Immobilien-Kreditfonds
Studie zum europäischen Markt

Scope Ratings
www.scoperatings.com

Immobilien-Kreditfonds – Aufstieg einer Asset-Klasse

Die Bedeutung von Immobilien-Kreditfonds hat in den vergangenen Jahren rasant zugenommen. Scope Ratings hat den europäischen Markt analysiert. Die Kernergebnisse:

1. Sehr starkes Wachstum seit 2012

In den vergangenen zwei Jahren hat sich die Anzahl der Kreditfonds in der Emissionsphase von 6 auf 31 erhöht. Das Zielvolumen der Fonds in Emission ist im gleichen Zeitraum von 4,8 Mrd. auf 29,4 Mrd. Euro gestiegen – das entspricht einer Versechsfachung. Das gesamte geplante Fondsvolumen sämtlicher akiven Immobilien-Kreditfonds in Europa beläuft sich auf rund 33 Mrd. Euro.

2. Funding Prozess fortgeschritten – Investitionsquote jedoch gering

Obwohl das Gros der derzeit aktiven Fonds erst in den vergangenen zwei Jahren aufgelegt wurde, ist von dem gesamten geplanten Volumen europäischer Kreditfonds bereits fast die Hälfte durch Kapitalzusagen gedeckt. Die Investitionsquote ist im Vergleich dazu gering: Weniger als 20% des insgesamt anvisierten Volumens wurden bislang investiert.

3. Anforderungen an Risiko-Rendite-Profil erschweren Investitionen

Die geplante Allokation der Fonds zielt im Durchschnitt zu 79% auf Senior-Tranchen. Nur rund 17% des eingesammelten Kapitals sollen in Junior- oder Mezzanine-Tranchen investiert werden. Trotz des starken Fokus auf den risikoarmen Senior-Bereich erwarten Investoren eine durchschnittliche Rendite in Höhe von 8-10%.

4. Investitionen in die europäischen Kernmärkte stehen im Fokus

Die von Scope erfassten Kreditfonds investieren überwiegend in die liquiden und transparenten europäischen Kernmärkte. Großbritannien, Frankreich und Deutschland vereinen 92% des geplanten Investitionsvolumens auf sich. Andere Kerninvestmentmärkte wie zum Beispiel Italien, Spanien und die Niederlande spielen bislang eine untergeordnete Rolle.

5. Ausblick 2014: Finanzierungslücke als Chance für Kreditfonds

Scope geht für 2014 von einem weiteren, jedoch verlangsamten Wachstum bei Kreditfonds aus. Ein Wachstumsimpuls für Kreditfonds stellt die gegenwärtige Finanzierungslücke dar. 2014 und 2015 müssen europaweit Gewerbeimmobilienkredite im Umfang von rund 500 Mrd. Euro refinanziert werden. Scope erwartet, dass Kreditfonds einen Teil dieser Lücke werden schließen können – entweder durch direkte Vergabe von Krediten oder den Erwerb von Darlehensforderungen und somit durch Entlastung der Bankbilanzen.

Kontakte

Analysten

Philipp Wass
Senior Analyst Real Estate
p.wass@scoperatings.com

Sonja Knorr
Director
s.knorr@scoperatings.com

Investoren

Dr. Stefan Keller
Head of Institutional Clients
s.keller@scoperatings.com

Emittenten

Stephan Geiger
Managing Director
s.geiger@scoperatings.com

Presse / Redaktion

André Fischer
Communications Manager
a.fischer@scoperatings.com

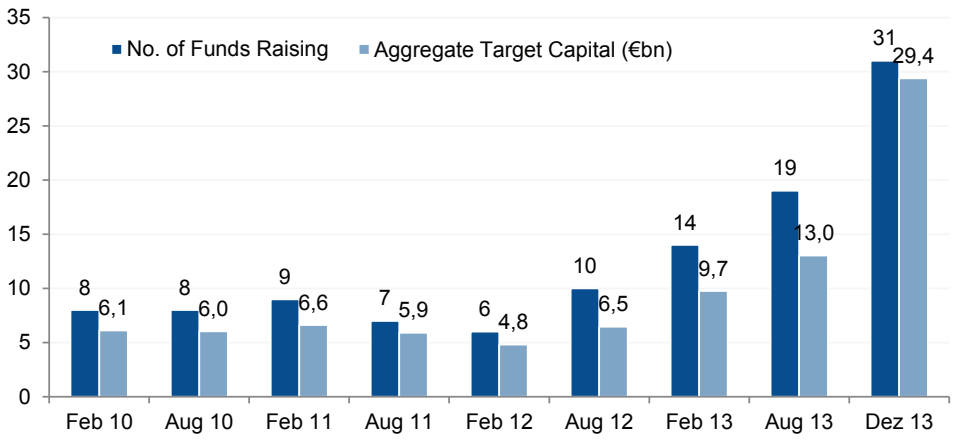
Starkes Wachstum seit 2012

Das gesamte Volumen von Fonds in Emission hat sich in nur zwei Jahren versechsfacht

Scope registriert in den vergangenen zwei Jahren starkes Wachstum bei Immobilien-Kreditfonds in Europa – dies gilt sowohl für deren Anzahl als auch für das geplante Zielvolumen: Während sich Anfang 2012 lediglich sechs Fonds mit einem Zielvolumen von insgesamt 4,8 Mrd. Euro in der Emission befanden, waren es Ende 2013 bereits 31 Kreditfonds mit einem aggregierten Zielvolumen in Höhe von 29,4 Mrd. Euro. Dies entspricht mehr als einer Versechsfachung des in Emission befindlichen Fondsvolumens in nur zwei Jahren.

Hinweis: Das Fondsvolumen besteht in der Regel nur aus Eigenkapital. Nur ein geringer Anteil der Kreditfonds hebelt eigene Investitionen nochmals durch die Aufnahme von Fremdkapital auf Fondsebene.

Kreditfonds in Emissionsphase



Quelle: Prequin, Scope, INREV, Stand: 31.12.2013

Was sind die Gründe für das starke Wachstum in den vergangenen zwei Jahren? Der Hauptgrund: Das derzeitige Niedrigzinsumfeld zwingt Investoren – vor allem Stiftungen, Versicherungen und Versorgungswerke – nach risikoarmen Substituten zu Staats- oder Unternehmensanleihen zu suchen. Kreditfonds versprechen deutlich höhere Erträge zu generieren.

Das geplante Fondsvolumen sämtlicher Kreditfonds in Europa beträgt rund 33 Mrd. Euro

Neben den gegenwärtig in der Platzierung befindlichen Produkten erfasst Scope weitere 10 Fonds mit einem Volumen von 3,2 Mrd. Euro, die bereits ausplatziert sind. Der Gesamtmarkt der aktiven Kreditfonds in Europa beläuft sich Ende 2013 somit auf 41 Fonds mit einem Zielvolumen von 32,6 Mrd. Euro[1]. Sofern die angestrebte Eigenkapitalausstattung der sich in Platzierung befindlichen Fonds erreicht wird, verfügen die gegenwärtig aktiven europäischen Kreditfonds somit über eine „Lending Capacity“ (Fondsvolumen), die einem Marktanteil von rund 3% am gesamten Finanzierungsvolumen im Bereich europäischer Gewerbeimmobilien entspricht.

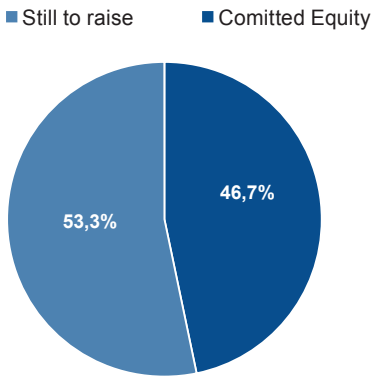
[1] Im Folgenden wird Bezug auf die Zahlen zum 28.02.2014 genommen (+ ein Fonds mit 600 USD Zielvolumen)

Platzierungs- versus Investitionsquote

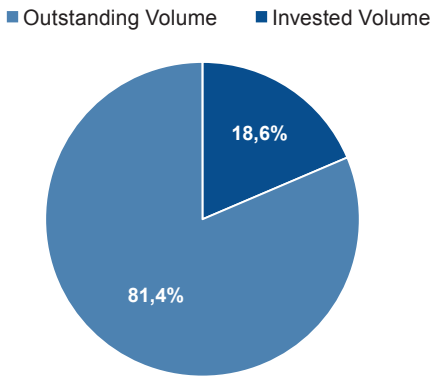
Fast die Hälfte des geplanten Fondsvolumens ist bereits durch Kapitalzusagen gedeckt

Obwohl das Gros (90%) der derzeit aktiven Fonds erst in den vergangenen zwei Jahren aufgelegt wurde, ist der Funding Prozess bereits fortgeschritten. Von dem gesamten geplanten Volumen europäischer Kreditfonds sind bereits rund 47% – dies entspricht 15,5 Mrd. Euro – durch Kapitalzusagen gedeckt.

Durchschnittlicher Platzierungsstand



Durchschnittliche Investitionsquote



Quelle: Scope; Stand: 28.02.2014

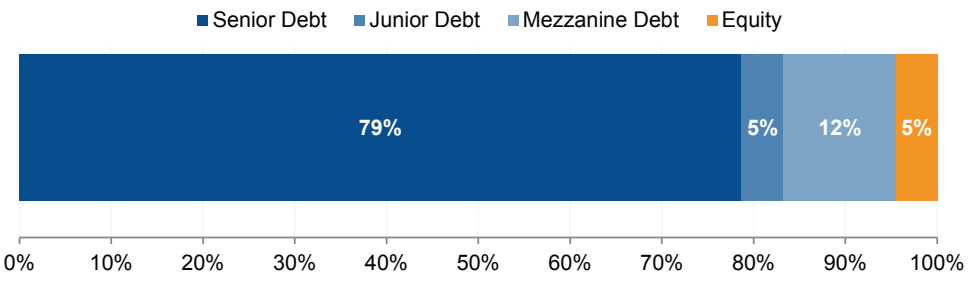
Weniger als 20% des insgesamt geplanten Fondsvolumen sind bereits investiert

In einem deutlich weniger fortgeschrittenen Stadium befindet sich der Investitionsprozess. Neben den ausplatzierten Fonds tätigen bereits zwei Drittel der noch in der Emission befindlichen Fonds erste Investments – bzw. sind auf der Suche nach Investitionsmöglichkeiten. Trotz der hohen Anzahl von investierenden Fonds wurden weniger als 20% des insgesamt anvisierten Volumens in Höhe von 33,3 Mrd. Euro bislang investiert.

Fast 80% der geplanten Investments entfallen auf risikoarme Senior-Tranchen

Was sind die Gründe für das im Vergleich zu den Kapitalzusagen bislang geringe Investitionsvolumen? Eine Erklärung sind die in Relation zum konservativen Investmentprofil hohen Renditeerwartungen. Die geplante Allokation der Fonds zielt im Durchschnitt zu 79% auf Senior-Tranchen. Nur rund 17% des eingesammelten Kapitals sollen in Junior- oder Mezzanine-Tranchen investiert werden. Trotz des starken Fokus auf den risikoarmen Senior-Bereich erwarten Investoren eine durchschnittliche Rendite in Höhe von 8-10%. Diese hohen Anforderungen an das Risiko-Rendite-Profil erschweren den Investitionsprozess zum Teil erheblich.

Geplante Allokation der aktiven Kreditfonds



Quelle: INREV I Scope, Stand: 28.02.2014

Hinweis zur Allokation: Neben Krediten beabsichtigen die derzeit aktiven Fonds auch die geringfügige Beimischung von Beteiligungskapital. Überwiegend handelt es sich hierbei um Vorzugskapital (stimmloses Eigenkapital mit höherer Profitpartizipation) mit dem geografischen Fokus auf Großbritannien.

Fondsanbieter mit institutionellem Hintergrund haben leichter Zugang zu Kreditportfolios hrer Muttergesellschaften

Ein weiterer Grund für den stockenden Investitionsprozess ist für einige Fonds der Zugang zu Krediten. Da Kreditfonds häufig Kredite nicht selbst vergeben dürfen, sind sie darauf angewiesen, Darlehen von Dritten zu erwerben oder eine sogenannte „Fronting Bank“ einzuschalten. Fondsanbieter mit institutionellem Hintergrund – also vor allem Tochtergesellschaften von Banken und Versicherungen – haben häufig einen direkteren Zugang zu den Kreditportfolios ihrer Muttergesellschaften. Es verwundert daher nicht, dass ihre Investitionsquoten mit durchschnittlich 21% höher liegen als die von unabhängigen Fondsanbietern (15%).

Zwei Drittel der aktiven Fonds stammt von Anbietern ohne institutionellen Hintergrund

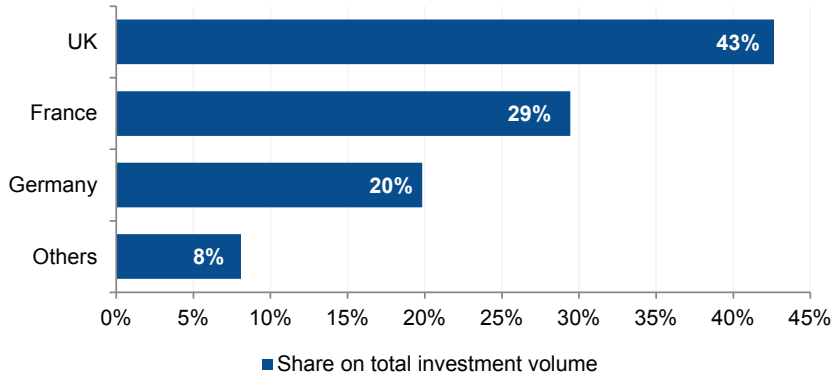
Zum Hintergrund: Von den 42 aktiven Fonds wurden 28 Fonds von unabhängigen Investmentgesellschaften initiiert, 8 Fonds stammen von Anbietern, die zu einem Versicherungskonzernen gehören. Weitere 6 Fonds wurden von Bankentöchtern begeben.

Geografischer Investmentfokus

92% des Fondsvolumens soll in Großbritannien, Frankreich und Deutschland investiert werden

Die von Scope erfassten Kreditfonds investieren überwiegend in die liquiden und transparenten europäischen Kernmärkte. Großbritannien, Frankreich und Deutschland vereinen 92% des geplanten Investitionsvolumens auf sich. Andere Kerninvestmentmärkte wie zum Beispiel Italien, Spanien und die Niederlande spielen bislang eine untergeordnete Rolle. Zurückzuführen ist dies vor allem auf Unsicherheiten in Bezug auf die wirtschaftlichen Aussichten und den weiteren möglichen Abwertungsdruck auf die Immobilienmärkte dieser Länder. Scope erwartet lediglich in Spanien mittelfristig signifikante Aktivitäten der Kreditfonds. Der Grund für diese Einschätzung ist das zuletzt deutlich angestiegene Investitionsvolumen auf dem spanischen Immobilienmarkt (Investitionsvolumen: Q4 +186% y-o-y).

Geografische Verteilung des gesamten geplanten Investitionsvolumens



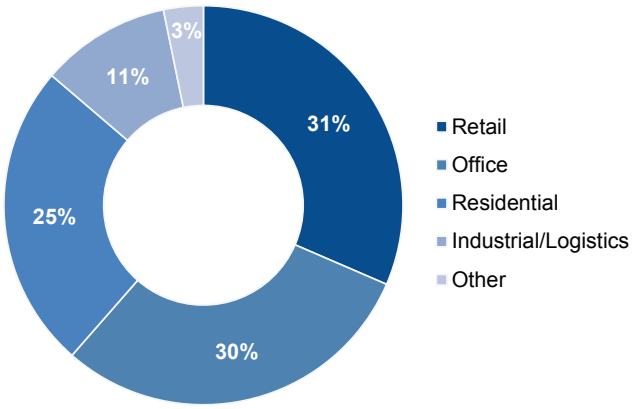
Quelle: Scope I INREV, Stand: 28.02.2014

Sektoraler Investmentfokus

Jeweils fast ein Drittel des geplanten Volumens soll in Kredite für Einzelhandels- und Büroimmobillien fließen

Die Nutzungsarten der den Krediten zugrunde liegenden Immobilien verteilen sich breit über das gesamte Spektrum: 31% des geplanten Zielvolumens fließen in Kredite für Einzelhandelsimmobillien, gefolgt von Büroobjekten mit 30% und dem Sektor Wohnen mit 25%. Daneben spielen noch Industrie-/Logistikimmobilien mit 11% eine relevante Rolle.

Ausgeglichene sektorale Verteilung



Quelle: Scope, INREV, Stand: 28.02.2014

Neben dem starken Fokus auf die risikoarmen Kapitaltranchen der Finanzierungsseite (zu 79% Senior-Tranchen) reflektiert auch der geografische und sektorale Anlagefokus das Risikoprofil der Kreditfondsinvestoren. Die risikoärmsten und liquidesten Märkte werden deutlich bevorzugt. Dieser konservative Investmentansatz ist nicht zuletzt den regulatorischen Anforderungen, denen institutionelle Investoren unterliegen, geschuldet.

Ausgestaltung von Kreditfonds

Die durchschnittliche Größe der angekauften Immobilienkredite beträgt 28 Mio. Euro

Nach Berechnungen von Scope Ratings liegt das geplante Fondsvolumen im Durchschnitt bei knapp 800 Mio. Euro. Die durchschnittliche Größe der angekauften oder zu begebenden Immobilienkredite beträgt 28 Mio. Euro.

Durchschnittliche Fondsparameter

Average target fund size	794.000.000
Average target loan size	28.000.000
Fund structure	Closed end
Levered	No Leverage
Type of income	Fixed
Average target IRR (min)	8,00%
Average target IRR (max)	10,00%
Target loan LTV	70,00%

Quelle: Scope, INREV, Stand: 28.02.2014

Mehr als ein Drittel der betrachteten Kreditfonds (40%) hat ein Zielvolumen von mehr als 500 Mio. Euro. Das sind das vergleichsweise große Volumina. Zum Vergleich: Deutsche Immobilienspezialfonds weisen ein durchschnittliches Eigenkapitalvolumen in Höhe von rund 150 Mio. Euro auf.

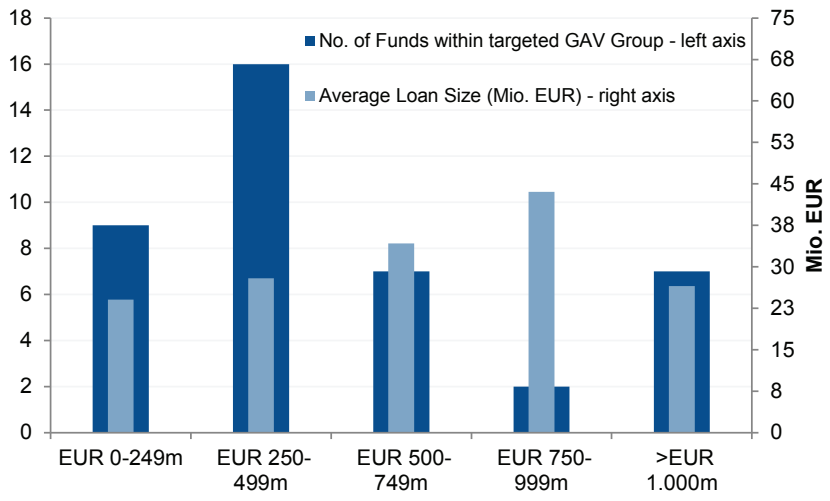
Fonds der Anbieter mit institutionellem Hintergrund haben höhere Platzierungsquoten

In Bezug auf den Platzierungserfolg ist auffällig, dass Fonds von Anbietern mit institutionellem Hintergrund – und somit Angliederung an eine Bank oder Versicherung – aktuell höhere durchschnittliche Platzierungsquoten aufweisen. Die 14 Fonds dieser Emittentengruppe haben derzeit für bereits 55% des geplanten Zielvolumens Kapitalzusagen akquiriert. Die 28 Fonds der Banken-unabhängigen Anbieter haben gegenwärtig erst 48% des angestrebten Volumens platziert.

Eine weitere Auffälligkeit beobachtet Scope bei der Höhe der durchschnittlichen Investments. In der Tendenz gilt: Je höher das Fondsvolumen, desto höher das angestrebte Einzelexposure. Das bedeutet, dass großvolumige Fonds in der Tendenz nicht mehr, dafür aber großvolumigere Kredite erwerben bzw. vergeben. Umgekehrt bedeutet es aber auch, dass kleine Fonds einen Diversifizierungsgrad anstreben, der den größeren Gesellschaften entspricht.

Eine Ausnahme von dieser Tendenz gibt es jedoch bei Fonds mit einem Volumen von mehr als 1 Mrd. Euro. Die sieben Fonds dieser Größenklasse streben eine deutlich breitere Diversifikation an und investieren daher wesentlich kleinteiliger. Die Fonds mit dieser strategischen Ausrichtung werden direkt von Banken gemanaged und fungieren als Syndizierungspartner – das heißt, sie erwerben Darlehensforderungen nicht im Ganzen, sondern nur Anteile daran.

Fondsvolumen versus durchschnittliches Kreditvolumen



Quelle: Scope, INREV, Stand: 28.02.2014

Die durchschnittliche Fondslaufzeit beträgt 7 Jahre

Die auf dem Markt befindlichen Kreditfonds haben eine feste Laufzeit, die im Bedarfsfall seitens des Asset Managers um bis zu 2 Jahre verlängert werden kann. Die durchschnittliche Laufzeit beträgt 7 Jahre. Das Spektrum reicht dabei von 3 bis 12 Jahren.

Ausblick

Scope erwartet weiteres Wachstum – Finanzierungslücke ist Wachstumsimpuls

Scope geht für 2014 von einem weiteren, jedoch leicht verlangsamten Wachstum bei Kreditfonds aus. Das Wachstum wird sich vor allem auf Kapitalzusagen bei bereits aktiven Fonds konzentrieren. Darüber hinaus erwartet Scope vermehrt Auflagen von sogenannten „made to measure"-Fonds. Dabei werden Fonds individuell und zugeschnitten auf die Anforderungen einzelner Investoren konzipiert.

Ein Wachstumsimpuls für Kreditfonds stellt die gegenwärtige Finanzierungslücke dar. 2014 und 2015 müssen europaweit Gewerbeimmobilienkredite im Umfang von rund 500 Mrd. Euro refinanziert werden. Zwar hat sich in jüngster Vergangenheit die Finanzierungssituation insbesondere für Core-Objekte wieder deutlich verbessert – dennoch wird die Finanzierungslücke in den kommenden beiden Jahren von DTZ Research mit 55 Mrd. Euro auf rund 10% beziffert. Scope geht davon aus, dass Kreditfonds einen Teil dieser Lücke werden schließen können – entweder durch direkte Kreditvergaben oder den Erwerb von Darlehensforderungen und somit durch die Entlastung der Bankbilanzen. Allerdings konzentrieren sich die Investitionen der aktiven Kreditfonds derzeit stark auf Deutschland, Frankreich und vor allem Großbritannien. In diesen Märkten gibt es nahezu keine Finanzierungslücke. Investments in Regionen mit hohen Finanzierungslücken – also vor allem der europäischen Peripherie – stehen hingegen nicht im Fokus der derzeit aktiven Fonds.

Begrenzt wird das Wachstum bei Kreditfonds derzeit auch dadurch, dass dieser vergleichsweise jungen Asset-Klasse ein belastbarer „Track Record" fehlt. Institutionelle Anleger investieren daher zunächst nur in verhältnismäßig kleinen Tranchen. Sollten Kreditfonds in den kommenden Jahren die an sie gestellten Erwartungen erfüllen, wird das Investoreninteresse weiter stark zunehmen.

Ein sehr wichtiger Aspekt für das weitere Wachstum bei Kreditfonds ist die Verfügbarkeit von geeigneten Investments. Vor allem die gegenwärtig angestrebten Risiko-Rendite-Profile der Kredite sind sehr anspruchsvoll. Die geplanten Renditen von 8 bis 10% können aufgrund des bisherigen Investmentfokus (79% Senior-Tranchen) nur schwer erreicht werden, so dass eine Anpassung der Renditeerwartungen oder des Risikoprofils bei neuen Produkten absehbar ist.

Ein weiterer Faktor, der das Wachstum kurzfristig beschränkt, ist die regulatorische Unsicherheit. Für eine wichtige Investorengruppe – Versicherungen und Versorgungswerke – hat beispielsweise Solvency II aber auch die neue deutsche Anlageverordnung erhebliche Relevanz für das künftige Investitionsverhalten. Da diese Regelwerke jedoch noch nicht in der endgültigen Fassung vorliegen, agieren diese Investoren vergleichsweise zurückhaltend.

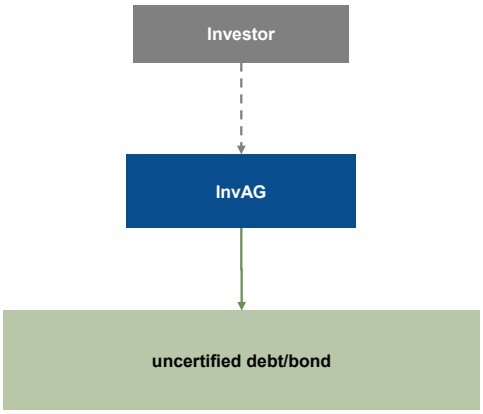
Trotz dieser Einschränkungen und vorübergehender Wachstumshindernisse erwartet Scope, dass sich Immobilien-Kreditfonds mittel- bis langfristig als Substitut zur Bankenfinanzierung europaweit etablieren können. Ihr Anteil am gesamten Gewerbeimmobilien-Finanzierungsvolumen wird sich jedoch auf absehbare Zeit auf unter 5% belaufen.

Verschiedene Strukturen am Markt

Scope stellt die gängigsten Varianten vor

Kreditfonds können sehr unterschiedlich strukturiert sein. Scope skizziert die derzeit gängigsten Varianten:

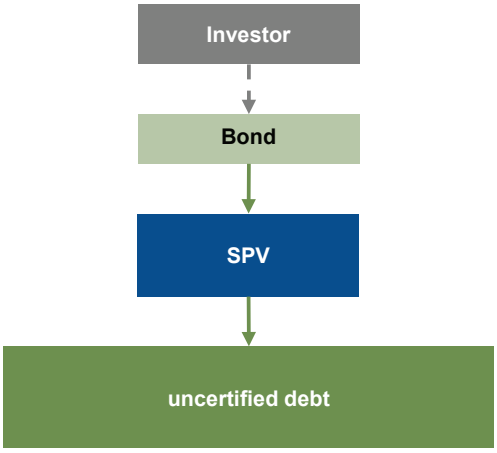
Struktur A



Ein Großteil der derzeit aktiven und von Scope erfassten Kreditfonds investiert im Rahmen der oben dargestellten Struktur. Dabei erwerben Investoren Fondsanteile. Das eingesammelte Kapital wird anschließend in Kreditforderungen investiert. Das Gros der Kreditfonds begibt jedoch nicht selbst Kredite, sondern kauft bestehende Darlehensforderungen von Banken an.

Eine weitere Möglichkeit, in Kredite zu investieren, ohne sie selbst zu vergeben, ist der Erwerb von ungelisteten Inhaberschuldverschreibungen. Diese werden vom Emittenten nach den Vorstellungen und Anforderungen des Fondsmanagements ausgestaltet. Der Fonds kauft dann die gesamte Inhaberschuldverschreibung auf – er ist alleiniger Investor und faktisch Kreditgeber. Die Sicherheiten dieser Strukturierung sind einzelvertraglich in den jeweiligen Schuldverschreibungen geregelt.

Struktur B

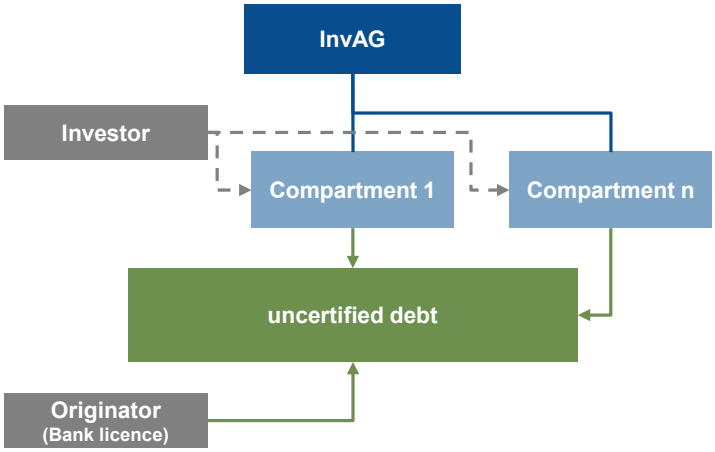


Institutionelle Investoren wie Versicherungen oder Versorgungswerke, die für ihr Sicherungsvermögen investieren, müssen aus regulatorischen Gründen ihre Investments mit Eigenkapital unterlegen – je riskanter das Investment, desto mehr Eigenkapital muss vorgehalten

werden. Im Rahmen dieser regulatorischen Vorgaben sind Anleihen in der Regel mit niedrigeren Eigenkapitalunterlegungspflichten verbunden als Fondsinvestments – was sie insbesondere für Versicherungen attraktiv macht. Die oben abgebildete Struktur, die am Markt gegenwärtig ebenso häufig vertreten ist wie Struktur A, entspricht vor allem den Bedürfnissen von Versicherungen zur Minimierung der Eigenkapitalunterlegungspflichten.

Es handelt sich hierbei um eine klassische ABS-Struktur. Die Zweckgesellschaft (SPV) kauft Darlehen und begibt ein in der Regel variabel verzinsliches Wertpapier („Bond“) mit einer Laufzeit von unter zehn Jahren, das von Investoren erworben wird. Auf Ebene des SPV werden in der Regel zusätzliche Sicherheiten („Credit Enhancements“) zur Risikominimierung implementiert. Da Anleihen fungibler sind als Fondsanteile, eignet sich diese Struktur vor allem um freie Liquidität höherverzinslich anzulegen und ist somit insbesondere für institutionelle Investoren die bessere Alternative zu „Cash in hand“.

Struktur C

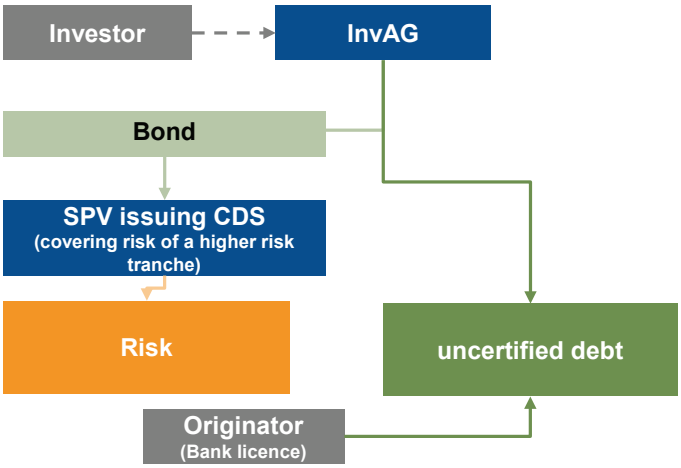


Die hier abgebildete Konstruktion (Struktur C) wird gegenwärtig noch vergleichsweise selten verwendet. Scope misst dieser Struktur jedoch großes Potenzial zu, da sie der Struktur von klassischen Immobilien-Spezialfonds stark ähnelt – und institutionelle Investoren damit vertraut sind. Bei dieser Struktur erwirbt die Investment-AG unverbriefte Darlehensforderungen. Die verkaufende Bank bleibt mit einem Anteil von mindestens 5% (häufig über 50%) an jedem Darlehen beteiligt. Investoren können sich über speziell auf ihre Bedürfnisse und Anforderungen zugeschnittene Teilgesellschaftsvermögen (Compartments) daran beteiligen.

Bisher sind die Varianten, die Scope beleuchtet hat, sehr sicherheitsorientiert. Der Fonds steht im Vorrang oder nimmt eine pari passu Stellung in Bezug auf den bei der Bank verbleibenden Anteil ein. Darüber hinaus werden die Fondsanteile in der Regel variabel verzinst, um mögliche Zinsänderungsrisiken für die Zielinvestoren zu vermeiden. Das geringe Risikoprofil spiegelt sich in der gegenwärtig vergleichsweise moderaten Verzinsung wider. Die Zielrenditen dieser Fonds liegen derzeit zwischen 1,5% und 2,0%.

Die größte Investorengruppe sind Sparkassen und kleinere Kreditinstitute, die diese Struktur gezielt nutzen, um ihre Kreditportfolios zu diversifizieren. Für Versicherungen oder Versorgungswerke ist diese Konstruktion weniger attraktiv, da die Eigenkapitalunterlegungspflichten in Relation zu den vergleichsweise geringen Renditeerwartungen zu hoch sind.

Struktur D



Die hier abgebildete Kreditfonds-Strukturierung (D) ist bislang ebenfalls eher die Ausnahme als die Regel. Durch die höhere Zielrendite sieht Scope jedoch insbesondere bei Versicherungen imd Versorgungswerken vergleichsweise großes Potenzial für diese Variante. Die Investmentgesellschaft erwirbt neben einem Darlehensportfolio zusätzlich eine von einer Zweckgesellschaft (SPV) begebene Anleihe. Das SPV generiert Ertrag über den Verkauf eines CDS an einen Käufer („Protection Buyer“ – in der Regel eine Bank), der eine exakt abgegrenzte Risikotranche eines Kreditportfolios gegen den Ausfall absichern möchte. Durch die Übernahme dieses Risikos – und Beimischung zum Darlehenspool – soll die Gesamtrendite für den Investor, bei einem ansonsten konservativen Risikoprofil, gesteigert werden. Die von Scope beobachteten Zielrenditen liegen zwischen 5,0% und 6,0%.

In Bezug auf den Darlehenspool bleibt die ursprüngliche Bank (Originator) mit mindestens 5% bei jedem Kredit engagiert. Dies soll zu einer gleichgerichteten Interessenlage („Alignment of Interest“) zwischen Investor und Originator führen und wirkt dementsprechend risikomindernd.

Scope beobachtet, dass insbesondere Versicherungen und Versorgungswerke an dieser Struktur interessiert sind. Der Grund: Bei dieser Mischform zwischen Fonds- und Anleiheinvestment ist das Verhältnis zwischen Zielrendite und erforderlicher Eigenkapital-Hinterlegung für diese Investorengruppe vergleichsweise attraktiv.

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.