

# RATINGBERICHT

## **SeniVita Social Estate AG** Wandelanleihe

16. März 2016

# Inhalt

<b>Ratingbegründung</b>	<b>1</b>
<b>Unternehmen</b>	<b>2</b>
<b>Rechtliche Ausgestaltung</b>	<b>2</b>
Emissionsbedingungen	2
<b>Rückführungsszenario</b>	<b>3</b>
<b>Notching</b>	<b>4</b>
<b>Durchführung des Ratings</b>	<b>5</b>
<b>Anlagen</b>	
Anlage 1	Ratingnotationen

# Ratingbegründung

<b>Rating vom 16. März 2016</b>	
<b>Emissionsrating:</b>	<b>BB</b>
<b>Ausblick:</b>	<b>stabil</b>
<b>Emittentin:</b> Die SeniVita Social Estate AG (SSE) ist ein Joint Venture der SeniVita Sozial gGmbH und der Ed. Züblin AG. Die aus der Verschmelzung der Vorgängergesellschaften hervorgegangene Gesellschaft ist für die Projektierung, den Bau und die Vermietung bzw. den Verkauf von Pflegeeinrichtungen sowie für das Franchiseprogramm im Rahmen des von SeniVita entwickelten Konzeptes AltenPflege 5.0 verantwortlich. Euler Hermes Rating hat im März 2016 das Emittentenrating von BB- bestätigt.	
<b>Betrag:</b> € 50 Mio.	
<b>Laufzeit:</b> 2015 bis 2020, Wandlungszeitraum 2018 bis 2020	
<b>Tilgung:</b> endfällig, sofern keine Wandlung seitens der Gläubiger erfolgt	
<b>Sicherheiten:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Grundschulden auf den jeweiligen Objekten, max. in Höhe von 90 % des erwarteten Verkehrswertes</li><li>■ Abtretung der Verkaufs- und Mieterlöse</li><li>■ Zinsreservekonto</li></ul>	
<b>Verpflichtungserklärung:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Treuhänder kontrolliert Mittelverwendung bzw. -verfügungen</li><li>■ Ausschüttungen erfolgen max. in Höhe von 30 % des jeweiligen Jahresüberschusses</li></ul>	
<b>Kündigungsrechte:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>■ übliche außerordentliche Kündigungsgründe (insbesondere Verzug)</li><li>■ Drittverzug</li><li>■ Kontrollwechsel</li></ul>	

**Euler Hermes Rating bestätigt das Rating der Emission der EUR 50 Mio. 6,5 % Wandelanleihe 2015 / 2020 (ISIN DE000A13SHL2, WKN A13SHL) der SeniVita Social Estate AG mit BB (Emissionsrating).**

Die SeniVita Social Estate AG hat im Mai 2015 eine **Wandelanleihe** über insgesamt € 50,0 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren emittiert. Der Anleiheerlös soll für Neubauprojekte von Seniorenhäusern mit einem modularen Pflegekonzept eingesetzt werden. Die Wandelanleihe kann im Zeitraum zwischen 2018 und 2020 von den Gläubigern in Aktien der Emittentin gewandelt werden.

Die Emissionsbedingungen bieten unseres Erachtens einen angemessenen Gläubigerschutz. Insbesondere die Mittelverwendungskontrolle durch einen Treuhänder und die begrenzten Ausschüttungsmöglichkeiten bewerten wir dabei positiv.

Zur dinglichen Sicherung der Wandelanleihe ist vorgesehen, dass zugunsten der Gläubiger Grundschulden auf den Liegenschaften der jeweiligen Neubauprojekte bestellt werden. Ferner werden die Verkaufs- und Mieterlöse im Rahmen einer stillen Zession an die Gläubiger abgetreten, sodass im Verkaufsprozess die Freigabe der Grundschuld entsprechend gegen Zahlung der Kaufpreise erfolgen kann. Darüber hinaus wurde für die Zinszahlungstermine 2016 und 2017 eine Zinsreserve zur Deckung der Zahlungsverpflichtung aus dem Emissionserlös einbehalten. Für die Verwaltung, Bestellung und gegebenenfalls Verwertung der Sicherheiten ist ebenfalls der Treuhänder zuständig.

Die zurückfließenden Verkaufserlöse können zur Finanzierung weiterer Neubauprojekte verwendet werden, sofern der gebildete Sicherheitenpool zur vollständigen Deckung des ausstehenden Betrages der Wandelanleihe ausreicht. Darüber hinaus gehende zurückfließende Mittel stehen der Emittentin zur freien Verfügung.

Ausgangspunkt für unsere Einschätzungen zur erwarteten Rückführungsquote ist der gemäß Anleihebedingungen aufzubauende Sicherheitenpool, der im Wesentlichen aus den zu bestellenden Grundschulden und Barmitteln besteht. Die auf Basis unserer Berechnungen erwartete Rückführungsquote sehen wir bei rund 70 %, sodass für die Gläubiger ein moderates Verlustrisiko besteht.

Das Emissionsrating liegt daher 1 Notch über dem Emittentenrating.

# Unternehmen

Die SeniVita Social Estate AG (SSE) entstand 2015 durch die Verschmelzung der SeniVita Bau GmbH und der SeniVita Management GmbH. Die SSE ist ein Joint Venture zwischen der SeniVita Sozial gGmbH und der Ed. Züblin AG. Die SeniVita Social Estate AG projektiert neue Standorte für das Pflegekonzept „AltenPfleger 5.0“, plant und baut neue Wohnanlagen für Pflegebedürftige bzw. baut bestehende Einrichtungen um, vermietet oder verkauft die Wohnungen an Dritte und ist Franchisegeber für das neue Pflegekonzept „AltenPfleger 5.0“. Das modulare Pflegekonzept besteht aus drei Bausteinen: Seniorengerechte Wohnungen, ambulante Pflege und Tagespflege. Die neuen „AltenPfleger 5.0“-Einrichtungen sollen in verschiedenen Städten in Bayern errichtet werden. Zukünftig sind weitere Einrichtungen in Baden-Württemberg und Österreich geplant.

An der SeniVita Social Estate AG sind die SeniVita Sozial gGmbH, Bayreuth mit 50 %, die Ed. Züblin AG, Stuttgart mit 46 % sowie die E. F. Grossnigg Finanzberatung und Treuhandgesellschaft mbH, Wien mit 4 % beteiligt. Die SeniVita Sozial gGmbH ist dabei Knowhow-Geber für das neue Pflegekonzept und übernimmt operative und administrative Aufgaben. Die Ed. Züblin AG und deren Tochtergesellschaft Eberhard Pöhner Unternehmen für Hoch- und Tiefbau GmbH aus Bayreuth sind für die Bauleistungen verantwortlich.

Dem Vorstand der SeniVita Social Estate AG gehören die Herren Dr. phil. Horst Wiesent (CEO), Eberhard Jach (CFO/COO Pflege) sowie Uwe Seifen (Bau) an. Der Aufsichtsrat ist auch in beratender Funktion tätig. Der Aufsichtsrat setzt sich aus Dr. Alexander Tesche (Vorsitzender, Vorstand der Ed. Züblin AG), Anton Kummert (Stellvertretender Vorsitzender, Steuerberater in eigener Kanzlei) und Prof. Dr. Arnold Weissman (Geschäftsführender Gesellschafter Weissmann-Gruppe) zusammen.

Die SeniVita Social Estate AG wurde erstmalig am 16. März 2015 von Euler Hermes Rating mit BB-, stabil bewertet.

# Rechtliche Ausgestaltung

## Emissionsbedingungen

Wir bewerten im Folgenden die Emissionsbedingungen gemäß dem Wertpapierprospekt vom 08. April 2015 nebst Nachtrag Nr. 1 vom 21. August 2015 und des Treuhandvertrages vom 08. April 2015.

Die SeniVita Social Estate AG hat eine Wandelanleihe über € 50,0 Mio. mit einer Laufzeit von 5 Jahren (bis Mai 2020) emittiert. Die SeniVita Social Estate AG plant, ihren IPO im Jahr 2018 durchzuführen, sodass die Wandelanleihe im Zeitraum 2018 bis 2020 in Aktien der Emittentin gewandelt werden kann. Solange keine Wandlung erfolgt, stellt die Wandelanleihe verzinsliche und besicherte Verbindlichkeiten der Emittentin dar.

**Wandelanleihe über  
€ 50,0 Mio.**

Ein wesentlicher Bestandteil des Gläubigerschutzes in dieser Wandelanleihe stellt der vorgesehene Treuhandvertrag dar. Der Treuhandvertrag regelt, dass der Treuhänder

1. die Verfügung über die Emissions- und Projekterlöse kontrolliert (Mittelverwendungskontrolle) und
2. die Sicherheiten für die Anleihegläubiger bestellt, verwaltet und gegebenenfalls verwertet.

**Mittelverwendungskontrolle durch Treuhänder**

Die Wandelanleihe wird durch Grundpfandrechte auf den projektierten Liegenschaften und Abtretungen der Verkaufs- und Vermietungserlöse besichert. Der Treuhänder hat dabei dafür Sorge zu tragen, dass der Sicherheitenpool stets den noch ausstehenden Betrag der Wandelanleihe vollständig absichert. Darüber hinaus wird für die ersten beiden Zinszahlungen in 2016 bzw. 2017 eine Zinsreserve vorgehalten. Die Grundschulden im Sicherheitenpool werden in Höhe von maximal 90 % des erwarteten gutachterlichen Verkehrswerts bestellt. Projekterlöse darf der Treuhänder an die Emittentin zur freien Verfügung auskehren, sofern das Guthaben auf dem Zinsreservekonto für die nächste anstehende Zinszahlung ausreicht und der Sicherheitenpool den ausstehenden Anleihebetrag vollständig deckt.

In den Anleihebedingungen sind weiterhin folgende Gläubigerschutzklauseln enthalten:

- Den Gläubigern unter der Wandelanleihe stehen außerordentliche Kündigungsrechte für den Fall zu, dass die Emittentin ihren Vertragspflichten unter den Anleihebedingungen oder dem Treuhandvertrag nicht nachkommt, sie in Zahlungsverzug gerät, liquidiert wird oder wenn ein Zwangsvollstreckungs- oder Insolvenzverfahren gegen sie eröffnet wird.
- Ferner gewährt die Emittentin den Gläubigern eine sogenannte Put-Option (Sonderkündigungsrecht) für den Fall eines Kontrollwechsels. Der Kontrollwechsel tritt dann ein, wenn die SeniVita- und Züblin-Gruppen nicht mehr mindestens 25 % der Stimmrechte halten.
- Sollte die Emittentin eine Forderung gegenüber Dritten in Höhe von mindestens € 5,0 Mio. nicht fristgerecht bedienen können, haben auch die Gläubiger der Wandelanleihe eine Kündigungsmöglichkeit (Drittverzugs Klausel).
- Darüber hinaus besteht ein Kündigungsrecht für die Anleihegläubiger, wenn die SeniVita Social Estate AG Ausschüttungen an die Gesellschafter vornimmt, die in Summe 30 % des Jahresüberschusses übersteigen. Die Emittentin verpflichtet sich entsprechend, keine höheren Ausschüttungen an die Gesellschafter zu tätigen.
- Die Kündigungsrechte insbesondere in Bezug auf verschlechterte wirtschaftliche Verhältnisse werden im Zeitraum zwischen Einberufung und 120 Tage nach einer Gläubigerversammlung ausgesetzt. Diese Einschränkung schützt gegebenenfalls getroffene Beschlüsse der Gläubiger, sodass eine Minderheit von Gläubigern die Mehrheitsbeschlüsse nicht durch eine außerordentliche Kündigung nichtig machen kann.
- Nachteilig kann sich allerdings auswirken, dass die Aufstockung oder Ausgabe weiterer Anleihen sowie die Aufnahme von weiterem Fremdkapital (insbesondere Bankdarlehen) uneingeschränkt möglich ist. Die Wandelanleihegläubiger könnten durch eine höhere Gesamtverschuldung schlechter gestellt werden. Dies kommt insbesondere zum Tragen, wenn in einem Liquidationsszenario die Wandelanleihegläubiger über die gestellten Sicherheiten hinaus aus der Masse befriedigt werden müssen.

**Sicherheitenpool aus Grundschulden, Abtretung von Projekterlösen und Barmitteln**

**Sonderkündigungsrecht bei Kontrollwechsel**

**Drittverzugs Klausel**

**Ausschüttungen an Gesellschafter max. 30 %**

**Aufnahme weiteren Fremdkapitals uneingeschränkt möglich**

**Die Gläubigerschutzklauseln in den Emissionsbedingungen bieten unseres Erachtens einen angemessenen Gläubigerschutz. Insbesondere die Mittelverwendungskontrolle durch einen Treuhänder und die begrenzten Ausschüttungsmöglichkeiten bewerten wir dabei positiv.**

## Rückführungsszenario

Die Emissionsbedingungen sehen vor, dass der Treuhänder die Mittelverwendung und Sicherheitenstellung kontrolliert. Daher kann die SeniVita Social Estate AG nur über den Anleiheerlös für Neu- bzw. Umbauprojekte verfügen, wenn Anleihegläubiger eine Grundschuld in entsprechender Höhe erhalten. Die Grundschuld darf dabei nicht höher als 90 % des voraussichtlichen Verkehrswertes des Projektes (von einem externen Gutachter bestätigt) sein. Ferner werden Erlöse aus den Verkäufen bzw. der Vermietung der einzelnen Einheiten (Wohneinheiten oder Tagespflege) einbehalten, solange der Sicherheitenwert nicht dem ausstehenden Anleihekapital entspricht.

Bei Betrachtung und für den Fall, dass der Sicherheitenpool ausschließlich aus Grundschulden besteht, erwarten wir, dass bei einem 40 %igen Abschlag auf den Verkehrswert der Projekte eine Rückführungsquote von etwa 70 % erreicht werden kann.

**Die auf Basis unserer Berechnungen erwartete Rückführungsquote sehen wir bei rund 70 %, sodass für die Gläubiger nur ein moderates Verlustrisiko besteht.**

## Notching

Die Emissionsbedingungen bieten einen angemessenen Gläubigerschutz. Auf Basis unserer Berechnungen erwarten wir im Liquidationsszenario eine Rückführungsquote von rund 70 %. Für das Emissionsrating haben wir daraus das Notching mit +1 Notch im Verhältnis zum Unternehmensrating abgeleitet. Die Emission raten wir entsprechend mit BB.

***Notching +1 Notch***

***Emissionsrating BB***

# Durchführung des Ratings

Der Auftrag zur Durchführung des Unternehmens- und Emissionsratings wurde am 09. Januar 2015 durch die SeniVita Social Estate AG (Auftraggeberin) erteilt. Der Unternehmensbesuch fand am 29. Februar 2016 statt. Am 07. April 2016 wurde der hier vorliegende Ratingbericht an den Kunden übergeben und das Ratingverfahren damit abgeschlossen. Der Notationsvorschlag und der zugrunde liegende Bericht wurden durch das Ratingkomitee am 16. März 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](http://www.eulerhermes-rating.com)) schließt sich ein einjähriges Monitoring-Verfahren an. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und seines Umfelds weiter überwacht. Seitens der gerateten Gesellschaft besteht für diesen Zeitraum weiterhin eine uneingeschränkte Auskunftspflicht. 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.

Die Richtigkeit und Vollständigkeit der nach Maßgabe unserer Informationsanforderungen offen und bereitwillig vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte liegen im alleinigen Verantwortungsbereich der Auftraggeberin. Die Auftraggeberin hat den Ratingbericht geprüft und bestätigt, dass alle Informationen des Berichts in allen wesentlichen Gesichtspunkten richtig und vollständig sind, keine wesentlichen Aspekte verschwiegen wurden und soweit die Informationen zukunftsgerichtet sind, diese auf plausiblen, nachvollziehbaren und aktuellen Ausgangsdaten basieren und von der Auftraggeberin mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns erstellt worden sind. Die Auftraggeberin übernimmt jedoch keine Garantie dafür, dass sich alle auf die Zukunft gerichteten Informationen, insbesondere die Projektionen, wie dargestellt realisieren. Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld wie auch unvorhersehbare Ereignisse können die zukunftsgerichteten Informationen und Projektionen entsprechend beeinträchtigen.

Der Ratingbericht 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 zur 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 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 Auftraggeberin übernimmt keine Verpflichtung und Haftung zur 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 der Auftraggeberin gebeten, sich hierüber selbst zu informieren und die entsprechenden Restriktionen zu beachten. Die Auftraggeberin übernimmt niemandem gegenüber irgendeine Art von Haftung in Bezug auf die Verbreitung dieses Ratingberichts in irgendeine Jurisdiktion.

Die Geschäftsleitung der Auftraggeberin hat der Euler Hermes Rating GmbH gegenüber eine schriftliche Vollständigkeitsklärung abgegeben.

Wir erstatten diesen Bericht nach bestem Wissen und Gewissen.

Euler Hermes Rating GmbH

Hamburg, 07. April 2016

## **Analysten**

Maike Holzhauer, Senior Analystin und Projektleiterin  
Gundel Bergknecht, Senior Analystin

## **Ratingkomitee**

Holger Ludewig, Direktor  
Dr. Sascha Heller, Senior Analyst

## **Wesentliche Informationsquellen**

- Jahresabschlüsse 2012 bis 2014 der SeniVita Bau GmbH (Vorgängerin der SeniVita Social Estate AG)
- Vorläufiger Jahresabschluss 2015 der SeniVita Social Estate AG
- Businessplanung für die Jahre 2016 bis 2019
- Auszüge aus dem internen Berichtswesen  
(z. B. Geschäftsentwicklung 2015, Projektpipeline, Vertriebsübersicht, etc.)
- Marktanalysen
- Strategiepapier
- Unterlagen zur gesellschaftsrechtlichen Struktur
- Gespräch mit dem Management
- Wertpapierprospekt vom 08.04.2015 nebst Nachtrag Nr. 1 vom 21.08.2015
- Treuhandvertrag vom 08.04.2015

## **Ratingmethodik**

Emittentenrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014

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

sowie

Emissionsrating der Euler Hermes Rating GmbH vom Dezember 2014



## 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.