



# RATINGKOMPAKT

## UNTERNEHMENSANLEIHEN

### Mittelstandsanleihen: Aufstockungen statt Neuemissionen

Die Emissionstätigkeit im Markt für Mittelstandsanleihen war im ersten Quartal 2014 sehr niedrig. Deutlich mehr Unternehmen stockten hingegen ihre bereits platzierten Anleihen auf. Bei Neuemissionen sieht Scope deutlich verbesserte Covenant-Strukturen.

In den ersten drei Monaten dieses Jahres wurden lediglich zwei Mittelstandsanleihen mit einem Volumen von zusammen 60 Mio. Euro emittiert (davon 55,3 Mio. Euro platziert). Zum Vergleich: Im ersten Quartal (Q1) 2013 waren es noch 4 Anleihen mit einem Emissionsvolumen von insgesamt 97 Mio. Euro (davon 61 Mio. Euro platziert).

Ein wesentlicher Grund für das geringe Emissionsvolumen ist die durch zahlreiche Emittenteninsolvenzen eingetrübte Marktstimmung. In Q1 dieses Jahres fielen mit Zamek und Rena zwei weitere Emittenten aus. Zusammen hatten sie drei Anleihen im Volumen von insgesamt rund 100 Mio. Euro platziert.

Ein weiterer Grund: Emissionsbanken prüfen potenzielle Emittenten intensiver und investieren mehr Zeit in die Konzeption der Anleihen – was in der Tendenz zu weniger aber qualitativ höherwertigen Emissionen führt.

#### Zahlreiche Aufstockungen

Mehr Kapital als mit Neuemissionen sammelten Emittenten in Q1 2014 mit Aufstockungen ein. Insgesamt registrierte Scope sieben Aufstockungen mit einem gesamten Volumen von fast 150 Mio. Euro. Vor allem Unternehmen, die positive Geschäftszahlen präsentierten und somit das Vertrauen der Investoren bestätigen konnten, machten hiervon Gebrauch – Beispiele sind unter anderen DIC Asset und HELMA Eigenheimbau. Die vergleichsweise hohe Anzahl erfolg-

reicher Aufstockungen belegt das weiterhin vorhandene Investoreninteresse an diesem Anleihe-Segment.

#### Klarer Trend hin zu Covenants und Besicherungen

Scope beobachtet seit längerem bei Neuemissionen einen klaren Trend hin zu mehr Gläubigerschutzklauseln (Covenants) und Besicherungskonzepten in den Anleihebedingungen. Bei den beiden

in Q1 emittierten Anleihen (GEWA und Neue ZWL) setzt sich dieser Trend fort. Scope bewertet die Covenant-Ausstattung beider Anleihen aus Investorenperspektive als sehr gut. Darüber hinaus weisen beide Anleihen Besicherungskonzepte auf. Die Entwicklung hin zu belastbaren Covenants und Besicherungen zeigt sich auch bei den zahlreichen Bondemissionen, die sich derzeit in der Konzeptionierung befinden. *(Download der vollständigen Covenant-Studie)*

#### Ausblick – Emissionsvolumen unterhalb Vorjahresniveau

Aufgrund der geringen Emissionsaktivitäten zu Jahresbeginn geht Scope davon aus, dass 2014 das Emissionsvolumen des Vorjahres nicht erreicht werden kann. Nichtsdestotrotz befinden sich derzeit zahlreiche Emissionen in der Vorbereitung – vor allem mehrere Immobilienunternehmen planen derzeit neue Emissionen. Dass von Investorenseite grundsätzlich weiter Interesse an Mittelstandsanleihen besteht, wird durch die hohe Anzahl erfolgreicher Aufsto-

#### Inhalt

**Titelstory:** Mittelstandsanleihen: Aufstockungen statt Neuemissionen..... 1

**Mittelstandsanleihen – Auf dem Weg zu professionellen Covenants-Standards** ..... 2

**Immobilienunternehmen: Anleihe statt Bankkredit** ..... 4

**Pressespiegel** ..... 5

**Scope Ratingübersicht** ..... 6

**Abonnement und Impressum** ..... 7

ckungen untermauert. Scope erwartet eine weitere Zunahme von Anleihen mit belastbaren Covenant-Strukturen und Besicherungskonzepten. Dies wird Investorenvertrauen stärken.

#### Wie bewertet Scope die Bonität von SMEs?

Die Unternehmensratings von Scope spiegeln sowohl die relative Ausfallwahrscheinlichkeit von Emittenten als auch die Verlustquote wider – letzteres vor allem für „non-investment-grade“-Ratings. Die Ratingmethodik hat einen stark zukunftsgerichteten Fokus – unter anderem werden für die Analyse prognostizierte Finanzkennzahlen verwendet. Qualitative Analysekomponenten bilden vor allem Risiken ab, die sich aus dem Geschäftsmodell der Unternehmen und dem jeweiligen Sektor ergeben. Bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen liegt darüber hinaus ein besonderer Fokus auf Liquiditätsrisiken.

*(Download der vollständigen Rating-Methodik)*

## Mittelstandsanleihen – Auf dem Weg zu professionellen Covenants-Standards

**Der deutsche Mittelstandsanleihermarkt 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 Covenants. Diese in den Anleihebedingungen festgeschriebenen Klauseln dienen zum einen dem Schutz der Investoren, da sie dem Emittenten unter anderem während der Anleihelaufzeit bestimmte Pflichten oder Verbote auferlegen. Damit können Covenants das Kreditrisiko senken, indem sie die wirtschaftliche Handlungsfreiheit der Emittentin einschränken. Zum anderen können entsprechende Covenants die Stellung der Gläubiger im Insolvenzfall bestimmen.

Scope Ratings hat den deutschen Markt für Mittelstandsanleihen in Bezug auf Covenants analysiert. Dazu wurden die Anleihebedingungen von 157 gelisteten

Anleihen mittelständischer Emittenten ausgewertet. Das Ergebnis: Es zeigt sich ein klarer Trend hin zu Verankerung von Covenants bei deutschen Mittelstandsanleihen:

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

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

Highyield-Bonds ist diesbezüglich weitaus professionisierter.

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.

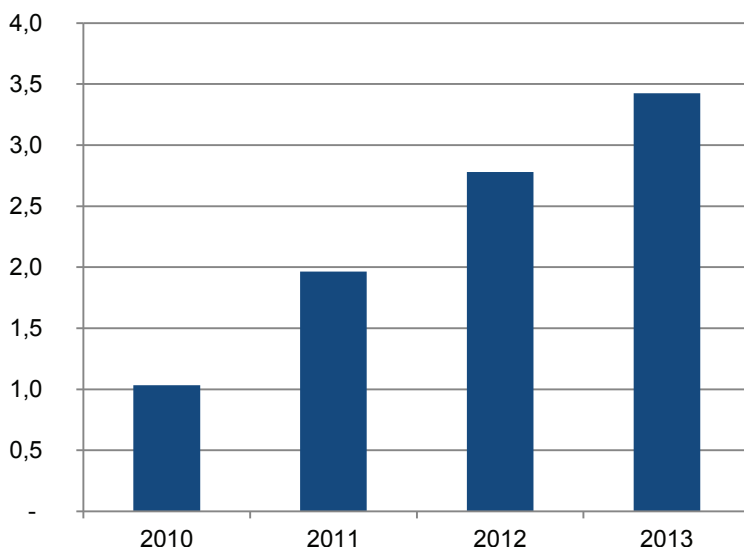
### Die Sicht der Ratingagentur: Masse ≠ Klasse

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.

Scope bewertet bestimmte Covenants eher als Pro-Forma Klausel, deren Schutzwirkung extrem gering ist. Beispiele dafür 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 Anleihegläubiger 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%

### Durchschnittliche Anzahl von Covenants je Neuemission



Quelle: Scope Ratings

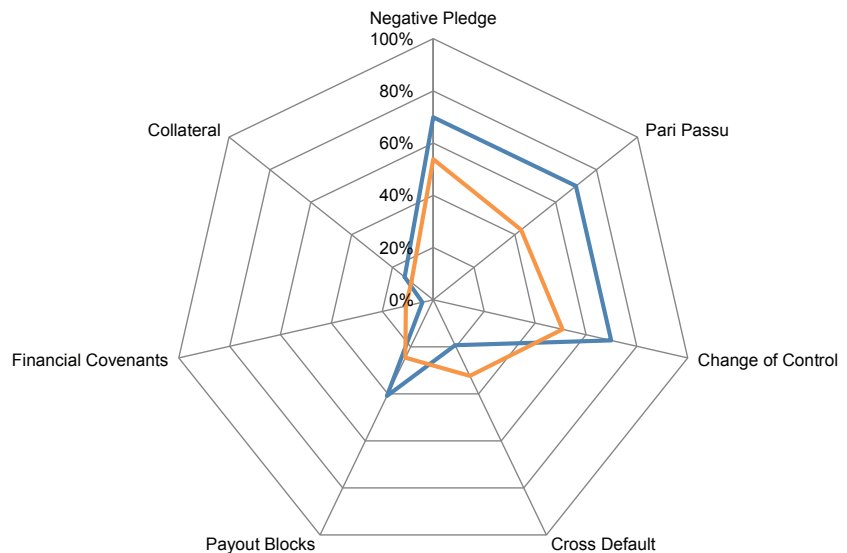
erzielt werden kann. Eine genaue Prüfung der Anleihebedingungen ist daher in jedem Einzelfall zwingend notwendig.

## 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 definiert sein und hängen stark von der individuellen Situation der Emittenten hinsichtlich Unternehmensstruktur, Bilanzstruktur, Finanzkennzahlen oder Eigentumsverhältnissen ab.

Aus Sicht von Scope haben jene Klauseln den stärksten Einfluss auf Anleiheratings, die das Risikoprofil des Emittenten während der Laufzeit der Anleihe am deutlichsten senken. Hier sind vor allem Financial Covenants zur Risikofrüherkennung und –vermeidung sowie Klauseln zur Einschränkung risikobehafteter Aktivitäten (Investments in risikobehaftete Assets, Verkauf wesentlicher Geschäftsteile, Einschränkung von Strategieänderungen) zu nennen.

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

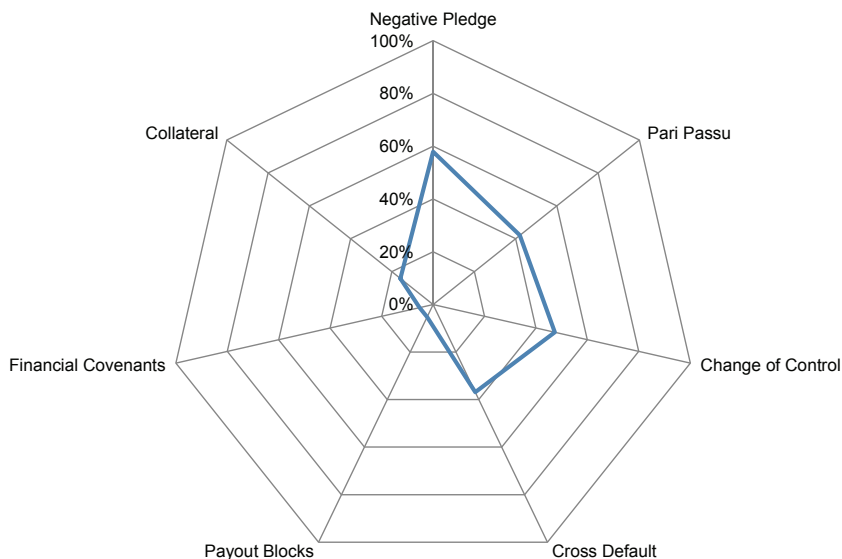


Quelle: Scope

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.

## Covenantstruktur bei bisher ausgefallenen SME-Anleihen



Quelle: Scope

## Weitere Professionalisierung bei Mittelstandsanleihen erforderlich

Eine weitere Professionalisierung der Strukturierung von Anleihen im deutschen SME Segment in Bezug auf Covenants ist aus Sicht von Scope notwendig. Gerade Anleihen kleinerer Emittenten zeigen höhere Geschäfts- und Finanzrisiken, vor denen der Anleihegläubiger bestmöglich geschützt werden muss. Nach Ansicht von Scope ist die flächendeckende Etablierung von Covenants der wichtigste Schritt hin zu professionellen Marktstandards. Auch um verstärkt institutionelle Investoren für das Mittelstandssegment zu gewinnen, sind hohe Covenants-Standards im Allgemeinen und umfassende Financial Covenants im Besonderen unverzichtbar.

**Download der vollständigen Covenants-Studie**

## Immobilienunternehmen: Anleihe statt Bankkredit

**Mittelständische Immobilienunternehmen finanzieren sich zunehmend direkt über den Kapitalmarkt. In den vergangenen vier Jahren wurde Anleihen mit einem Volumen mehr als eine Milliarde Euro emittiert.**

Börsennotierte Mittelstandsanleihen entwickeln sich neben Bankkredit und Schuldscheindarlehen zu einer echten Finanzierungsalternative – sowohl für Projektentwickler als auch für Bestandshalter. In den vergangenen vier Jahren haben mittelständisch geprägte Immobilienunternehmen bereits ein Anleihenvolumen von mehr als einer Milliarde Euro emittiert – das entspricht rund 15 Prozent des Emissionsvolumens sämtlicher Mittelstandsanleihen. Die Immobilienbranche stellt damit eine der größten Gruppen unter den Emittenten. Scope erwartet, dass dieser Anteil 2014 weiter ansteigen wird.

Was sind die Gründe für den Trend hin zum Kapitalmarkt? Zum einen mussten zahlreiche Banken in den vergangenen Jahren ihre Bilanzsummen aufgrund höherer Eigenkapitalanforderungen kürzen – und drosselten in der Folge die Kreditvergabe. Für einige mittelständische Immobilienunternehmen wurde Fremdkapital daher zur Mangelware. Zum anderen haben in den vergangenen Jahren zahlreiche deutsche Börsen speziell auf Mittelständler zugeschnittene Segmente geschaffen, an denen Emittenten zum Beispiel geringeren Publizitätspflichten unterliegen. Durch den verringerten Aufwand wurden Anleiheplatzierungen auch für kleinere Emittenten attraktiv. Während im Immobiliensektor das Gros der Emissionen im Large- und Mid-Cap-Bereich ein Volumen um die 200 Millionen aufweist, lag das durchschnittliche Emissionsvolumen der mittelständischen Immo-

bilienanleihen unter 50 Millionen Euro. Fast ein Drittel der Anleihen wies sogar ein Emissionsvolumen von 20 Millionen Euro oder weniger auf.

Neben den verringerten Offenlegungspflichten sind für zahlreiche Immobilienunternehmen auch die vergleichsweise moderaten Konditionen attraktiv. Die seit dem Jahr 2010 begebenen Immobilienanleihen wiesen einen durchschnittlichen Kupon in Höhe von 6,5 Prozent auf. Obwohl zahlreiche dieser Anleihen der Finanzierung von tendenziell risiko-reicheren Projektentwicklungen dienen, ist der durchschnittliche Kupon 70 Basispunkte niedriger als im Marktdurchschnitt sämtlicher Mittelstandsanleihen.

Erklären lassen sich die moderaten durchschnittlichen Kuponhöhen der Immobilienunternehmen in erster Linie durch den großen Umfang an Sicherungen. Während im Gesamtmarkt nur jede fünfte Mittelstandsanleihe über zusätzliche Sicherheiten verfügt, haben mehr als die Hälfte der Immobilienunternehmen ihre Anleihe mit Grundschulden oder Pfandrechten besichert.

Im Gegensatz zu unbesicherten Unternehmensanleihen können die Anleihegläubiger von besicherten Anleihen die Sicherheiten exklusiv verwerten und aus den Erlösen ihre Ansprüche vor anderen Gläubigern befriedigen. Die Erlösquote – also der Anteil der Forderungen, den Anleiheinvestoren nach Liquidierung sämtlicher Vermögenswerte erhalten – ist bei Anleihen mit werthaltigen Sicherheiten daher in der Regel deutlich höher als bei unbesicherten Unternehmensanleihen. Da Sicherheiten die Wahrscheinlichkeit von hohen Verlusten verringern, akzeptieren Investoren geringere Risikoaufschläge. Besicherungskonzepte tragen somit

dem Sicherheitsbedürfnis der Anleger und dem Bedürfnis der Emittenten, die Höhe des Kupons und somit die Finanzierungskosten zu begrenzen, gleichermaßen Rechnung.

Nichtsdestotrotz bieten auch besicherte Anleihekonzepete keinen hundertprozentigen Schutz vor Verlusten. Zum einen gibt es massive Unterschiede in der Werthaltigkeit der gestellten Anleihesicherheiten. Zum anderen kann sich der Wert der Sicherheiten während der Anleihelaufzeit signifikant verändern. Um das Risikoprofil und folglich den Kupon spürbar zu senken, sollten Immobilienanleihen eine Überbesicherung vorweisen. Dabei deckt der aktuelle Wert der Sicherungsobjekte nicht nur die Rückzahlung von Bankkrediten und der Anleihe voll ab, vielmehr gibt es noch genügend Puffer für eventuelle Wertverluste bei schwankenden Asset-Märkten über die Laufzeit der Anleihe.

In den vergangenen Monaten gab es im noch jungen Markt für Mittelstandsanleihen eine Reihe von Insolvenzen. Die Risikosensibilität der Investoren ist in Bezug auf Mittelstandsanleihen auf breiter Front gestiegen. Ablesen lässt sich dies unter anderem an den insgesamt steigenden Risikoaufschlägen bei Neuemissionen. In Zukunft werden Anleger bei Investitionsentscheidungen Risikoaspekte bei Mittelstandsanleihen noch stärker gewichten. Besicherte Anleihekonzepete werden dabei in der Gunst der Anleger weiter an Boden gewinnen. Immobilienunternehmen können diese Entwicklung nutzen, da sie – im Gegensatz zu Emittenten aus anderen Branchen – häufig werthaltige Sicherheiten anbieten können. Der Trend zu besicherten Immobilienanleihen mittelständischer Emittenten wird sich aus diesem Grund im Jahr 2014 weiter verstärken.

## Pressespiegel – ausgewählte Beiträge zu Unternehmensanleihen

Handelsblatt

### **Minibonds sind eine wichtige Option**

Zahlreiche Unternehmenspleiten wie zuletzt von Zamek haben das Segment für Mittelstandsanleihen in Verruf gebracht. Trotzdem glauben Experten weiter an das noch junge Finanzierungsinstrument. [➤ Mehr Infos](#)

---

Spiegel Online

### **Mittelstandsanleihe: Gefühl und Verführung**

Vertraute Namen, greifbare Produkte: Deutsche Anleger lieben Mittelstandsanleihen. Daran ändern auch die vielen Pleiten in diesem Segment nichts. Eine verhängnisvolle Affäre, deren böses Ende ab 2015 folgen wird. [➤ Mehr Infos](#)

---

Risiko Manager

### **Neue Ratingmethodik von Scope**

Die Berliner Ratingagentur Scope hat ihre Ratingmethodik zur Bewertung von Unternehmen und deren Schuldtitel überarbeitet. Die Methodik findet Anwendung für Ratings von kleinen und mittelgroßen Unternehmen aller Sektoren. [➤ Mehr Infos](#)

---

FAZ

### **Mittelstandsanleihen bieten zu wenig Sicherheiten**

Der Markt für Mittelstandsanleihen muss zu einem ordentlichen Markt für Hochzinsanleihen werden. Die Rating-Agentur Scope fordert Standard-Schutzklauseln, die Bank Steubing eine andere Ethik der Berater. [➤ Mehr Infos](#)

---

Finance Magazin

### **Covenants bei Mittelstandsanleihen: Viel Masse, wenig Klasse**

Die Emittenten von Mittelstandsanleihen gewähren ihren Investoren heute mehr Schutz als noch 2010. Doch handelt es sich bei einer Vielzahl der Covenants noch immer um einen „Pro Forma“-Schutz, wie die Ratingagentur Scope findet. [➤ Mehr Infos](#)

---

BondGuide

### **Fachkommentar zur Scope-Studie**

Der deutsche Mittelstandsanleihemarkt 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. [➤ Mehr Infos](#)

---

Portfolio International

### **Genau hinschauen bei Mittelstandsanleihen**

Eine der jüngeren Produktgruppen unter Rentenfonds sind Fonds aus Mittelstandsanleihen. Das Segment ist hierzulande vergleichsweise winzig. Auch die Anzahl der Banken, über die hierzulande der Großteil der Mittelstandsanleihen begeben wird, ist überschaubar. [➤ Mehr Infos](#)

---

Süddeutsche Zeitung

### **Refinanzierungs bei Mittelstandsanleihen**

Es klingt nach einem Stück solider Wertarbeit: Mittelstandsanleihen. Sie sind das wohl beliebteste Refinanzierungsinstrument von Unternehmen, die sich jenseits der Bank Geld besorgen möchten. [➤ Mehr Infos](#)

Aktuelle Analysemitteilungen können Sie unter  
[www.scoperatings.com](http://www.scoperatings.com) abonnieren.

## Ausgewählte Scope Ratings

### Corporate Bond Rating

| Identifikation                                                                         |                                                                                   |                       |             |             |                   |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------------|
| Anleihe                                                                                |                                                                                   | Emissions-<br>volumen | Zielmarkt   | Bond Rating | Rating<br>Outlook |
| ALNO AG 13/18 (8,500%)                                                                 |  | 45.000.000            | Deutschland | <b>B-</b>   | negative          |
| BioEnergie Taufkirchen GmbH & Co. KG 13/20 (6,5%)                                      |  | 15.000.000            | Deutschland | <b>BBB-</b> | positive          |
| HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG 12/17 (6,25%)                                          |  | 20.000.000            | Deutschland | <b>A-</b>   | stable            |
| Immobilien-Projektgesellschaft Salamander-Areal Kornwestheim mbH (IPSAK) 12/19 (6,75%) |  | 30.000.000            | Deutschland | <b>A-</b>   | stable            |
| Stern Immobilien AG 13/18 (6,250%)                                                     |  | 20.000.000            | Deutschland | <b>A-</b>   | stable            |

### Asset-Based & Structured Finance

| Identifikation                                                     |                                                                                     |                       |             |             |                |
|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-------------|-------------|----------------|
| Anleihe                                                            |                                                                                     | Emissions-<br>volumen | Zielmarkt   | Bond Rating | Rating Outlook |
| Haerzathe Studentenunits I BV<br>Mortgage backed bond 12/27 (7,0%) |  | 25.000.000            | Niederlande | A+          | none           |
| Herrenhausen Investment S.A. – Compartment I                       |  | 60.000.000            | Deutschland | (P)BBBsf    | n.a.           |
| IHS D Mittelstand                                                  |  | 50.000.000            | Deutschland | A           | stable         |

### Corporate Rating

| Identifikation                |                                                                                                                    |             | Rating      |                |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|----------------|
| Unternehmen                   | Segment                                                                                                            | Zielmarkt   | Rating      | Rating Outlook |
| Adler Real Estate AG          |  Grundstücks- und Wohnungswesen | Deutschland | <b>BB</b>   | positive       |
| Codic Group                   |  Grundstücks- und Wohnungswesen | Belgien     | <b>BBB-</b> | n.a.           |
| DF Deutsche Forfait AG        |  Dienstleistungen               | Deutschland | <b>B-*</b>  | n.a.           |
| Friedola Gebr. Holzapfel GmbH |  Verarbeitendes Gewerbe         | Deutschland | <b>B</b>    | stable         |
| Groupe Capelli SA             |  Grundstücks- und Wohnungswesen | Frankreich  | <b>BB+</b>  | stable         |
| Karl Group GmbH               |  Großhandel                     | Deutschland | <b>BB*</b>  | n.a.           |
| Metalcorp Group B.V.          |  Metallerzeugung                | Niederlande | <b>BB**</b> | n.a.           |
| S.C.A. Réalités               |  Grundstücks- und Wohnungswesen | Frankreich  | <b>BB-*</b> | n.a.           |
| Tecnocom Group                |  Telekommunikation              | Spanien     | <b>BB</b>   | stable         |

\* under review for downgrade

\*\* under review for upgrade

Alle Ratings auf [www.scooperatings.com](http://www.scooperatings.com).

Quelle: Scope Ratings; Stand: 30.04.2014

## Abonnement – Impressum

### Abo

Der Bezug des PDF-Newsletters RatingKompakt ist unverbindlich und kostenfrei. Für Fragen zum Abonnement: [redaktion@scoperatings.com](mailto:redaktion@scoperatings.com)

### Presse

Medienvertreter erhalten Spezial-Auswertungen, zusätzliche Materialien und allgemeine Auskünfte unter: [presse@scoperatings.com](mailto:presse@scoperatings.com)

### Kontakt

Informationen zum Analysespektrum der Scope Ratings GmbH bietet das Service-Center unter: [service@scoperatings.com](mailto:service@scoperatings.com)

### Lizenz

Lizenzpartner haben vollen Zugriff auf alle Ergebnisse der Analyse. Für kostenfreie und unverbindliche Probezugänge: [www.scoperatings.com](http://www.scoperatings.com)

### Herausgeber

Scope Ratings GmbH  
Lennéstraße 5  
D-10785 Berlin  
Tel. 030 27891-0  
Fax: 030 27891-100  
E-Mail: [redaktion@scope.de](mailto:redaktion@scope.de)  
Geschäftsführer: Thomas Morgenstern  
V.i.S.d.P.: David Frohriep  
Redaktion: André Fischer  
Layout: Nicolè Radulescu  
Redaktionsschluss: 05.05.2014

### Haftungsausschluss

Innerhalb des gesetzlich zulässigen Rahmens übernimmt Scope Ratings ausdrücklich weder für den Inhalt dieser Scope Publikation noch für Schäden, die aus oder im Zusammenhang mit der Publikation entstehen, eine Haftung und schließt diese hiermit ausdrücklich aus. Dies und die nachfolgenden Ausführungen gelten für alle Informationen, Aussagen und Empfehlungen. Die zur Verfügung gestellten Informationen, Aussagen und Empfehlungen dienen ausschließlich der generellen Information. Hierauf sollten Sie sich hinsichtlich Ihrer Entscheidung für oder gegen eine Kapitalanlage nicht verlassen. Der Inhalt soll nicht als Anlageberatung gesehen werden und er stellt auch keine Anlageberatung dar. Scope Ratings kann trotz sorgfältiger Auswahl und ständiger

Verifizierung der Daten keine Gewähr für deren Richtigkeit übernehmen. Informationen zu einzelnen Unternehmen bzw. Emissionen stellen keine Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren dar. Scope Ratings kann für Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen keine Garantie übernehmen, dennoch ist Scope Ratings in angemessener Weise bemüht, die Vollständigkeit und Richtigkeit sicherzustellen. Die Verwendung der Publikationen und der Informationen, Aussagen und Empfehlungen erfolgt auf eigenes Risiko. Für Verluste oder Schäden übernimmt Scope Ratings keine Haftung. Sie sind selbst dafür verantwortlich, die nötigen Schritte einzuleiten, um Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen, Aussagen und Empfehlungen zu überprüfen. Da es sich ausschließlich

um generelle Informationen, Aussagen und Empfehlungen handelt, sind diese nicht auf die Verwendung in individuellen Fällen abgestimmt und können daher auch für konkrete Anlageentscheidungen ungeeignet sein. Für die in den Publikationen enthaltene Anzeigen und Verweise zu externen Publikationen und zu verbundenen Warenzeichen oder Unternehmen wird weder für diese noch für deren Inhalt, Informationen, Aussagen, Empfehlungen, Güter oder Dienstleistungen eine Gewähr übernommen. Für Verluste oder Schäden, die Ihnen aufgrund der Verwendung dieser Seiten entstehen, übernimmt Scope Ratings keine Haftung. Die Anzeigen und Verweise erfolgen lediglich um Ihnen zu diesen Informationen und Dienstleistungen Zugang zu ermöglichen, da diese gegebenenfalls für Sie interessant sein könnten.