

Covenants

Studie zum deutschen SME Anleihenmarkt



Mittelstandsanleihen – auf dem Weg zu professionellen Covenant-Standards

Scope Ratings hat den deutschen Markt für Mittelstandsanleihen in Bezug auf Schutzklauseln (Covenants) analysiert. Dazu wurden die Anleihebedingungen von 157 gelisteten Anleihen mittelständischer Emittenten ausgewertet. Die Kernergebnisse:

1. Deutliche Zunahme von Covenants seit 2010

Scope beobachtet einen klaren Trend hin zu Verankerung von Covenants bei deutschen Mittelstandsanleihen:

- Während im Jahr 2010 im Durchschnitt nur eine Schutzklausel in den Anleihebedingungen der Emissionen festgeschrieben wurde, waren es 2013 durchschnittlich bereits 3,5 pro Anleihe.
- Den größten Zuwachs seit 2010 registriert Scope bei Kontrollwechsel-Klauseln (Change of Control), Ausschüttungssperren (Payout Blocks) und Drittverzugs-Klauseln (Cross Default).
- Weniger als 6% aller seit 2010 emittierten börsennotierten SME-Anleihen weisen keinerlei Schutzklauseln oder Besicherungen auf.

2. Starke Unterschiede beim Schutz durch Covenants

Trotz deutlicher Zunahme der Gewährung von Gläubigerschutzklauseln existieren gravierende Unterschiede in der Qualität dieser Klauseln. Aus Sicht von Scope befinden sich zu häufig reine „Pro-forma“-Covenants in den Anleihebedingungen, die keinen materiellen Gläubigerschutz bieten.

3. Financial Covenants bislang stark unterrepräsentiert

Von den fest etablierten Covenants-Standard-Sets professionalisierter Anleihenmärkte wie zum Beispiel dem LargeCap-Segment oder auch dem US-Highyield-Bondmarkt ist der deutsche Mittelstandsanleihenmarkt noch weit entfernt. Insbesondere Financial Covenants, die große Schutzwirkung für Anleihegläubiger entfalten können, sind bislang massiv unterrepräsentiert: Nur rund jede zehnte der im vergangenen Jahr begebenen Mittelstandsanleihen verfügt über Financial Covenants.

4. Tendenziell höheres Investoreninteresse an Anleihen mit Covenants

Obwohl die Nachfrage nach Anleihen in erster Linie von Fundamentaldaten bzw. Anleihe-spezifika determiniert wird, beobachtet Scope einen tendenziellen Zusammenhang zwischen Anleihen mit überdurchschnittlicher Platzierungsquote und Anleihen mit komplexen – das heißt, umfangreichen und aus Investorensicht hochwertigen – Covenantstrukturen. Dies lässt auf ein höheres Investoren-Vertrauen schließen.

5. Covenants aus Sicht der Ratingagentur

Für Scope als Ratingagentur gilt bei Covenants Klasse statt Masse. Scope bemisst Schutzklauseln eine höhere Bedeutung zu, die das Risikoprofil von Emittenten während der Laufzeit der Anleihe senken. Dazu zählen vor allem Financial Covenants. Scope hält eine weitere Professionalisierung des Marktsegments für notwendig. Als Richtschnur für die Entwicklung eines Standardsets für SME-Anleihen können die in dieser Studie untersuchten Covenants dienen. Grundsätzlich gilt jedoch: Covenants müssen auf die jeweilige Emission bzw. das emittierende Unternehmen zugeschnitten sein.

Kontakte

Sebastian Zank, CFA

Senior Analyst

s.zank@scooperatings.com

Timo Schilz

Analyst Credit Rating

t.schilz@scooperatings.com

André Fischer

Communications Manager

a.fischer@scooperatings.com

Im Markt für Mittelstandsanleihen müssen sich höhere Standards etablieren

Durchschnittliche Anzahl von Covenants je Anleihe hat sich seit 2010 mehr als verdreifacht

Covenants – Sinn und Zweck

Der deutsche Mittelstandsanleihenmarkt verzeichnete in jüngster Vergangenheit zahlreiche Ausfälle. Um das Vertrauen der Investoren in dieses Segment zurückzugewinnen, müssen die Anforderungen an Emittenten steigen und sich insgesamt höhere Marktstandards durchsetzen.

Ein wesentlicher Aspekt dabei ist die Etablierung von sogenannten Covenants. Diese in den Anleihebedingungen festgeschriebenen Klauseln dienen dem Schutz der Investoren, da sie dem Emittenten unter anderem während der Anleihelaufzeit bestimmte Pflichten auferlegen oder ihn verpflichten, bestimmte Handlungen zu unterlassen. Covenants können damit das Kreditrisiko senken, indem sie die wirtschaftliche Handlungsfreiheit des Emittenten beschränken oder die Stellung der Gläubiger im Insolvenzfall bestimmen.

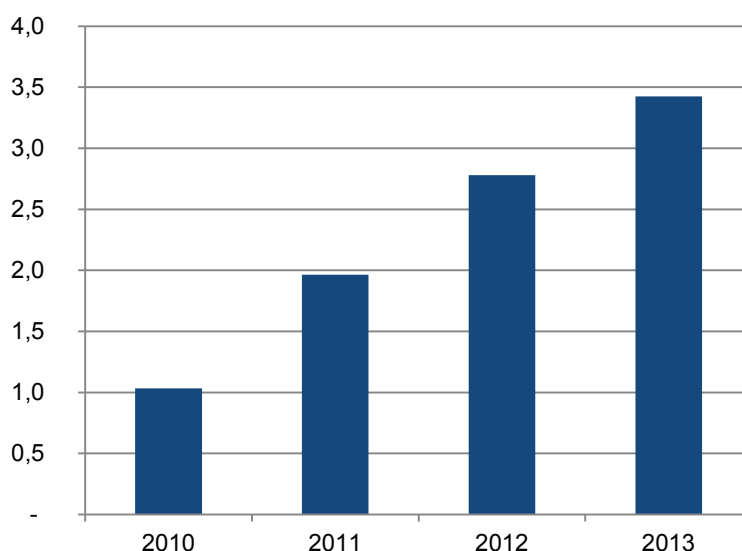
Insbesondere für Anleihen von kleineren Emittenten mit höheren Geschäfts- und Finanzrisiken sind Covenants – ähnlich wie Besicherungskonzepte – ein adäquates Mittel, das Risikoprofil der Anleihe zu senken.

Covenants immer häufiger Bestandteil der Anleihebedingungen

Die von Scope durchgeführte Analyse von 157 Anleihen mittelständischer Emittenten zeigt, dass sich der Markt deutlich in Richtung Covenants bewegt und somit höhere Maßstäbe für den Gläubigerschutz gesetzt werden.

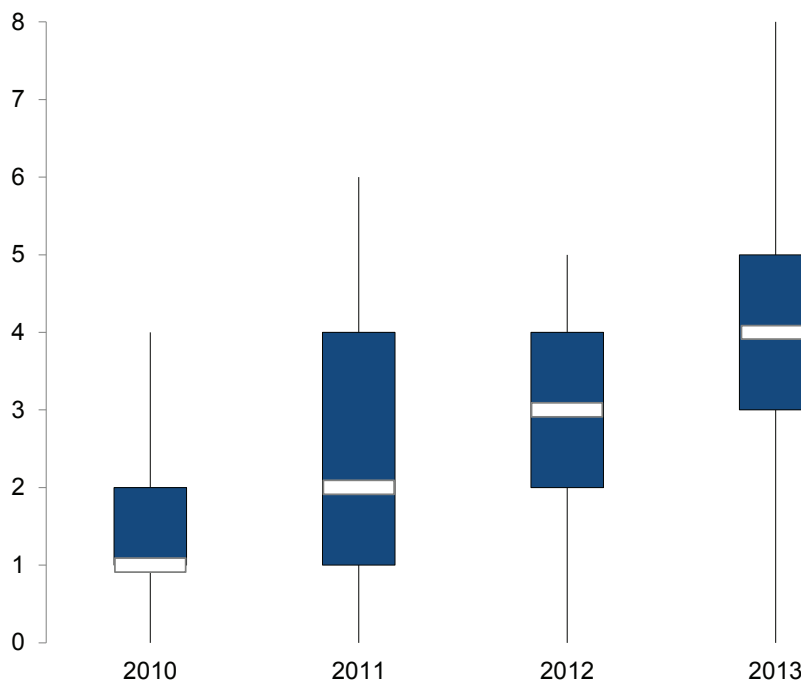
Nahezu alle von Scope untersuchten Covenants wurden in den Emissionen des vergangenen Jahres häufiger verwendet als in den Jahren zuvor. Lediglich knapp 6% aller seit 2010 emittierten börsennotierten Anleihen (9 von 157) weisen keinerlei Schutzklauseln oder Besicherungen auf. Dieser Trend zeigt sich unter anderem auch bei Folgeemissionen gleicher Unternehmen: Waren Anleiheemissionen in den Jahren 2010/2011 noch mit keinen oder geringen Schutzklauseln ausgestattet, so findet sich bei zahlreichen Folgeemissionen eine Zunahme bzw. weitere Detaillierung der Covenants.

Durchschnittliche Anzahl von Covenants je Neuemission



Quelle: Scope Ratings

Verteilung Anzahl von Covenants je Neuemission



Quelle: Scope Ratings

Investoren sind Treiber für verstärkte Verwendung von Covenants

Scope erwartet Zunahme von Financial Covenants

Ausblick

Scope erwartet, dass die Bedeutung von Covenants in Bezug auf Anzahl und Detaillierungsgrad mit zunehmender Marktreife wachsen wird. Ein wichtiger Grund dafür: Anleger investieren selektiver und fordern Covenants wesentlich stärker ein als in den Jahren 2010 und 2011.

Insbesondere rechnet Scope mit einer deutlichen Ausweitung von Financial Covenants, da diese das Risikoprofil des Emittenten zugunsten des Anleihegläubigers tatsächlich begrenzen können. In Vertragsbedingungen bei Bankkrediten sind Financial Covenants die Regel (siehe dazu auch Studien von Roland Berger 2009 und Deloitte 2011). Auch um verstärkt institutionelle Investoren für das Mittelstandssegment zu gewinnen, sind hohe Covenant-Standards im Allgemeinen und umfassende Financial Covenants im Besonderen unverzichtbar.

2013: Mehr als zwei Drittel der Emissionen mit Negativklauseln

Verwendung von Negativklauseln nicht immer sinnvoll

Die Ergebnisse im Einzelnen

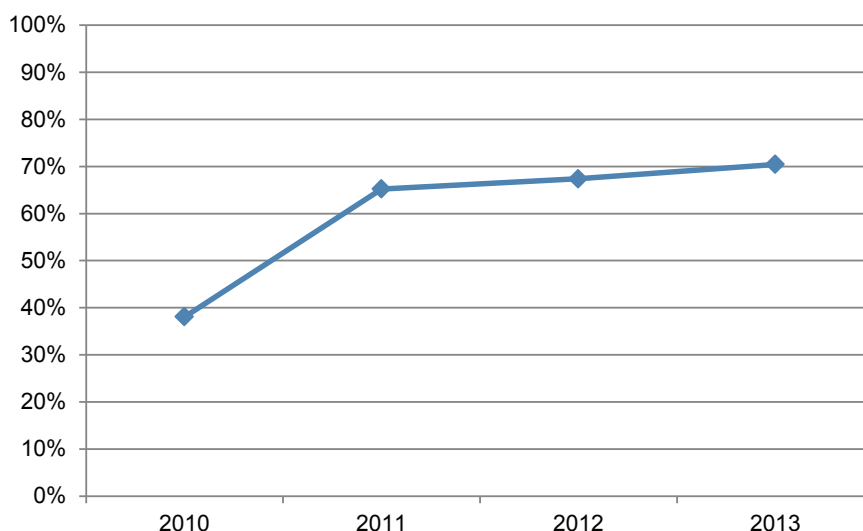
Negativklauseln

Ein deutlicher Trend zeigt sich bei der Gewährung von sogenannten Negativerklärungen: Während 2010 lediglich 40% aller Emissionen derartige Klauseln vorweisen konnten, waren es 2013 fast 70%.

Negativklauseln verpflichten Emittenten, für künftige Verbindlichkeiten keine Sicherheiten zu bestellen. Damit soll verhindert werden, dass sich die den Anleihegläubigern im Insolvenzfall zur Verfügung stehenden Vermögenswerte des Unternehmens während der Laufzeit der Anleihe verringern.

Der hohe Anteil von Negativklauseln in den Anleihebedingungen von Mittelstandsanleihen ist positiv. Dennoch beobachtet Scope, dass es sich bei einigen Negativklauseln um reine „Pro-Forma“-Klauseln handelt, da die jeweilige Emittentin über keine dinglichen Sicherheiten verfügt, die für weitere Finanzverbindlichkeiten herangezogen werden könnten. Die Klausel suggeriert damit einen Schutz, der für Investoren faktisch bedeutungslos ist.

Anteil der Anleiheemissionen mit Negativklauseln



Quelle: Scope Ratings

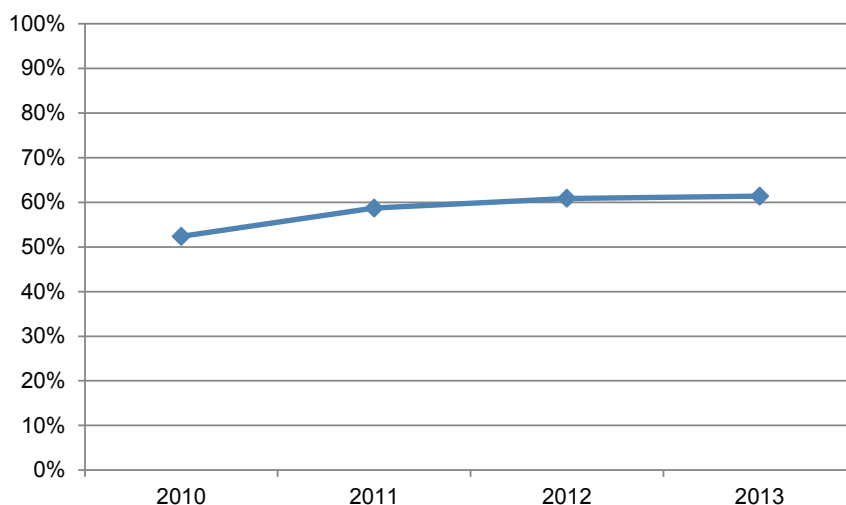
Mehr als 60% der im Jahr 2013 begebenen Emissionen haben „echte“ Pari Passu-Klauseln

Pari Passu-Klauseln

Pari Passu-Klauseln sollen gewährleisten, dass die Forderungen der Anleihegläubiger in gleichem Rang mit anderen sowohl gegenwärtigen als auch zukünftigen Verbindlichkeiten des Emittenten stehen. Nach Beobachtungen von Scope finden sich echte „Pari Passu-Klauseln“ bei rund der Hälfte der bisher begebenen Anleihen. Dieser Anteil hat sich seit 2010 jedoch kaum verändert.

Kritisch sieht Scope, dass nach wie vor zahlreiche Emissionen über keine echten Pari Passu-Klauseln verfügen. Statt vollumfänglicher Gleichrangklauseln lassen sich in vielen Anleihebedingungen Regelungen finden, die den Gleichrang der Anleihe auf bestehende Finanzverbindlichkeiten beschränken. Das Recht, neue Verbindlichkeiten einzugehen, die im Rang vor den Anleihegläubigern stehen, bleibt davon unberührt. Die Anleiheinvestoren sind damit nur unzureichend geschützt.

Anteil der Anleiheemissionen mit „echter“ Pari Passu-Regelung



Quelle: Scope Ratings

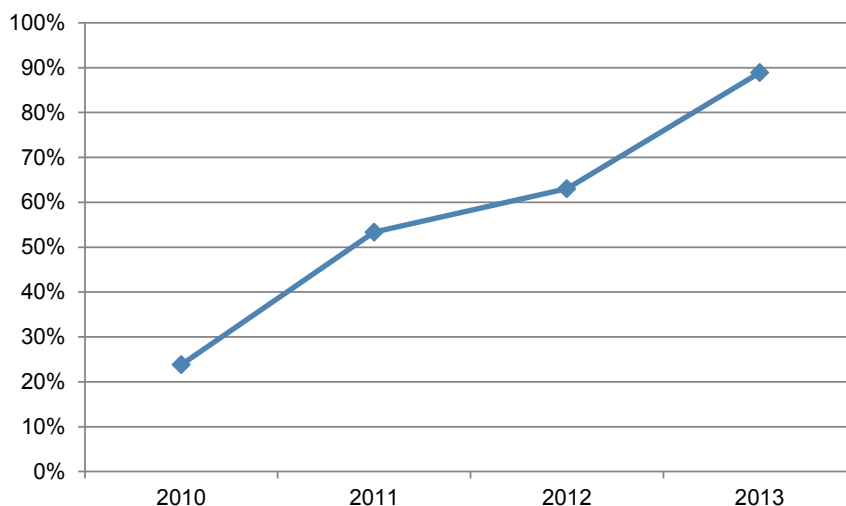
Kontrollwechsel-Klauseln (Change of Control)

Eine deutliche Zunahme beobachtet Scope bei sogenannten Kontrollwechsel-Klauseln. Während 2010 lediglich knapp 20% der Anleiheemissionen ein Sonderkündigungsrecht im Falle eines Kontrollwechsels beim Emittenten aufwiesen, gewährten fast 90% aller im Jahr 2013 begebenen Anleihen dieses Recht.

Kontrollwechsel-Klauseln geben Anleihegläubigern ein Sonderkündigungsrecht, wenn der Mehrheitsgesellschafter wechselt. Die Rückzahlung der Anteile erfolgt dann zum Nominalwert oder zu einem anderen zuvor in den Anleihebedingungen vereinbarten Betrag.

Scope bewertet die deutliche Zunahme positiv. Der Wechsel des Mehrheitsgesellschafters kann gravierende Veränderungen beispielsweise in der strategischen Ausrichtung von Unternehmen mit sich bringen und damit das Risikoprofil des Emittenten drastisch verändern. Kontrollwechsel-Klauseln bieten Anleihegläubigern einen gewissen Schutz vor solchen Ereignissen.

Anteil der Anleiheemissionen mit Kontrollwechsel-Klausel



Quelle: Scope Ratings

Mittlerweile (2013) neun von zehn Anleihen mit Kontrollwechsel-Klauseln

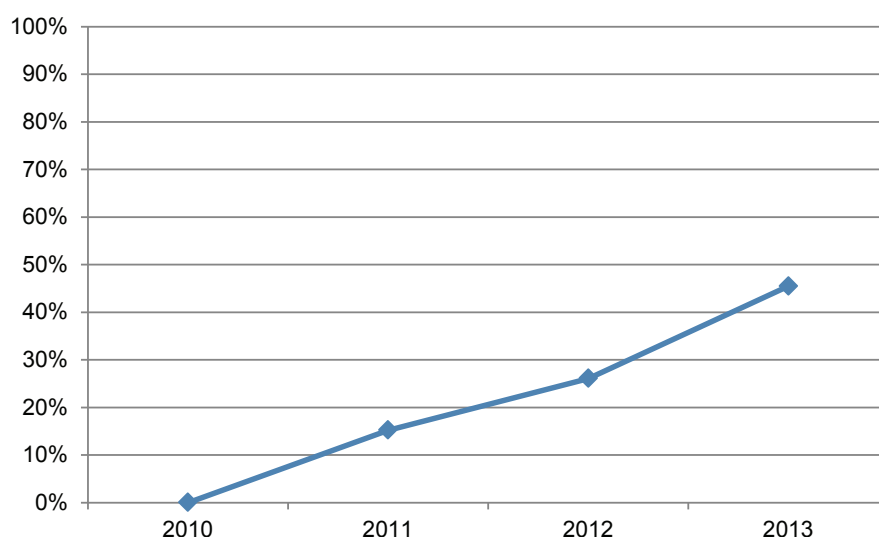
Deutliche Zunahme: Fast jede zweite Anleihe im Jahr 2013 mit Ausschüttungssperre

Ausschüttungssperren (Payout Blocks)

Eine deutliche Zunahme – wenn auch auf niedrigerem Niveau – registriert Scope auch bei Ausschüttungssperren: Keine der im Jahr 2010 begebenen Anleihen verfügt über Ausschüttungssperren oder -begrenzungen. 2013 wiesen immerhin mehr als 40% der Neuemissionen derartige Klauseln auf.

Durch Ausschüttungssperren bzw. Thesaurierungspflichten wird vermieden, dass Eigenkapital besser als Fremdkapitalgeber gestellt werden. Ausschüttungsbegrenzungen können sich zum Beispiel auf einen gewissen Anteil des Jahresüberschusses beziehen, der nicht an Eigenkapitalgeber ausgeschüttet werden darf. Beim Verstoß gegen diese Klauseln haben die Anleihegläubiger in der Regel ein Sonderkündigungsrecht. Aus Sicht einer Ratingagentur kann durch entsprechende Klauseln die Bilanzqualität des Emittenten verbessert werden.

Anteil der Anleiheemissionen mit Ausschüttungssperre



Quelle: Scope Ratings

Zwei Drittel der Emissionen 2013 mit Drittverzugs-Klauseln

Drittverzugs-Klauseln (Cross Default)

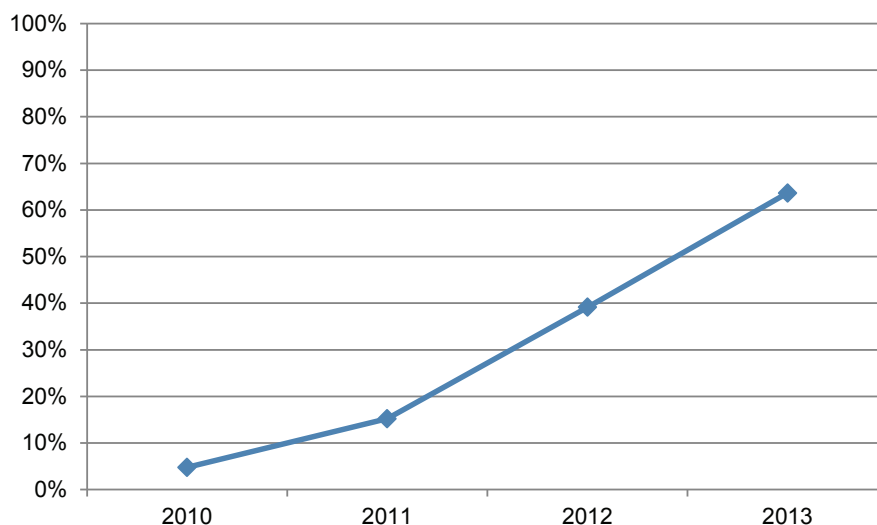
Eine ähnliche Entwicklung wie bei Ausschüttungssperren registriert Scope bei Drittverzugs- oder auch „Cross Default“-Klauseln. Fast zwei Drittel der 2013 begebenen Anleihen haben derartige Schutzklauseln. 2010 lag der Anteil noch bei 5%.

Drittverzugs-Klauseln gestehen Anleihegläubigern ein vorzeitiges Kündigungsrecht zu, wenn der Emittent seinen Zahlungen für die Anleihe zwar nachkommt, jedoch die Zahlungsverpflichtungen gegenüber anderen relevanten Gläubigern verletzt.

Schutzwirkung von Drittverzugs-Klauseln bei Mittelstandsanleihen vergleichsweise gering

Zwar können Drittverzugs-Klauseln dem Gläubiger als Frühwarnsystem dienen. Aus Sicht von Scope ist die Schutzwirkung dieser Klausel bei Mittelstandsanleihen jedoch vergleichsweise gering. Wichtig sind diese Klauseln vor allem bei Emittenten mit komplexen Verbindlichkeitsstrukturen. Dies trifft auf mittelständische Emittenten in der Regel nicht zu. Es ist fraglich, ob die Ausübung des Sonderkündigungsrechts den Anleiheaussfall bei Nichterfüllung anderer Verpflichtungen noch abwenden kann. Hinzu kommt, dass zahlreiche der bestehenden Drittverzugs-Klauseln erst dann greifen, wenn vergleichsweise hohe Zahlungsverpflichtungen vom Emittenten nicht bedient werden. Ist dies der Fall, steht das Unternehmen ohnehin unmittelbar vor der Insolvenz.

Anteil der Anleiheemissionen mit Drittverzugs-Klausel



Quelle: Scope Ratings

2013: Nur rund jede zehnte Anleihe verfügt über Financial Covenants

Kapitalstrukturauflagen (Financial Covenants)

Große Schutzwirkung für Anleihegläubiger können sogenannte Financial Covenants entfalten. Anders als bei herkömmlichen Bankkrediten oder auch bei LargeCap-Anleihen sind diese Klauseln im Mittelstandssegment bislang eher die Ausnahme – nur rund jede zehnte im vergangenen Jahr begebene Anleihe verfügt über Financial Covenants.

Financial Covenants sind Mindestanforderungen an die künftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittentin. Sie beziehen sich auf die finanzielle Situation des Kreditnehmers und verpflichten diesen, während der Kreditlaufzeit bestimmte Kennzahlen oder Grenzwerte (Ober- bzw. Untergrenzen) einzuhalten. Sie beziehen sich zum Beispiel auf die

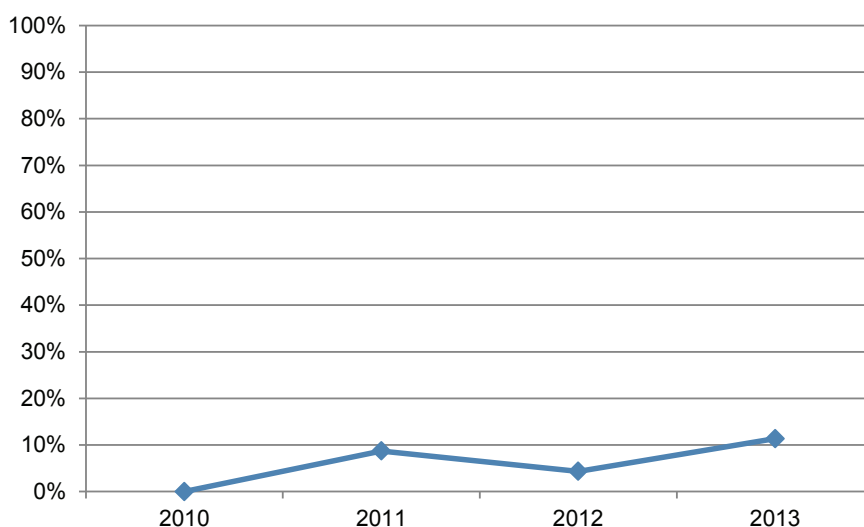
- Eigenkapitalausstattung (z.B. Peach Property),
- Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalquote (z.B. GIF, MIFA),
- Mindestliquidität (z.B. IPSAK),
- Kapitaldienstdeckung (z.B. MIFA)
- Neuverschuldung (z.B. Estavis, Rickmers, Sympatex) oder
- Rentabilitätskennzahlen

Werden die in den Anlagebedingungen beschriebenen Anforderungen verletzt, dürfen beispielsweise keine Ausschüttungen mehr erfolgen oder es besteht sogar das Recht zur sofortigen Kündigung der Anleihe durch die Gläubiger. Financial Covenants ermöglichen Anleihegläubigern, die wirtschaftliche und finanzielle Lage des Emittenten zu erfassen und dienen damit als Indikatoren zur Früherkennung von Bonitätsverschlechterungen.

Scope sieht den geringen Anteil an Financial Covenants kritisch

Darüber hinaus sind Financial Covenants aus Sicht von Scope geeignete Instrumente, um Emittenten finanzielle Disziplin aufzuerlegen. Insofern tragen sie indirekt dazu bei, Ausfallrisiken zu senken. Scope sieht den geringen Anteil an Financial Covenants im Markt der Mittelstandsanleihen daher sehr kritisch. Um den Anteil institutioneller Investoren im Mittelstandsanleihenmarkt signifikant zu erhöhen, ist die breite Anwendung von Financial Covenants unverzichtbar.

Anteil der Anleiheemissionen mit Financial Covenants



Quelle: Scope Ratings

Klauseln zu erlaubten Asset Sales oder Strategieänderungen bisher kaum verwendet

Weitere bonitätserhaltende Klauseln

Ähnlich wie Financial Covenants schränken Klauseln zu erlaubten Asset Sales oder Strategieänderungen den Handlungsspielraum des Managements stark ein. Zum Beispiel werden Unternehmen damit risikobehaftete Expansionen in neue Märkte oder Branchen untersagt. Ein anderes Beispiel ist das Verbot der Aufgabe von bestimmten Geschäftsbereichen.

Derartige Klauseln reduzieren operative oder finanzielle Risiken während der Anleihelaufzeit. Im Ergebnis erhöhen sie die Wahrscheinlichkeit, dass die Bilanzdaten der Emittenten im Gleichgewicht bleiben.

Am Markt für SME-Anleihen haben diese Schutzklauseln momentan noch Seltenheitswert. Lediglich 5 Anleihen weisen bislang diese Form von Covenants auf. Scope erwartet, dass derartige Klauseln verstärkt Einzug finden werden, damit Anleiheerlöse nicht als Risikokapital verstanden werden.

Zunahme von maßgeschneiderten Covenants deutet auf Professionalisierung hin

Maßgeschneiderte Covenants

Jenseits der oben beschriebenen Standard-Covenants befinden sich in den Anleihebedingungen der von Scope untersuchten Emissionen weitere Vertrauen schaffende Emittentenverpflichtungen. Dazu gehören:

- Treuhandkonten mit Liquiditätsreserve (z.B. Golden Gate und IPSAK)
- Einschränkungen für die Ausgabe weiterer Anleihen (z.B. Maritim)
- Bevorrechtigte Zuteilung von Aktien bei einem IPO (z.B. Karlie)
- Verpflichtungen im Umgang mit Markenrechten (z.B. Peine)
- Verpflichtungen für die Gewinnabführung aus Tochtergesellschaften (z.B. Porr)
- Reporting Covenants (Peach)

Anleihen mit derartig „exotischen“ Covenants wurden vor allem in den Jahren 2012/13 begeben. Nach Ansicht von Scope deutet dies auf eine zunehmende Professionalisierung hin. Die Anleihebedingungen werden zunehmend emittentenspezifisch zugeschnitten.

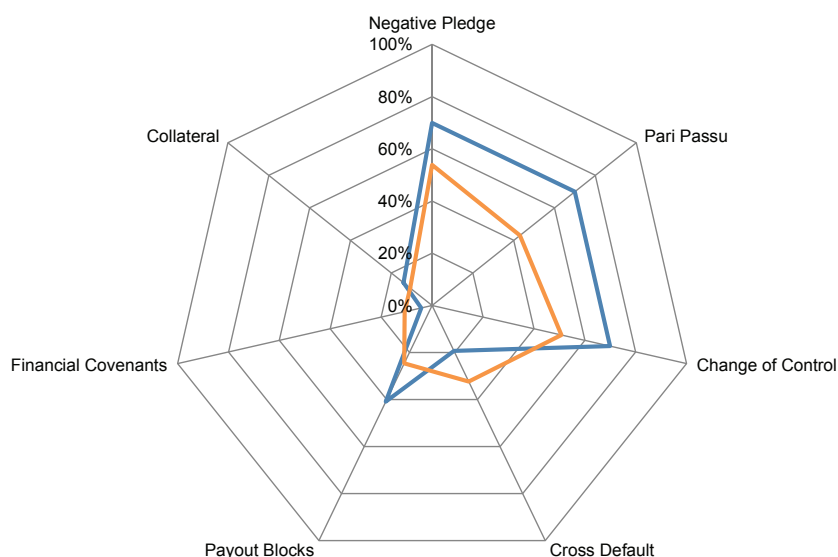
Tendenzieller Zusammenhang zwischen komplexen Covenants und Platzierungsquote

Platzierungserfolg mit umfangreicher Covenantstruktur

Der Platzierungserfolg von Anleihen ist in erster Linie von Fundamentaldaten abhängig – vor allem von: Kuponhöhe, Laufzeit, Besicherungskonzept, bisheriges und zukünftiges Finanzprofil des Emittenten, Marktumfeld und Wettbewerbsstellung des Emittenten, idiosynkratische Risiken, etc. Dennoch beobachtet Scope einen tendenziellen Zusammenhang zwischen Anleihen mit komplexen Covenantstrukturen und Anleihen mit hoher Platzierungsquote.

Die folgende Grafik vergleicht die Komplexität und den Umfang bei Covenantstrukturen von Anleihen, die mit überdurchschnittlichem Erfolg (>80%) platziert wurden (blaues Netz), mit Anleihen mit unterdurchschnittlichem Platzierungserfolg (<80%, rotes Netz). Das Ergebnis deutet nach Einschätzung von Scope darauf hin, dass Investoren Anleihen mit umfangreichen Covenants mehr Vertrauen entgegenbringen.

Covenantstruktur bei Anleihen mit über- und unterdurchschnittlichem Platzierungserfolg (Schwellenwert Platzierungsquote <=>80%)

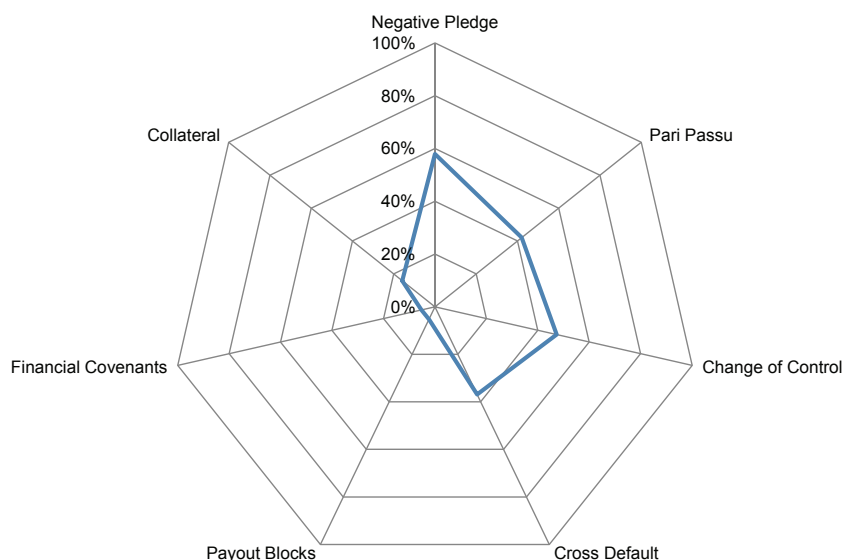


Quelle: Scope

Covenants bedeuten keinen automatischen Schutz vor Ausfällen

Dennoch: Komplex und umfangreich ausgestaltete Covenants bedeuten keinen automatischen Schutz vor Ausfällen. Auch einige der bisher im Mittelstandsmarkt ausgefallenen bzw. restrukturierten Anleihen weisen vergleichsweise komplexe Covenants aus – wie die Grafik unten belegt. Auffällig ist jedoch, dass nur eine der ausgefallenen Anleihen über Financial Covenants verfügte.

Covenantstruktur bei bisher ausgefallenen SME-Anleihen



Quelle: Scope

Im Insolvenzfall bieten vor allem Sicherheiten Schutz vor Verlusten

Besicherungen und Garantien

Während die meisten und allen voran Financial Covenants das Risikoprofil des Emittenten senken bzw. Verschlechterungen während der Anleihelaufzeit begrenzen sollen, bieten im Insolvenzfall vor allem Sicherheiten Schutz vor Verlusten. Üblich sind unter anderem Grundpfandrechte, dingliche Sicherheiten (Sachanlagen bzw. Finanzanlagen), Pfandrechte an Markenrechten (Bsp: Sympatex, Peine) oder Garantien verbundener Unternehmen. Im Jahr 2013 verfügte immerhin rund jede fünfte Anleihe über ein Sicherheitskonzept (siehe dazu auch Scope SME Outlook 2014).

Große Unterschiede zu anderen Anleihesegmenten

Trotz der fortschreitenden Etablierung von Covenants in den Anleihebedingungen deutscher SME Bonds sind diese nach Sicht von Scope noch weit von den Standard-Sets entfernt, die deutsche Large- und MidCap-Anleihen vorweisen. Auch der Markt für amerikanische Highyield-Bonds ist diesbezüglich weitaus professionalisierter.

Vor allem Financial Covenants sind massiv unterrepräsentiert

Zum einen sind die Covenant-Sets anderer Anleihesegmente deutlich umfangreicher und standardisierter. Zum anderen finden sich dort weitaus stärkere Schutzregeln in Form von Einschränkungen risikobehafteter Aktivitäten oder in Form von Financial Covenants, die die zwingende Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen bzw. die Einschränkungen einer weiteren Verschuldung (sogenannte Indebtness-Klauseln) vorsehen. Aus Sicht von Scope schützen gerade diese Klauseln den Gläubiger vor der Zunahme von Geschäftsrisiken der Emittenten.

Trotz der bestehenden Unterschiede im Vergleich zu anderen Anleihesegmenten gibt es durchaus mehrere Mittelstandsanleihen, deren Covenant-Ausstattung gleichwertig zu Anleihen der etablierten Segmente ist. Beispiele für Emissionen aus dem vergangenen Jahr, deren Covenant-Ausstattung Scope als sehr gut bewertet:

- Sympatex
- Estavis
- Sanha

Die Sicht der Ratingagentur

Klasse statt Masse

Grundsätzlich gilt: Covenants sind exzellente Schutzmechanismen für Anleihegläubiger, deren Ausfallrisiken nicht über Besicherungen oder sonstige materielle Garantien reduziert werden können. Es gilt aber auch, dass zwischen Masse und Klasse unterschieden werden muss.

Pro-Forma Klauseln haben nur sehr geringe Schutzwirkung

Scope bewertet bestimmte Covenants eher als „Pro-Forma“-Klausel, deren Schutzwirkung extrem gering ist. Beispiele sind Negativklauseln für Emittenten, deren Geschäftsmodell kaum die Verwertung von Pfandrechten oder sonstigen Kreditsicherheiten zulässt. Gleiches gilt für Gleichrangklauseln, die künftige Finanzverbindlichkeiten nicht einschließen und somit eine Verwässerung der Gläubigerstellung ermöglichen. Auch die Ausgestaltung von Drittverzugsklauseln, bei denen die Überschreitungslimits in Bezug auf andere Kreditverpflichtungen sehr hoch gesetzt wurden, bieten Anleihegläubigern nur wenig Schutz.

Darüber hinaus gibt es Schutzklauseln, die nur dann greifen, wenn definierte Bedingungen erfüllt sind. Beispielsweise gelten manche Covenants nur, wenn eine Gläubigerzustimmung von >50% erzielt werden kann. Eine genaue Prüfung der Anleihebedingungen ist daher in jedem Einzelfall zwingend notwendig.

Wichtigkeit von Covenants abhängig vom Einzelfall

Eine feste, nach Wichtigkeit gestaffelte Rangliste für die Ausgestaltung von Covenants im Mittelstandssegment lässt sich nicht pauschal darstellen. Covenants müssen auf den Einzelfall zugeschnitten sein und hängen stark von der individuellen Situation der Emittenten hinsichtlich Unternehmensstruktur, Bilanz, Finanzkennzahlen, Eigentumsverhältnisse und bestehender Verträge ab.

Klauseln zur Risikovermeidung und -früherkennung besser als Klauseln zum Gläubigerschutz im Insolvenzfall

Den positivsten Einfluss auf Anleiheratings haben stets jene Klauseln, die das Risikoprofil des Emittenten während der Laufzeit der Anleihe am deutlichsten senken. Hier sind vor allem Financial Covenants zur Risikofrüherkennung sowie Klauseln zur Einschränkung risikobehafteter Aktivitäten (Investments in risikobehaftete Assets, Verkauf wesentlicher Geschäftsteile, Einschränkungen bei Strategieänderungen) zu nennen.

Covenants, die erst im Insolvenzfall oder bei Nichtbedienung anderer Gläubiger greifen, entfalten ihre Schutzwirkung erst, wenn bereits ein signifikanter Ausfall für den Anleihegläubiger droht. Diese Schutzklauseln haben daher für die Einschätzung der Bonität des Emittenten in der Regel eine eher untergeordnete Bedeutung.

Weitere Professionalisierung bei Mittelstandsanleihen erforderlich

Etablierung von hohen Covenant-Standards als Schritt hin zu professionellen Marktstandards erforderlich

Nach Ansicht von Scope ist die flächendeckende Etablierung von hohen Covenant-Standards im Allgemeinen und Financial Covenants im Besonderen der wichtigste Schritt hin zu professionellen Marktstandards für Mittelstandsanleihen. Gerade Anleihen kleinerer Emittenten zeigen höhere Geschäfts- und Finanzrisiken, vor denen Anleihegläubiger bestmöglich geschützt werden müssen.

Die von Scope in dieser Studie untersuchten Klauseln können dabei als Richtschnur für ein Standard-Set dienen. Dennoch müssen Covenants stets auf die jeweilige Emission und das emittierende Unternehmen zugeschnitten sein.



Covenants

Studie zum deutschen Mittelstandsanleihenmarkt

Scope Ratings GmbH

Lennéstraße 5
10785 Berlin
T: +49 (0)30 27891-0
F: +49 (0)30 27891-100
Service: +49 (0)30 27891-300

info@scoperatings.com
www.scoperatings.com

Disclaimer

© 2014 Scope Corporation AG and all its subsidiaries including Scope Ratings GmbH, Scope Analysis GmbH, Scope Capital Services GmbH (collectively, Scope). All rights reserved. The information and data supporting Scope's ratings, rating reports, rating opinions and related research and credit opinions originate from sources Scope considers to be reliable and accurate. Scope cannot however independently verify the reliability and accuracy of the information and data. Scope's ratings, rating reports, rating opinions, or related research and credit opinions are provided "as is" without any representation or warranty of any kind. In no circumstance shall Scope or its directors, officers, employees and other representatives be liable to any party for any direct, indirect, incidental or otherwise damages, expenses of any kind, or losses arising from any use of Scope's ratings, rating reports, rating opinions, related research or credit opinions. Ratings and other related credit opinions issued by Scope are, and have to be viewed by any party, as opinions on relative credit risk and not as a statement of fact or recommendation to purchase, hold or sell securities. Past performance does not necessarily predict future results. Any report issued by Scope is not a prospectus or similar document related to a debt security or issuing entity. Scope issues credit ratings and related research and opinions with the understanding and expectation that parties using them will assess independently the suitability of each security for investment or transaction purposes. Scope's credit ratings address relative credit risk, they do not address other risks such as market, liquidity, legal, or volatility. The information and data included herein is protected by copyright and other laws. To reproduce, transmit, transfer, disseminate, translate, resell, or store for subsequent use for any such purpose the information and data contained herein, contact Scope Ratings GmbH at Lennéstraße 5 D-10785 Berlin.