den föderalen Regulierer (CREG) genehmigten Budgets und begründeten Budgetüberschreitungen über künftige Tarifumlagen an die Kunden weiter zu belasten.

Gläubigerschutzrechte sind unseres Erachtens angemessen ausgestaltet und umfassen sehr weitreichende Kontrollrechte der zuständigen Regulierungsbehörden (CWaPE, CREG). Wir halten die finanzielle Flexibilität der Solar Chest unter Berücksichtigung der Liquiditätsreserve in Höhe von € 2,7 Mio. zum 30. Juni 2016, eines vertraglichen Überbrückungskredites durch Elia in Höhe von € 2,1 Mio. (30. Juni 2016) zur Vorfinanzierung der Umsatzsteuer durch den Kauf der 3. Tranche der Grünstromzertifikate zum 23. Juni 2016, der Möglichkeit, Abschlagszahlungen von Elia anzufordern, sowie Nachschusspflichten durch Elia bei Budgetüberschreitungen, für ausreichend. Positive Faktoren sind unseres Erachtens die Verpfändung der Bankkonten, Forderungen, Zertifikate und Wertpapiere an die Anleihe- und anderen besicherten Gläubiger sowie die Mittelverwendungskontrolle über externe Treuhänder. Die Sonderkündigungsrechte, bspw. bei Insolvenzen der Elia und Solar Chest sowie Vorfälligkeitsklauseln sind unseres Erachtens angemessen ausgestaltet. Vertraglich ist die Reservierung an die Konzession des Netzbetreibers (Ablauf 17. September 2022) geknüpft. Durch den Übergang der Rücknahmeverpflichtung auf den Rechtsnachfolger wird bei einem vorzeitigen Wechsel des Übertragungsnetzbetreibers aus unserer Sicht der Gläubigerschutz gesichert. Positiv bewerten wir die vertragliche Gleichbehandlungsklausel gegenüber den unbesicherten Bond Gläubigern auf Elia Ebene, um die Kapitaldienstfähigkeit zu sichern. Die Einflussnahme der öffentlichen Hand auf Solar Chest durch 100 %ige kommunale Beteiligungen beurteilen wir positiv.

Insgesamt leitet sich aufgrund der Transaktionsstruktur und der Emissionsbedingungen die Abhängigkeit des Emissionsratings der Solar Chest S.A. von der Bonität des Emittenten Elia (A-) ab. Hierdurch senken wir die Bewertung der Emission der Solar Chest um einen Notch auf BBB+.

Transaktionsstruktur



Disclaimer

Der Auftrag zur Durchführung des Emissionsratings der Fixed Rate Secured Notes wurde am 25. März 2015 durch die Solar Chest S.A. (Auftraggeberin) mit Zustimmung der Ecetia Intercommunale SCRL (jPöR) und der Elia System Operator S.A./N.V. erteilt. Der Unternehmensbesuch der Elia System Operator S.A./N.V. fand am 27. April 2016 statt. Die Zusammenfassung des Ratingberichts der Elia System Operator S.A./N.V. bzw. der hier vorliegende Ratingbericht wurden an die Solar Chest S.A. am 8. September bzw. 13. Juli 2016 übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 12. Juli 2016 geprüft und in der vorliegenden Fassung genehmigt. Wird dieses Rating nicht veröffentlicht, bezieht sich das Rating auf diesen Stichtag. Im Falle einer Veröffentlichung des Ratings auf den Internetseiten der Ratingagentur (www.eulerhermes-rating.com) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums werden die Entwicklung der Unternehmen Solar Chest S.A., Elia System Operator S.A./N.V., Ecetia Intercommunale SCRL (jPöR) and Ecetia Collectivites SCRL (jPöR) und deren Umfeld weiter überwacht. Für die gerateten Unternehmen bestehen uneingeschränkte Auskunftspflichten gegenüber der Euler Hermes Rating GmbH für diesen Zeitraum und für die Elia System Operator S.A./N.V. in Übereinstimmung mit der abgeschlossenen Monitoringvereinbarung der Parteien. Veränderungen der Ratingeinschätzung durch die Ratingagentur führen zu einer Veränderung der veröffentlichten Ratingnote, sodass die im Internet veröffentlichte Note jederzeit die aktuelle Ratingbeurteilung darstellt. Nach Ablauf des Monitoring-Zeitraums ist ein Folgerating erforderlich, um die Veröffentlichung aufrechtzuerhalten.

Solar Chest S.A. ist allein und exklusiv verantwortlich für sämtliche materiell wesentlichen Fehler oder Auslassungen in den Dokumenten und Informationen, die durch Solar Chest S.A. offen und bereitwillig als Antwort auf unsere Informationsanforderungen geliefert wurden. Die in allen wesentlichen Gesichtspunkten Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen und exklusiven Verantwortungsbereich der Auftraggeberin Solar Chest S.A.

Das Rating ist nicht als Empfehlung zur Teilnahme an bestimmten Fazilitäten zu verstehen. Jeder Empfänger der Informationen muss seine eigene unabhängige Analyse, Kreditbeurteilung und sonstige Prüfungen und Bewertungen durchführen, die zu abschließenden Entscheidung über eine Teilnahme an bestimmten Fazilitäten üblich und notwendig sind. Es wird darauf hingewiesen, dass Zusammenfassungen von Verträgen, Gesetzestexten und anderen Dokumenten im Bericht nicht das Studium der entsprechenden vollständigen Texte und die Anleihebedingungen im Hinblick auf die Fixed Rate Secured Notes und andere hiermit in Verbindung stehende Verträge ersetzen können. Zum Zeitpunkt der Weitergabe der Informationen kann nicht gewährleistet werden, dass seit dem Zeitpunkt der Zusammenstellung der Informationen keine Änderungen mehr erfolgt und alle Informationen noch zutreffend sind. Die Solar Chest S.A. übernimmt keine Verpflichtung und Haftung für die Vervollständigung der Informationen.

Die Verbreitung dieses Ratingberichts in bestimmte Jurisdiktionen könnte gesetzlich verboten sein. Dementsprechend werden Personen, die in den Besitz dieser Informationen gelangen, von Solar Chest S.A. gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Solar Chest S.A. übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Solar Chest S.A. hat der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitserklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 14. September 2016

Analysten

Karl Holger Möller, Senior Analyst und Projektleiter
Torsten Schellscheidt, Senior Analyst

Ratingkomitee

Dörte Mählmann, Direktor
Holger Ludewig, Direktor

Wesentliche Informationsquellen

- Testierte Konzernabschlüsse 2013-2015 der Elia System Operator S.A./N.V./Elia Asset S.A./N.V. (Elia) und der Eurogrid GmbH (Eurogrid) sowie Jahresabschlüsse 2013-2015 der Ecetia Intercommunale SCRL (ECETIA; jPöR) und Ecetia Collectivites SCRL (jPöR)
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen der Elia, Eurogrid und Ecetia Gruppe (z. B. Geschäftsentwicklung 2015 und 2016, Tarifikalkulationen, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategie und Unternehmensplanungen der Elia, Eurogrid und Ecetia Gruppe
- Financial Model und jährliches Budget der Solar Chest mit Stand 16. Juni 2015 (Anlagen 2 und 3 der CRA)
- Unternehmens- und Finanzierungsverträge der Elia Gruppe
- Gesetze, regulatorischer Rahmen
- Gespräche mit dem Management von Ecetia, Solar Chest S.A. und Elia
- Informationsmemorandum der Transaktion für die Reservierung der Grünstromzertifikate (27.01.2015)
- Anleihebedingungen der Privatplatzierung mit einem Volumen von € 275 Mio. vom 22. Juni 2015
- Vereinbarung für den Erwerb und die Reservierung von Grünstromzertifikaten (CRA) zwischen Elia, Solar Chest und Security Agent vom 22. Juni 2015
- Master definitions and common terms agreement Elia, Solar Chest S.A., ECETIA, Security Agent, Bank Degroof S.A., U.S. Bank Trustees Limited und BNP Paribas Fortis S.A. vom 22. Juni 2015
- Corporate services and cash administration agreement ECETIA, Solar Chest S.A., Security Agent und Cash Supervisor vom 22. Juni 2015
- Security agency agreement Solar Chest S.A., Elia, Security Agent, Corporate Services Provider, Cash Administrator, Account Bank und Cash Supervisor vom 22. Juni 2015
- Management agreement ECETIA, Ecetia Collectivites, Solar Chest S.A. und Security Agent vom 22. Juni 2015
- Account bank agreement Solar Chest S.A., Cash Administrator, Cash Supervisor, Security Agent und Account Bank vom 22. Juni 2015
- Bank accounts pledge agreement Solar Chest S.A. und U.S. Bank Trustees Limited vom 22. Juni 2015
- Receivables pledge agreement Solar Chest S.A. und U.S. Bank Trustees Limited vom 22. Juni 2015
- Green certificates pledge agreement Solar Chest S.A. und U.S. Bank Trustees Limited vom 22. Juni 2015
- Securities account pledge agreement Solar Chest S.A., U.S. Bank Trustees Limited und BNP Paribas Fortis S.A. vom 22. Juni 2015
- Cash Supervisor Agreement Bank Degroof S.A., ECETIA, Solar Chest S.A. und Security Agent vom 22. Juni 2015

Ratingmethodik

Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Mai 2016
Emissionsrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014
(<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2016.pdf>)

Anlage 1: Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
AAA	AAA gerateten Einheiten wird die höchste Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen und diese können als „erstklassig“ bezeichnet werden. Obwohl sich die verschiedenen Sicherungselemente durchaus verändern können, wird dies – sofern abschätzbar – aller Wahrscheinlichkeit nach die fundamental starke Stellung der betreffenden Einheit nicht beeinträchtigen.
AA	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Güteklasse". Sicherheitsmargen können jedoch vergleichsweise geringer sein, die Ausprägung der Sicherungselemente stärker schwanken oder einzelne Bewertungskomponenten können auf ein langfristig größeres Risiko hinweisen, als dies bei AAA klassifizierten Einheiten der Fall ist.
A	A gerateten Einheiten wird eine hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Sie weisen viele günstige zukunftsichernde Eigenschaften auf. Gleichwohl können einzelne Faktoren vorliegen, die eine leicht erhöhte Anfälligkeit für Verschlechterungen von Umständen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Zukunft erkennen lassen.
BBB	BBB gerateten Einheiten wird eine angemessene Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Es ist jedoch gegenüber A gerateten Einheiten eher wahrscheinlich, dass Verschlechterungen von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Fähigkeit, finanzielle Verpflichtungen zu erfüllen, schwächen können.
BB	BB geratete Einheiten besitzen noch ausreichende zukunftsichernde Strukturen. Sie sind jedoch größeren Unsicherheiten ausgesetzt. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
B	B gerateten Einheiten fehlen üblicherweise zukunftsichere Strukturen. Negative Geschäftsentwicklungen oder Veränderungen der finanziellen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen führen mit höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass sie ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr in angemessener Weise nachkommen.
CCC	CCC geratete Einheiten haben Strukturen, welche die Zukunftssicherheit stark gefährden. Der Kapitaldienst ist gefährdet. Um ihren finanziellen Verpflichtungen nachhaltig nachzukommen ist die betreffende Einheit auf die günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angewiesen.
CC	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
C	C geratete Einheiten haben die geringste Zukunftssicherheit von allen. Entsprechende Schuldner haben extrem schlechte Voraussetzungen, um ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Ein Ausfall ist unmittelbar bevorstehend.
D	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
SD	Wenn ein Emittent bezüglich einer bestimmten finanziellen Verbindlichkeit oder Klasse von Verbindlichkeiten ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen finanziellen Verbindlichkeiten oder Klassen von Verbindlichkeiten nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft.
NR	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
PLUS (+) MINUS (-)	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.