

Creditreform Rating Summary

Informationstableau			
Emittentin: CLOUD N° 7 GmbH		Emissionsrating: BBB	
Emission:	6,0% besicherte Teilschuldverschreibungen		
WKN:	A1TNGG		
ISIN:	DE000A1TNGG3		
		Erstellt am:	17.05.2016
Creditreform ID:	7330837600	Gültig bis:	16.05.2017
Emittentin:	CLOUD N° 7 GmbH Lenzhalde 18 D-70192 Stuttgart		
Branche:	Immobilien		
Hinweis:			
Diese Creditreform Rating Summary basiert auf dem Bericht über das Rating der Emission /Teilschuldverschreibungen mit der WKN: A1TNGG / ISIN: DE000A1TNGG3 der Emittentin CLOUD N° 7 GmbH. Im Zweifelsfall sind die Ausführungen im Bericht über das Emissionsrating heranzuziehen. Das Rating unterliegt keinen Einschränkungen und Hinweisen.			

Summary

Bei der Anleihe handelt es sich um auf Inhaber lautende Teilschuldverschreibungen der Emittentin CLOUD N° 7 GmbH. Auf Basis des § 1 Abs. 2 der Anleihebedingungen und des Prospekts begründen die Teilschuldverschreibungen gegenüber den Anleihegläubigern unmittelbare, unbedingte, nicht nachrangige und im Hinblick auf den Zins- und Rückzahlungsanspruch über einen Treuhänder **schuldrechtlich und dinglich besicherte Verpflichtungen** der Emittentin, die im gleichen Rang mit allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen, nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin stehen, ausgenommen solche Verbindlichkeiten, die kraft Gesetzes Vorrang haben. Die Teilschuldverschreibungen sind untereinander gleichrangig. Die Teilschuldverschreibungen sind frei übertragbar. Die Emission hat ein Gesamtvolumen von bis zu 30,0 Mio. EUR zzgl. 5,0 Mio. EUR, somit insgesamt 35,0 Mio. EUR. Der Erlös aus der Anleihe ist maßgeblich für die Entwicklung und Errichtung des Hotel- und Wohnkomplexes im Europaviertel (Stuttgart 21) angedacht. Unter Berücksichtigung von Emissionskosten in Höhe von rd. 1,4 Mio. EUR (ca. 4% des Emissionsvolumens) plante die Emittentin bei vollständiger Platzierung der Emission einen Netto-Emissionserlös in Höhe von rd. 33,6 Mio. EUR aus den hier analysierten Teilschuldverschreibungen. Es existierte keine Platzierungsgarantie. Die Teilschuldverschreibungen wurden vollständig in Höhe von insgesamt 35,0 Mio. EUR platziert. Nach teilweiser vorzeitiger Rückführung beträgt das Restvolumen der Anleihe 29,75 Mio. EUR. 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 Teilschuldverschreibungen sind bei Vollplatzierung insbesondere mit einer **erstrangig dinglich/grundpfandrechtlich zu bestellenden Grundschild** in Höhe von 40,0 Mio. EUR ohne Jahreszinsen und Nebenleistungen zu Gunsten des Treuhänders der Anleihegläubiger zu besichern. Die Grundschild ist auf der eigenen Liegenschaft der Emittentin bzw. im Grundbuch des Amtsgerichtsbezirks Stuttgart, Grundbuchamt Stuttgart Nr. 96629, Flurstück 9080/4 (1.950 qm), Wolframstraße/Ecke Heilbronner Straße auf dem Baufeld 7 des Europaviertels am Stuttgarter Hauptbahnhof in Höhe von 40,0 Mio. EUR bei Vollplatzierung einzutragen. Aus dem nach der Platzierung der Anleihe zur Verfügung gestellten Grundbuchauszug ging die Eintragung der Grundschild in Höhe von 40,0 Mio. EUR ohne Jahreszinsen und Nebenleistungen hervor. In Entsprechung des § 7.1 a des Treuhandvertrags sind die Ansprüche auf Rückzahlung, Zinsen und Nebenleistungen der Anleihe Sicherungsgegenstand. Basierend auf den Anleihebedingungen und dem Treuhandvertrag interpretieren wir keine Möglichkeit zur Stellung von **Ersatzsicherheiten** im engeren Sinn.

Die Eintragung der Grundschuld im ersten Rang wurde seinerzeit erreicht, indem das Darlehen der Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG (Valuta ca. 6,3 Mio. EUR) vollständig zurückgeführt und die diesbezüglich als Sicherheit eingetragene Grundschuld über 9,0 Mio. EUR (Vorranggrundschuld) gelöscht wurde. Eine konkrete Reihenfolge der Mittelverwendung ist zwar nicht prospektiert, jedoch war davon auszugehen, dass der Treuhänder die Mittelzuflüsse aus dem Emissionserlös faktisch vorrangig für die Bedienung der Ansprüche der Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG verwandte, um die prospektierte erstrangige Besicherung zu gewährleisten. Die Löschung der Vorranggrundschuld ergibt sich ebenfalls aus dem uns zur Verfügung gestellten Grundbuchauszug.

Die als Sicherheit dienende Projektentwicklung bzw. die Liegenschaft/Immobilie der Emittentin ist über die Laufzeit der Anleihe einziger Bestandteil der operativen Tätigkeit der Emittentin. Die Emittentin hat den entsprechenden Grundbesitz im Jahr 2007 zum Kaufpreis in Höhe von 10,6 Mio. EUR erworben. Hier ist geplant, ein bis zu 18-geschossiges Hochhaus (zuzüglich Erdgeschoß) für Hotel, Wohnungen und gewerbliche Nutzung mit bis zu 4 Untergeschossen mit dem Namen CLOUD N° 7 (der „Hotel- und Wohnkomplex CLOUD N° 7“) zu errichten. Der Hotel- und Wohnkomplex CLOUD N° 7 soll ein internationales 4 Sterne-Hotel, gehobene Wohnungen und hochwertige Business-Apartments vereinen. Die Emittentin konnte hier als Pächterin für das Hotel die Steigenberger Gruppe gewinnen.

Der Bauantrag für das Gebäude wurde am 26.01.2013 eingereicht, die Baugenehmigung wurde für August 2013 erwartet. Am 28.08.2013 wurde die Teilbaugenehmigung für erste Baumaßnahmen, am 18.10.2013 die Baugenehmigung für die gesamte Errichtung erteilt. Die Fertigstellung des Hotel- und Wohnkomplex CLOUD N° 7 war im Frühjahr 2016 geplant. Nach vollständiger Errichtung und Vollvermietung des Hotel- und Wohnkomplex CLOUD N° 7 wird der extern zum Wertermittlungsstichtag 06.03.2013 ermittelte Verkehrswert der als Sicherheit dienenden Liegenschaft mit **91.235 TEUR** beziffert. In dem extern ermittelten Verkehrswert sind insbesondere der merkantile Minderwert wegen Altlastenverdacht in Höhe von 650 TEUR sowie Wertminderungen wegen Eintragungen in Abteilung II des Grundbuchs mit 27 TEUR berücksichtigt.

Basierend auf dem Verkehrswertgutachten beträgt die Geschossfläche 17.717 qm. Die Bruttogrundfläche wird mit 25.387 qm beziffert. Die Gesamtmietfläche beträgt 13.577 qm. Es sind 129 Tiefgaragenplätze geplant. Unter Bezugnahme auf den gutachterlich aus den Bodenrichtwerten ermittelten Bodenwert in Höhe von rd. 13,0 Mio. EUR entfallen rd. 57,34% auf das Hotel, rd. 41,40% auf den wohnwirtschaftlich genutzten Bereich und rd. 1,25% auf den Einzelhandel. Vornehmlich die Parkflächen verteilen sich auf die geplanten Untergeschosse 2 bis 4. Die Einzelhandelsflächen sowie Nebenflächen des Hotels erstrecken sich auf das 1. Untergeschoss sowie das Erdgeschoss. In den ersten 5 Obergeschossen und anteilig im 6. und 7. Obergeschoss ist das Hotel geplant. In den Obergeschossen 6 bis 18 sind die Eigentumswohnungen bzw. auch Penthouse-Wohnungen geplant. Basierend auf dem Verkehrswertgutachten entfallen -unter Vernachlässigung besonderer objektspezifischer Grundstücksmerkmale- auf den Hotelbereich anteilig ca. 38,7 Mio. EUR und auf die Wohnungen inkl. Tiefgaragenplätze rd. 52,2 Mio. EUR. Der Ertragswert aus dem Einzelhandelsbereich wird mit rd. 1,07 Mio. EUR berechnet. Die Gesamtinvestitionskosten wurden bei Unterstellung des zeitnahen Beginns und planmäßiger Fertigstellung mit ca. 76-80 Mio. EUR veranschlagt. Hier war nach Managementangaben eine entsprechende Kostenreserve bereits enthalten.

Die obigen Darstellungen umfassen noch nicht die umfangreichen **Umplanungen (Tektur)** des Projekts. So wurde im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2013 das Hotel derart umgeplant, dass die Küche anstatt auf drei nunmehr auf einer Ebene abgebildet wird. Das in den ersten 7 von 18 Etagen angesiedelte Hotel umfasst nunmehr ca. 173 Zimmer inkl. Longstay-Apartments. Die Anzahl der flexibel gestaltbaren Business-Apartments beträgt nunmehr 35 und die Anzahl der Luxus-Eigentumswohnungen beträgt insgesamt 20. Die CLOUD N° 7 Apartments GmbH bietet einen 10-jährigen gewerblichen Mietvertrag für die Käufer der Business-Apartments an. Die Steigenberger Hotels AG bietet einen Servicevertrag mit Grundleistungen für die Business-Apartments und Wohnungen an. In diesem Zuge ist auch die geplante Haustechnik angepasst worden. Unter Einbeziehung der Umplanungen kalkulierte das Management **Gesamtinvestitionskosten** in Höhe von rd. **93 Mio. EUR** netto per März/April 2016 (rd. 83-85 Mio. EUR per März/April 2015; rd. 80,8 Mio. EUR per April 2014 bzw. Prospektstand 76-80 Mio. EUR). Diese stehen auskunftsgemäß **erhöhten Erlö-**

serwartungen gegenüber. Das Management geht im Zuge der erhöhten Kosten in mindestens gleicher Höhe von positiven Auswirkungen auf den Verkehrswert der Liegenschaft aus. Basierend auf den Kalkulationen beträgt der geplante Erlös aus dem Hotelverkauf ca. 42 Mio. EUR (ca. 39 Mio. EUR per April 2014 bzw. 38 Mio. EUR per 2013) und wird gestützt durch ein neues Gutachten für das „Hotel“ mit einem Verkehrswert nach Fertigstellung über rd. 48,74 Mio. EUR. Der geplante Erlös aus dem Verkauf der Business-Apartments und der Luxuswohnungen beträgt aktuell summiert rd. 66 Mio. EUR (rd. 58 Mio. EUR per April 2015; rd. 55 Mio. EUR per April 2014; 50 Mio. EUR per 2013) – dies gründet auf vorgenommenen Preiserhöhungen. Insgesamt leitet das Management so einen **kalkulatorisch erzielbaren Gesamt-Verkaufspreis an Dritte von rd. 114,74 Mio. EUR** ab. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass das Hotel im Jahr 2015 zu einem Preis von 30,8 Mio. EUR an die Tochtergesellschaft veräußert wurde und diese bei Veräußerung an einen Dritten von dem erwarteten Verkaufserlös mittelbar profitiert. Bei isolierter Betrachtung werden für die Emittentin somit kalkulatorisch erzielbare Gesamterlöse von rd. 96,8 Mio. EUR erzielt.

Nach Erteilung der ersten Teilbaugenehmigung am 28.08.2013 erteilte das Baurechtsamt Stuttgart am 18.10.2013 die Baugenehmigung für die gesamte Errichtung des Hotel- und Wohnturms. Das **Projekt befindet sich in der Bauphase**. Entsprechend der Corporate News vom 10.04.2014 liegt das Projekt gut im Zeitplan. Insgesamt gründete dies auch auf dem vergleichbaren milden Winter. Die im Zuge der Umplanungen erforderlichen Änderungen wurden nach Managementangaben sukzessiv und in enger Abstimmung mit dem Bauamt eingepflegt bzw. wurden entsprechend freigegeben. **Der Rohbau** war bei der erneuten Besichtigung am 28.04.2015 **fertig gestellt**. Das Richtfest war am 08.05.2015. Auch wurde **am 08.05.2015 die Baugenehmigung hinsichtlich der Tektur erteilt**. Die Fassade sowie der Innenausbau befinden sich aktuell in der Umsetzung. Die Fertigstellung der Immobilie war für Sommer 2016 (vgl. Corporate News vom 24.03.2015) bzw. im weiteren Verlauf für Ende 2016 geplant (vgl. Corporate News vom 05.02.2016). Projektverzögerungen bei der Fassade sowie bei der Haustechnik bedingen mittlerweile sehr wahrscheinlich die Fertigstellung im ersten Quartal 2017. Das Musterzimmer für das Hotel wurde Anfang des Jahres 2016 abgenommen.

Neben der dinglichen Sicherheit in Form der Grundschuld wurden **weitere Sicherheiten** installiert. Hierzu zählen das bei der Emittentin geführte und an den Treuhänder verpfändete **Erlöskonto** und das beim Treuhänder geführte **Thesaurierungskonto** (Anderkonto). Da die Anleihe vollständig platziert wurde, ist das Thesaurierungskonto in Höhe von 4,2 Mio. EUR zu dotieren, um die ersten beiden Kuponzahlungen sicherzustellen. Die Auswertungen des Treuhänders per 31.03.2014 bestätigen die Dotierung eines Thesaurierungskontos in Höhe von 4,2 Mio. EUR. Nach der ersten Zinszahlung im Verlauf des Jahres 2014 sowie der zweiten Zinszahlung im Verlauf des Jahres 2015 stehen hieraus keine weiteren Mittel für Zinszahlungen mehr zur Verfügung. Pachteinnahmen aus dem 20-Jahres-Pachtvertrag mit der Steigenberger Gruppe hinsichtlich des geplanten Hotelbereichs sind prospektgemäß sicherungshalber exklusiv an die Anleihegläubiger abgetreten. Im Zuge der Veräußerung des Hotels ist diese Form der Besicherung nicht mehr gegenständig. Ansprüche und Rechte aus Versicherungen und Werkverträgen dienen nicht als Sicherheit.

Im Zuge des sukzessiv realisierten Abverkaufs von Wohneinheiten und Apartments unter Berücksichtigung der MaBV sowie des Verkaufs des Hotels im Teileigentum unter Ausschluss der MaBV hat sich die Besicherungskonstellation der Anleihegläubiger im Zeitablauf verändert. So führen die Verkäufe im Zeitablauf dazu, dass sich die dinglich als Besicherung dienenden Vermögensgegenstände im Zeitablauf bis zum Verkauf der letzten Einheit reduzieren. So dient unter anderem das Hotel nicht mehr als dingliche Sicherheit für die Anleihegläubiger. Auf der anderen Seite führen die Kaufpreisrealisierungen und mithin Liquiditätszuflüsse bei isolierter Betrachtung zu einer Zunahme der Finanzmittelposition, die wiederum der Mittelverwendungskontrolle unterliegt. Gleiches gilt für Restkaufpreiszahlungen.

Die Emittentin hat kein Recht, die Anleihe über 35 Mio. EUR hinaus aufzustocken, womit eine Verwässerung von zu bestellenden Sicherheiten ausgeschlossen ist. Gleichwohl kann die Emittentin weitere Schuldverschreibungen begeben. Zur Wahrung der Rechte und Pflichten soll prospektgemäß ein entsprechender Vertrag mit dem Treuhänder geschlossen werden. **Treuhänder** ist die RB Treuhand GmbH. Faktisch ist über die Aufgaben des Treuhänders auch eine Mittelverwendungskontrolle installiert. Dem Treuhänder obliegt die Verwaltung und Verwertung von Sicherheiten über die gesamte Laufzeit der Emission. Grundsätzlich besteht das Risiko, dass der Treuhänder seinen 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 35,0 Mio. EUR vereinnahmt die Zahlstelle. Die Emittentin verpflichtet sich durch Weisungen an die Zahlstelle sicher zu stellen, dass der Emissionserlös nach Abzug der Kosten der Zahlstelle faktisch auf die **Erlöskonten** der Emittentin überwiesen wird. Dieses Konto ist zu Gunsten des Treuhänders verpfändet (**Mittelverwendungstreuhand I**). 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. Sofern das **Mindestemissionsvolumen** in Höhe von 25,0 Mio. EUR über die Zeichnungsfunktionalität nicht bis 01.07.2013 erreicht wird, sind den Zeichnern 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 25 Mio. EUR bis 35 Mio. EUR sind daher grundsätzlich vorhanden. Mit Pressemitteilung vom 01.07.2013 konnte die Anleihe vollständig platziert werden, Minderplatzierungen stellen mithin kein Szenario dar. Auf den Erlöskonten vorhandene Emissionserlöse können zwischenzeitlich nur in Tagesgeld, Termingeld und Festgeld bei dem kontoführenden Institut investiert werden. Resultierende (Zins-)Erträge werden den Erlöskonten zugerechnet.

Der Treuhänder verpflichtet sich, diese Mittel jeweils freizugeben, damit diese Beträge auf ein freies Konto bei der Emittentin überwiesen werden können. Die Verwendung des Emissionserlöses ist nach unserer Meinung grundsätzlich plausibel. Faktisch der überwiegende Teil des Emissionserlöses wird 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 nach unserer Meinung über die Aufgaben des Treuhänders auch eine Mittelverwendungskontrolle installiert, auch wenn keine inhaltliche Kontrolle erfolgt. 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 Verpachtung sowie aus entsprechenden Veräußerungen vor und nach Errichtung des Hotel- und Wohnkomplexes unter Berücksichtigung der Regelung der MaBV (**Mittelverwendungstreuhand II**). Dem Treuhänder obliegt die Verwaltung und Verwertung von Sicherheiten über die gesamte Laufzeit der Emission - dies auch bei (Teil-)Veräußerungen über die Laufzeit bis zur Rückführung der Teilschuldverschreibungen. Basierend auf den **Auswertungen des Treuhänders** wurden die gesamten Mittel aus der Anleihe vollständig freigegeben. Aus dem Emissionserlös einbehaltene Mittel zur Bedienung der ersten beiden Kupons der Anleihe sind ebenfalls aufgebraucht. Aus der Veräußerung des Hotels an die Tochtergesellschaft sowie aus den Veräußerungen von Wohneinheiten und Apartments sind der Emittentin bereits erhebliche Mittel zugeflossen. Diese wurden zur teilweisen Rückführung der Anleihe verwandt. Die Auswertungen des Treuhänders zeigen aktuell signifikante Liquiditätsbestände. Weitere Mittelabrufe für bereits veräußerte Einheiten stärken diese Basis künftig zusätzlich.

Im Falle der Insolvenz der Emittentin kann der Insolvenzverwalter von dem gesetzlichen **Absonderungsrecht** Gebrauch machen bzw. wird der Treuhänder faktisch verpflichtet sein, dieses Recht gegenüber dem Insolvenzverwalter geltend zu machen. Der Verwertungserlös aus der dinglichen Sicherheit (Grundschild) steht somit ausschließlich den Gläubigern der hier analysierten Teilschuldverschreibungen zu. Für die an den Treuhänder abgetretenen Ansprüche und Rechte aus dem Pachtvertrag, die verpfändeten Konten der Emittentin (z.B. Erlöskonten) sowie die beim Treuhänder geführten 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 Verkehrswertgutachten insbesondere auf die Umsetzung des zu diesem Zeitpunkt bekannten Planungsstands bzw. in der Folge auf die vollständige Errichtung des Hotel- und Wohnkomplexes abgestellt. Erst mit fortschreitender Fertigstellung insgesamt sowie der Übergabe und der Generierung von Pachtzahlungen steigt nach unserer Meinung die Werthaltigkeit der Immobilie bzw. sind hierüber die ausgewiesenen Verkehrswerte sukzessiv zu bestätigen. Im Zuge der Realisierung sind auf Basis des Gutachtens anpassungsbedingt auch gewisse Wertunterschiede möglich. Im Zeitablauf sind Umplanungen (Tektur) vorgenommen worden, ein diesbezüglich voll-

ständig aktualisiertes Gutachten liegt auskunftsgemäß nicht vor. Es liegt jedoch ein neues Verkehrswertgutachten für den Hotelbereich samt Cafeteriabereich mit Laden und 45 Pkw-Stellplätzen vor. Der Verkauf von Teileigentum und die damit einhergehenden Bestimmungen (MaBV) sind ebenfalls zu berücksichtigen. Das Hotel wurde an eine Tochtergesellschaft veräußert. Grundsätzlich sind daher Residualgrößen anzusetzen. Zudem bestehen grundsätzlich immobilien- und projektspezifische Risiken (Verzögerungen, Kostenanpassungen, Pachtvertrags-, Marktpreis- und Verkaufsrisiken, mängelfreie Übergabe, etc.).

Basierend auf den obigen Ausführungen kann ein konkreter Verwertungserlös für die als Sicherheit dienende Liegenschaft nicht ermittelt werden und bedarf in gestressten Szenarien entsprechender Korrekturen. Überschlüssig gehen wir hinsichtlich der aktuellen Restvaluta der Anleihe in Höhe von 29,75 Mio. EUR als Sicherheit dienenden Immobilie-/Liegenschaft bzw. der insgesamt installierten Sicherheiten in gestressten Szenarien von Risikoabschlägen auf den im Immobiliengutachten ausgewiesenen Wert bzw. weiterer Marktwertbetrachtungen über die Restlaufzeit der Teilschuldverschreibungen aus. Über den Stand des Gutachtens hinaus wurden so auch die aktuellen Entwicklungen samt neuem Verkehrswertgutachten für das „Hotel“ sowie angepasster Erwartungen an die Gesamtinvestitionskosten kalkulatorisch in den Risikoabschlägen berücksichtigt. Der interne Verkauf des Hotels an eine Tochtergesellschaft wird insbesondere unter Berücksichtigung der Gesellschafterstrukturen und des verbleibenden Upside bei einem Drittverkauf gewürdigt. Da das Hotel deutlich unter dem Marktwert (Marktwert nach Fertigstellung und laufender Betriebsphase) veräußert wurde und eine erstrangige dingliche Sicherheit des Hotels exklusiv für die Anleihegläubiger im Ergebnis nicht mehr gegenständlich ist, haben wir den erwarteten Differenzbetrag zum Fertigstellungszeitpunkt im Vergleich zu den Vorjahren restriktiver gestresst. Die Risikoabschläge reichen über die verbleibende Errichtungsphase bis zur anlaufenden Betriebsphase des Hotels bzw. hinsichtlich des Erfolgs aus einem Drittverkauf des Hotels von 55 % bis 75 % bzw. für die noch nicht verkauften Wohnungen/Business-Apartments von 25 % bis 45 % zuzüglich kalkulatorischer Verwertungskosten von 3 % bis 7 % in einzelnen Szenarien. In unseren Szenarien sind zwischenzeitliche (Teil-)Verkäufe berücksichtigt und wir gehen von der Sicherstellung der Gesamtfinanzierung der derzeitigen Projektkalkulation aus. Nach unseren Berechnungen für mögliche Szenarien über die verbleibende Laufzeit der Teilschuldverschreibungen ergeben sich bei gewichteter Betrachtung von gestressten Szenarien erwartete Rückzahlungsquoten, die ausreichen, um die hier analysierten, erstrangig grundpfandrechtlich besicherten Teilschuldverschreibungen vollständig an die Anleihegläubiger zurückzuführen. Über die unsererseits aufgestellten, risikoorientierten Szenarien berechnen wir ein risikoadjustiertes, gewichtetes **Loan-to-Value (LTV) von ca. 82 %** über die verbleibende Laufzeit der Anleihe, was maßgeblich für unsere Ratingeinschätzung ist. Diese Einschätzung wird durch die Installation des treuhänderisch verwalteten Sicherheitenpakets sowie die Konstruktion der Anleihe insgesamt gestützt.

Fazit

Die Genehmigung der Aufsichtsbehörde des Wertpapierprospekts für die hier analysierten Teilschuldverschreibungen in der Fassung vom 10.6.2013 ist erfolgt. Die Anleihe konnte vollständig platziert werden. Es wurden keine Nachträge begeben. Die Mittel aus der Anleihe sind für ein prospektiertes Projekt vorgesehen. Vor dem Hintergrund weist die Anleihe kein Blind-Pool-Charakter auf. Zwischenzeitlich wurde die Anleihe anteilig in Höhe von 15 % Anfang Januar 2016 zurückgeführt.

Die Teilschuldverschreibungen sind insbesondere gekennzeichnet durch eine erstrangig dingliche/pfandrechtliche Besicherung sowie durch weitere Besicherungen in Form diverser Abtretungen und Pfandrechten an Konten sowie Thesaurierungskonten. Ausschließlich den Anleihegläubigern steht bei Insolvenz der Emittentin ein erstrangiges Pfandrecht an der Liegenschaft bzw. den restlich verbliebenen Einheiten in Deutschland 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 bei stichtagsübergreifender, durchschnittlicher Betrachtung über die Laufzeit der Anleihe positiv und zeigen die Fähigkeit zur Rückführung der Anleihe aus den erwirtschafteten Cashflows. Das Projekt ist aktuell durch eine gute Liquiditätslage gekennzeichnet, unter Berücksichtigung der restlichen Kaufpreisabrufe aus dem Hotelverkauf ist diese aktuell sehr komfortabel. Für die Finanzierung des Gesamtvorhabens sind aktuell noch weitere MaBV-Mittelabrufe erforderlich. Von weiteren vorzeitigen (Teil-)Rückführungen der Anleihe zu bestimmten Terminen soll insbesondere bei planmäßigem Projektverlauf Gebrauch gemacht werden. Die

unsererseits durchgeführte Überprüfung der Bonitäten von (geplanten) Dienstleistern sowie des Pächters zeigen derzeit keine Auffälligkeiten.

Typische Projektierungs-/Entwicklungs- und Bauträgerrisiken sowie immobilien-(branchen)spezifische Risiken sind 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. 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. 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 können.

Die Erkenntnisse im Rahmen der Analyse der Emission zeigen, dass die Gläubigeransprüche, unter Beachtung der Risikogrößen, nach dem heutigen Kenntnisstand aller Voraussicht nach vollständig bedient werden können. Insgesamt beurteilen wir die Emission mit der WKN: A1TNGG / ISIN: DE000A1TNGG3 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

CLOUD N° 7 GmbH
Lenzhalde 18
D-70192 Stuttgart

Telefon +49 711 / 96 02 9 - 0
Telefax +49 711 / 96 02 9 - 99
E-Mail: info@sw-ag.com
www.sw-ag.com

Geschäftsführer: Tobias Fischer
HR Stuttgart B 724396