

Emissionsrating der Fixed  
Rate Secured Notes

**Emittiert durch  
Solar Chest S.A.**

17. Juli 2015

# Inhalt

<b>Ratingbegründung</b>		<b>1</b>
<b>Transaktionsstruktur</b>		<b>2</b>
<b>Disclaimer</b>		<b>4</b>
<b>Anlagen</b>		
Anlage 1	Ratingnotationen	

# Ratingbegründung

<b>17. Juli 2015</b>	
<b>Emissionsrating:</b>	<b>BBB+</b>
<b>Ausblick:</b>	<b>stabil</b>
<b>Emittentin / Ratingbasis:</b> 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), um den Stromtarif in der Wallonischen Region zu stabilisieren. In diesem Zusammenhang haben wir die Bonität der Elia am 30. April 2015 mit A- bewertet.	
<b>Betrag:</b> € 275 Mio.	
<b>Laufzeit:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Tranche 1 € 75 Mio.: 06.2020</li><li>■ Tranche 2 € 100 Mio.: 06.2021</li><li>■ Tranche 3 € 100 Mio.: 06.2022</li></ul>	
<b>Tilgung:</b> feste Rate	
<b>Verpflichtungserklärung:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ gesetzlich garantierte Mindestrückkaufverpflichtung durch Elia</li><li>■ Grünstromzertifikatskäufe, Transaktions-, betriebliche und Zinskosten, die an Elia berechnet werden, sind durch Tarifumlagen für öffentliche Service Verpflichtungen („levy“) gedeckt</li><li>■ Verpfändung der Bankkonten, Forderungen, Zertifikate und Wertpapiere an die Anleihe- und andere besicherte Gläubiger</li><li>■ Liquiditätsreserve € 2,5 Mio.</li><li>■ Gewährung Überbrückungskredit und Vorauszahlungen gemäß Anforderung durch Elia</li></ul>	
<b>Kündigungsrechte:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Insolvenzen Elia and Solar Chest</li><li>■ Cross acceleration</li><li>■ andere außerordentliche Kündigungsrechte</li></ul>	

**Euler Hermes Rating bewertet die Fixed Rate Secured Notes gemäß Anleihebedingungen vom 25. Juni 2015 mit einem Emissionsvolumen von € 275 Mio. mit BBB+. Ausschlaggebend für das Emissionsrating sind die Rückkaufgarantie 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.**

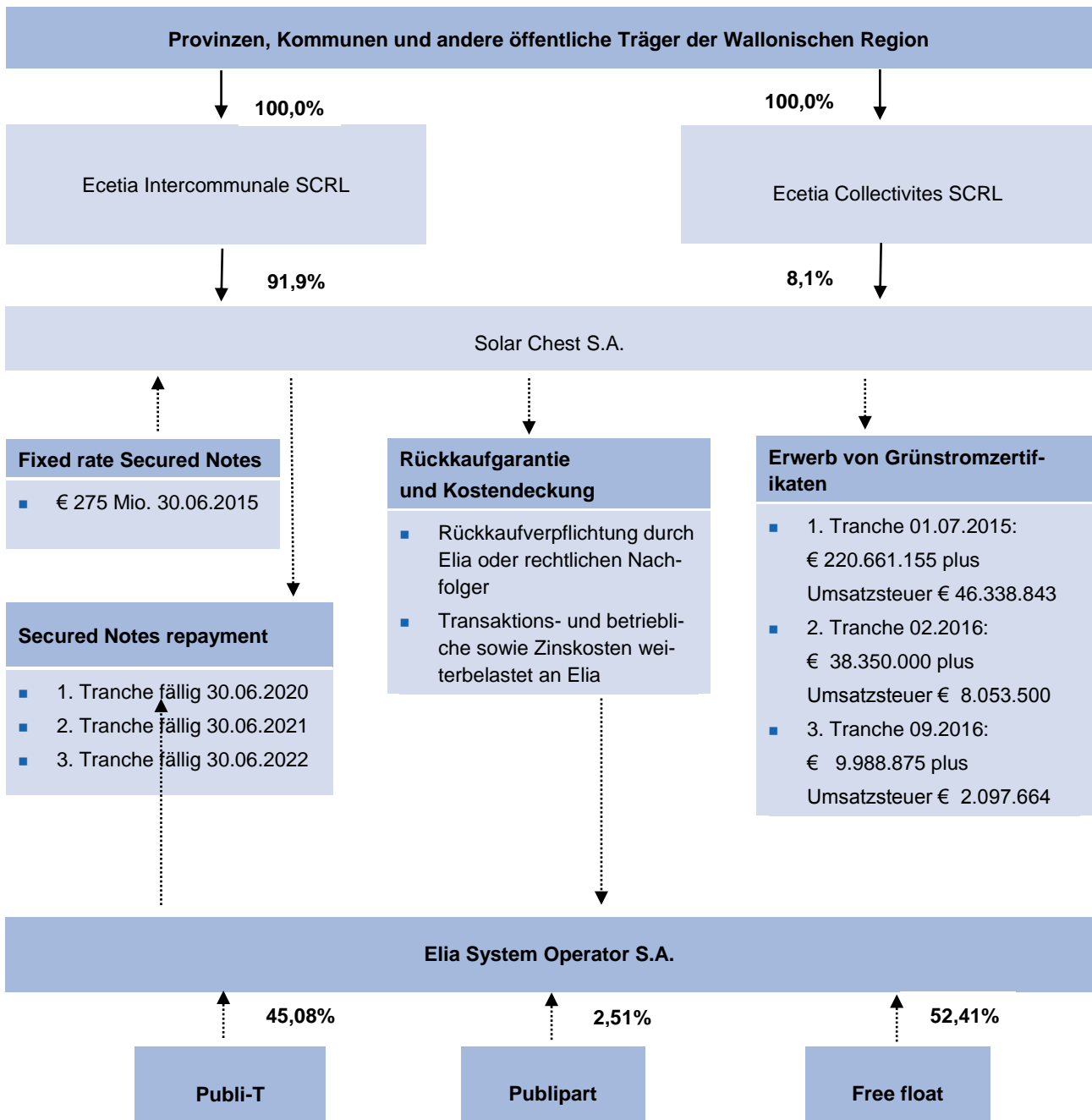
Wesentliche Elemente des gesetzlichen Rahmens sind das Dekret vom 12. Dezember 2014, mit dem das Wallonische Parlament die Solar Chest beauftragt hat, Grünstromzertifikate zu kaufen. Demgemäß plant die Solar Chest die Emission einer Anleihe von € 275 Mio. Ausschlaggebend für eine hohe Rückführungsquote sind aus unserer Sicht die Anleihebedingungen (Offering Circular) sowie das gesetzliche und vertragliche Reservierungsverfahren, das eine garantierte (vorzeitige) Rückkaufverpflichtung der Zertifikate zum gesetzlich definierten Mindestkaufpreis durch den lokalen Übertragungsnetzbetreiber (LTSO) vorgibt. Entsprechend des regulatorischen Auftrages sollen die Zinsen sowie Aufwendungen für die Transaktion und Administration durch Elia getragen werden. Zugleich wird Elia ermächtigt, finanzielle Belastungen sowie sonstige Transaktions- und betriebliche Kosten nach Maßgabe der durch den föderalen Regulierer (CREG) genehmigten Budgets und begründeten Budgetüberschreitungen über künftige Tarifumlagen weiter zu belasten.

Positive Faktoren sind unseres Erachtens die Verpfändung der Bankkonten, Forderungen und Zertifikate sowie die Mittelverwendungskontrolle über externe Treuhänder. Die Verpflichtung von Elia, verbliebene Grünstromzertifikate bei Ablauf der Reservierung oder einem früheren verbindlichen Rückkauf zu erwerben, sichert eine hohe Rückführungsquote der Anleihemittel. Die Sonderkündigungsrechte sind unseres Erachtens angemessen ausgestaltet. Vertraglich ist zudem 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 nach unserer Einschätzung 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 und die Ausübung restriktiver Kontrollrechte (gemäß Dekret vom 12. Dezember 2014 sollen Eigentümer der Solar Chest juristische Personen öffentlichen Rechts sein) beurteilen wir positiv.

Wir halten die finanzielle Flexibilität der Solar Chest unter Berücksichtigung der Liquiditätsreserve in Höhe von € 2,5 Mio., eines vertraglichen Überbrückungskredites (€ 2,1 Mio.) zur Vorfinanzierung der Umsatzsteuer durch den Kauf von Grünstromzertifikaten, der Möglichkeit, Abschlagszahlungen von Elia anzufordern, sowie Nachschusspflichten durch Elia bei Budgetüberschreitungen für ausreichend. Darüber hinaus werden Umsatzsteuerzahlungen durch die in mehreren Tranchen in 2015/ 2016 geplanten Zertifikatskäufe gesichert.

Insgesamt bewerten wir die Emission der Solar Chest mit BBB+.

# Transaktionsstruktur



In Belgien sind die Wallonische, die Flämische und die Brüsseler Region verantwortlich für den strukturellen Ausbau der Erneuerbaren Energien im Onshore Bereich. In der Wallonischen Region ist seit 2003 der Handel von Grünstromzertifikaten etabliert, um die Nutzung erneuerbarer Energieträger für die Stromerzeugung zu unterstützen.

Dezentrale Erzeuger Erneuerbarer Energien erhalten Grünstromzertifikate durch die für die Wallonische Region regional zuständige Regulierungsbehörde (CWaPE) auf der Basis produzierter MWh. Die Produzenten können die Zertifikate an die Energieanbieter verkaufen,

um die Lieferquote von Grünstromzertifikaten an den Regulierer basierend auf der Stromnachfrage der Kunden zu erfüllen. Alternativ können die Erzeuger Erneuerbarer Energien die Zertifikate zum gesetzlich garantierten Mindestpreis in Höhe von € 65 (exklusive Umsatzsteuer) an den LTSO Elia verkaufen, der über eine öffentliche Serviceverpflichtung zum Kauf und zur Vernichtung der angebotenen Grünstromzertifikate verpflichtet ist. Elia wurde bis zum Laufzeitende der Konzession am 17. September 2022 zum LTSO für die Wallonische Region ernannt. Elia überwälzte die Kosten der Grünstromzertifikate in einer Tarifumlage, der sog. "1<sup>st</sup> term Levy" (€ 13,82/ MWh seit 01. Januar 2013), über den Netztarif auf die Nutzer, die mit dem Netzwerk der LTSO und der DSO verbunden sind und die Umlage an die Endabnehmer weiterbelasten. Einzelne Netznutzer profitieren tariflich von teilweisen Freistellungen in Höhe von 50% oder 85%.

Resultat des Anreizsystems zur Förderung erneuerbarer Energien ist ein zunehmendes Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage mit der Folge unerwartet hoher Verkäufe von Grünstromzertifikaten an Elia, die zu einer signifikanten Tarifierhöhung führen würden. Das Wallonische Parlament hat einen Reservierungsmechanismus eingeführt, um negative Einflüsse nicht kostendeckender Gebühren von € 13,82/ MWh für den Kauf von Grünstromzertifikaten und der fehlenden Akzeptanz der Energietarife über deutliche Tarifierhöhungen durch Elia zu begrenzen. Darüber hinaus wurden zusätzliche Maßnahmen initiiert, um schrittweise den Ausgleich von Angebot und Nachfrage im Markt von Grünstromzertifikaten zu steuern und wieder herzustellen. Hierzu rechnen insbesondere der Austausch des Grünstromzertifikatssystems gegen einen abweichenden Fördermechanismus ("Qualiwatt") für neue kleinteilige Photovoltaik Installationen, die nach dem 01. März 2014 in Betrieb genommen wurden, oder die Kürzung der Dauer für die Gewährung von Zertifikaten an die Eigentümer vorhandener kleinformatiger Photovoltaikanlagen. Unseres Erachtens bestehen zwar Unwägbarkeiten im Hinblick auf den zukünftigen Ausgleich der Zertifikatsmärkte. Die Marktentwicklung wird jedoch keinen Einfluss auf den Preis der Rückkaufverpflichtung durch Elia ausüben.

Gesellschafter der Solar Chest S.A. (Grundkapital 31. Mai 2015: € 61.500) sind die juristischen Personen öffentlichen Rechts ECETIA Intercommunale SCRL (ECETIA: 113 Anteile) und ECETIA Collectivites SCRL (10 Anteile). ECETIA ist ein interkommunales Unternehmen, dessen Stammkapital sich ausschließlich im Eigentum der Kommunen, der Provinzen Lüttich und Luxemburg sowie anderen öffentlichen Trägern der Wallonischen Region/ Belgien befindet. ECETIA bietet neben anderen Services Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Entwicklung und Finanzierung der Immobilien in der Umgebung des Flughafens Lüttich an.

Das Board of Directors der Solar Chest S.A. setzt sich zusammen aus ECETIA Intercommunale repräsentiert durch Bertrand Demonceau und ECETIA Collectivites repräsentiert durch Laura Giangreco. Solar Chest ist eine eigens für die Reservierungstransaktion gegründete spezielle Zweckgesellschaft (SPV). Vor der Emission der Fixed Rate Secured Notes hat die CWaPE den Betrag der Grünstromzertifikate für die Reservierung mit € 65 je Zertifikat genehmigt (CWAPE Entscheidung vom 19. Mai 2015). Die CREG genehmigte die Rechtmäßigkeit der Transaktionsstruktur, die Deckung der Finanzierungs- und administrativen Kosten durch zukünftige Abgaben vor dem Hintergrund regulatorischer Rahmenbedingungen und bestätigte ihre Entscheidung zur Deckung aller im Zusammenhang mit der Rückabwicklung nicht vermarktungsfähiger Zertifikate entstehenden Kosten über zukünftige Abgaben (CREG Entscheidung vom 17. Juli 2015).

**Die Emission ermöglicht die Tarifstabilität in der neuen Tarifperiode 2016-2019**

**Verabschiedete Maßnahmen des Gesetzgebers in der Wallonischen Region**

**Wir erwarten liquiditätsstärkende Maßnahmen des öffentlich-rechtlichen Sektors**

**Genehmigung der Regulierungsbehörden**

# 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. und die Managementgespräche mit der Ecetia Intercommunale SCRL (jPöR) und der Solar Chest S.A. fanden jeweils am 02. März 2015 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 29. Mai bzw. 23. Juli 2015 übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 02. Juni 2015 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](http://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 und für die Elia System Operator S.A./N.V. in Übereinstimmung mit der abzuschließenden Monitoringvereinbarung der Parteien weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht gegenüber der Euler Hermes Rating GmbH für diesen Zeitraum. 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, 23. Juli 2015

## Analysten

Karl Holger Möller, Senior Analyst und Projektleiter  
Torsten Schellscheidt, Senior Analyst  
Allianz Climate Solutions GmbH

## Ratingkomitee

Dörte Mählmann, Direktor  
Holger Ludewig, Direktor

## Wesentliche Informationsquellen

- Testierte Konzernabschlüsse 2012-2014 der Elia System Operator S.A./N.V./Elia Asset S.A./N.V. (Elia) und der Eurogrid GmbH (Eurogrid) sowie Jahresabschlüsse 2012-2014 der Ecetia Intercommunale SCRL (ECETIA; jPöR) und Ecetia Collectivites SCRL (jPöR)
- Testierte Eröffnungsbilanz der Solar Chest S.A.
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen der Elia, Eurogrid und Ecetia Gruppe (z. B. Geschäftsentwicklung 2014 und 2015, Tarifikalkulationen, Bankenspiegel, etc.)
- Marktanalysen
- Strategie und Unternehmensplanungen der Elia, Eurogrid, Ecetia und Solar Chest S.A.
- 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. und 25. 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 4. Juni 2015

## Ratingmethodik

Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014

<http://www.ehrg.de/seiten/Methodik2014.pdf>

Emissionsrating der Euler Hermes Rating GmbH vom März 2015

## Anlage 1: Ratingnotationen

Kategorie	Erläuterung
<b>AAA</b>	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.
<b>AA</b>	AA gerateten Einheiten wird eine sehr hohe Qualität hinsichtlich der Zukunftssicherheit beigemessen. Zusammen mit AAA klassifizierten Einheiten bildet diese Gruppe die sog. "Gütekategorie". 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.
<b>A</b>	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.
<b>BBB</b>	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.
<b>BB</b>	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</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.
<b>CCC</b>	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.
<b>CC</b>	CC geratete Einheiten weisen eine sehr geringe Zukunftssicherheit auf. Der Kapitaldienst ist stark gefährdet.
<b>C</b>	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.
<b>D</b>	D geratete Einheiten weisen bereits einen Ausfall auf oder haben einen Insolvenzantrag gestellt. Das D-Rating ist nicht zukunftsgerichtet, sondern dokumentiert den Ist-Zustand.
<b>SD</b>	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.
<b>NR</b>	Ein Schuldner oder eine Emission, die von Euler Hermes Rating nicht geratet wurde, wird als NR (Not Rated) eingestuft.
<b>PLUS (+) MINUS (-)</b>	Ratingnotationen von AA bis CCC werden mit einem PLUS (+) oder einem MINUS (-) bei Bedarf ergänzt, um deren relative Position innerhalb der betreffenden Ratingkategorie anzuzeigen.