

# „Scale“ ersetzt „Entry Standard“ Scope sieht Chance für Vertrauensgewinn



Während die Emissionsaktivitäten von sogenannten Mittelstandsanleihen aufgrund der hohen Ausfallrate im Segment nahezu zum Erliegen gekommen sind, wagt die Deutsche Börse zum 1. März 2017 einen Neustart für die Finanzierung von KMUs (kleine und mittelgroße Unternehmen). Aber ist der Relaunch des Entry Standards in das neue Segment „Scale“ eine gute Rehabilitierungsmöglichkeit? Scope begrüßt ausdrücklich die Einführung restriktiver quantitativer Mindestkriterien für neue Emissionen, die das Anlegervertrauen teilweise zurückgewinnen können. Wir erwarten eine stärkere Abkoppelung der Investorenbasis von Privatanlegern hin zu institutionellen Investoren - ein Professionalisierungsgrad, der bereits in anderen europäischen alternativen Anleihe-segmenten wie im spanischen MARF oder im italienischen ExtraMOT PRO erreicht ist.

## Mindestanforderungen trennen Spreu von Weizen

Sowohl neue Anleiheemissionen als auch die bisher noch 47 im Entry Standard gelisteten Anleihen<sup>1</sup> müssen für eine Aufnahme im neuen Segment „Scale“ bestimmte quantitative Mindestkriterien in Bezug auf die Verschuldung und Zinsdeckung erfüllen (siehe Abbildung 1). Für Neuemissionen gilt darüber hinaus ein Mindestemissionsvolumen von 20 Mio. Euro. Gemäß Scopes Ratingkriterien indizieren die gewählten Anforderungen zu Verschuldung und Zinsdeckung – abgesehen von Unternehmen in Ausnahmesektoren wie Immobilien oder Versorgern – ein Finanzrisikoprofil von B+ und besser.

Abbildung 1: Mindestanforderungen für Anleiheemittenten im „Scale“

Mindestanforderungen			
Erfüllung von 3 aus 6	1	EBIT/interest coverage	≥ 1,5x
	2	EBITDA/interest coverage	≥ 2,5x
	3	Risk-bearing capital	≥ 0,2x
	4	Total debt/EBITDA	≤ 7,5x
	5	Total net debt/EBITDA	≤ 5,0x
	6	Total debt/capital	≤ 0,85x
Zusätzliches Kriterium			
		Emissionsvolumen	≥ EUR 20m

Quelle: Deutsche Börse, Scope

Scope sieht damit diese Mindestanforderungen für Neuemissionen als vertrauensbildenden Filter, der eine Ausfallquote von über 20% - wie im bisherigen Mittelstandsmarkt der Fall - von vornherein vermeiden kann. Für bisher im Entry Standard gelistete Altanleihen, deren Emittenten die Mindestkriterien nicht erfüllen, erfolgt zwangsläufig der Wechsel in den Freiverkehr. Für jene Emittenten, die den Sprung in den „Scale“ schaffen, dürfte dies jedoch ein positives Signal setzen. Scope erwartet, dass rund die Hälfte der Emittenten mit Anleihe im Entry Standard die Kriterien erfüllen kann.

## Fazit: Höherer Professionalisierungsgrad spricht institutionelle Anleger an

Aus Scopes Perspektive ist die Einführung des neuen KMU-Segments „Scale“ ein Schritt in die richtige Richtung, auch wenn die Akzeptanz unter Emittenten und Investoren erst noch bewiesen werden muss. Die Suche nach „High Yield“ mit angemessenem Ausfallrisiko ist im anhaltenden Niedrigzinsumfeld ungebrochen. Mit der Einführung quantitativer Mindestkriterien, ein Professionalisierungsgrad den Scope nachdrücklich begrüßt, dürfte „Scale“ seine Investorenbasis deutlich stärker - wie auch ausländische alternative Marktsegmente wie der spanische MARF, der italienische ExtraMOT PRO oder der skandinavische ABM - an institutionelle Investoren ausrichten.

### Analysts

Sebastian Zank, CFA  
+49 30 27891 225  
[s.zank@scoperatings.com](mailto:s.zank@scoperatings.com)

Timo Schilz  
+49 30 27891 254  
[t.schilz@scoperatings.com](mailto:t.schilz@scoperatings.com)

### Investor Outreach

Michael Pinkus  
+49 30 27891 146  
[m.pinkus@scoperatings.com](mailto:m.pinkus@scoperatings.com)

### Press

Patric Garvin  
+49 69 92037 125  
[press@scoperatings.com](mailto:press@scoperatings.com)

### Related Research

Lessons learned in the German SME bond market, April 2015

Corporate Schuldschein Market: Demand bright, Pricing tight, Januar 2017

### Scope Ratings AG

Lennéstraße 5  
10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0  
Fax +49 30 27891 100  
Service +49 30 27891 300

[info@scoperatings.com](mailto:info@scoperatings.com)  
[www.scoperatings.com](http://www.scoperatings.com)



Bloomberg: SCOP

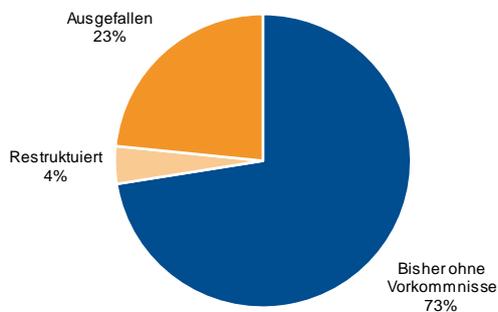
<sup>1</sup> Darunter auch von Scope geratete Anleihen bzw. Emittenten: Adler Real Estate AG (BB-), Alno AG (CC), Karlie Group GmbH (D), Stern Immobilien AG (BB-), Vedes AG (B+) [jeweils Emittenten-Ratings]

### Hohe Ausfallrate im bisherigen Mittelstandssegment

25% getilgt, >20% ausgefallen

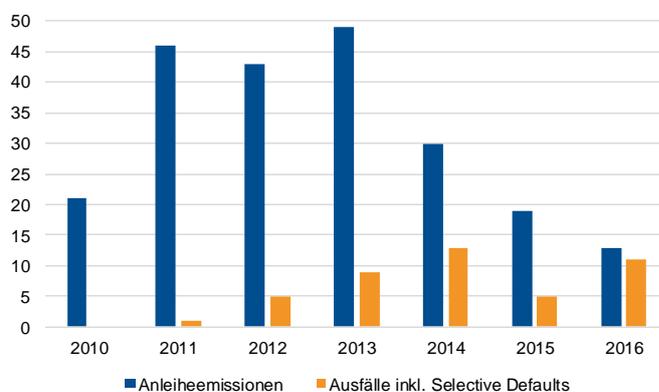
Bisher sind im gesamten deutschen Mittelstandssegment über 20% der platzierten Emissionen ausgefallen. Bei einem Gesamtvolumen von rund 9,3 Mrd. Euro aus mehr als 200 Anleiheemissionen entspricht das einer Ausfallquote von 25%. Zwar darf nicht verschwiegen werden, dass auch 53 Anleihen – und somit rund 25% des gesamten Marktvolumens – planmäßig oder vorzeitig getilgt wurden. Diese auch für ein ‚High Yield‘-Segment außergewöhnlich hohe Ausfallquote und dazugehörige Hiobsbotschaften dominieren dennoch das Marktsektiment. Hinzu kommt, dass bei den bisher kolportierten Meldungen zur Recovery Rate (Insolvenzquote) im Regelfall weniger als 30% Rückzahlung zu erwarten ist. Diese wenig vertrauensbildenden Entwicklungen mussten zwangsläufig zu einem sukzessiven Rückgang erfolgreicher Neuemissionen führen (siehe Abbildung 3).

Abbildung 2: Ausfallquote gemessen an Anzahl der Emissionen



Quelle: Scope Ratings

Abbildung 3: Anzahl der Neuemissionen vs Ausfälle (inkl. Selective Defaults)



Quelle: Scope Ratings

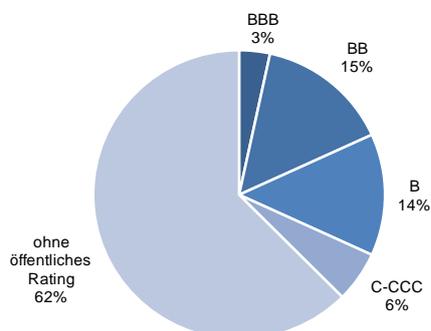
### Weitere Ausfälle und Restrukturierungen erwartet

### Refinanzierungswelle bei Mittelstandsanleihen kurz vor dem Höhepunkt

Wie an der sogenannten Refinanzierungswelle für Mittelstandsanleihen erkennbar, wird die wesentliche Refinanzierungsrunde für Mittelstandsanleihen erst nach dem Jahr 2017 eingeleitet (siehe Abbildung 5). Sind in 2017 noch rund EUR 800m aus 21 Anleihen abzulösen, die nicht bereits vorzeitig getilgt, ausgefallen oder per Gläubigerversammlung prolongiert wurden, stehen 2018 und 2019 noch 1,7 Mrd. Euro bzw. 1,3 Mrd. Euro aus 37 bzw. 27 Anleihen aus.

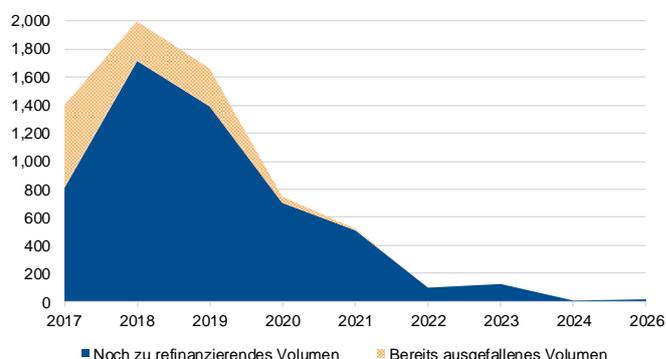
Scope erwartet im bisherigen Mittelstandssegment auch für 2017 und 2018 weitere Ausfälle und Anleiherestrukturierungen (z.B. Laufzeitverlängerungen, Senkungen des Zinskupons, Schuldenschnitt). Der ‚Scale‘ dürfte aber ein geeignetes Segment zur teilweisen Rehabilitation des ‚High Yield‘-Segments sein und durch die Rückgewinnung von Vertrauen für KMU-Finanzierungen bei der (Re)Finanzierung soliderer Emittenten helfen. Es ist jedoch zu erwarten, dass einige Emittenten den neuen öffentlichen Kapitalmarkt verlassen und sich anderen nicht-öffentlichen Alternativen wie bspw. Bankdarlehen oder Schuldscheinen zuwenden.

**Abbildung 4: Ratingverteilung (Emittentenrating) für noch ausstehende Anleiheemittenten**



Quelle: Scope Ratings

**Abbildung 5: Refinanzierungswelle im Mittelstandsmarkt (in Mio. Euro)**



Quelle: Scope Ratings

## Up or out- Wechsel von Entry Standard in den „Scale“ oder in den Freiverkehr

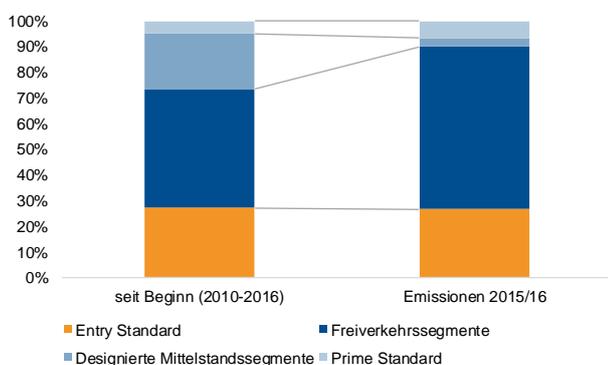
Zuletzt hauptsächlich Emissionen im wenig regulierten Freiverkehr

30% der 180 von Scope als Mittelstandsanleihen klassifizierten Anleihen notieren derzeit noch im Entry Standard. Seit 2014, als Folge hoher Ausfallraten und Marktturbulenzen in den zuvor angesprochenen Mittelstandssegmenten, wurden Neuemissionen vornehmlich in den wenig regulierten Freiverkehrsegmente der verschiedenen deutschen Regionalbörsen vorgenommen (siehe Abbildung 6).

Die Hälfte der Emittenten könnte Sprung in den „Scale“ schaffen

Die angeführten Mindestkriterien sind nach Ansicht von Scope ein geeigneter Filter, um jene Emittenten auszusortieren, bei denen andere Wege der Fremdfinanzierung bereits eingeschränkt sind. Es ist zu erwarten, dass nicht alle im Entry Standard verbliebenen Anleiheemittenten die Mindestanforderungen für eine Aufnahme im „Scale“ erfüllen<sup>2</sup>. Scope erwartet, dass lediglich die Hälfte der noch im Entry Standard gelisteten Anleiheemittenten den Sprung in den „Scale“ schafft. Für alle anderen Unternehmensanleihen bedeutet die Neusegmentierung zwangsläufig den Wechsel in den Freiverkehr. Insgesamt wird dadurch der Anteil im Freiverkehr gelisteter Anleihen zunehmen. Jene Emittenten, die den Sprung in den „Scale“ schaffen, dürften hingegen nach Ansicht von Scope an Investorenvertrauen gewinnen. Scope erwartet daher, dass auch andere bisherige Emittenten aus anderen Mittelstandssegmenten eine Listung im „Scale“ anstreben.

**Abbildung 6: Aufteilung auf Marktsegmente im bisherigen Markt für Mittelstandsanleihen**



Quelle: Scope Ratings

**Abbildung 7: Deutsche Börse: Aufteilung zwischen reguliertem Markt und Freiverkehrsegmenten**



Quelle: Deutsche Börse

<sup>2</sup> Das durchschnittliche Rating (Median) der Emittenten mit einer Anleihe im Entry Standard beträgt liegt aktuell bei B+, darunter auch fünf Emittenten im (Selective) Default.

## Mindestanforderungen und Ausrichtung auf institutionelle Anleger als Erfolgskonzept

### Alternative „High Yield“-Segmente in anderen europäischen Ländern

Alternative Anleihe-segmente sind insbesondere im anhaltenden Niedrigzinsniveau ein beliebtes, renditestarkes Investitionsfeld für Anleger. Wie sich an anderen alternativen Anleihe-segmenten in Spanien, Italien, Norwegen, Großbritannien oder Frankreich zeigt, funktionieren diese Märkte zum Teil (z.B. Norwegischer ABM seit 2005) ohne größere Skandale oder Ausfälle. Scope sieht insbesondere in Bezug auf die vorgeschriebenen Anforderungen und die teilweise ausschließliche Ausrichtung auf institutionelle Anleger als Erfolgsrezept für diese Anleihenmärkte. Insofern ist die neue Ausrichtung des „Scale“ die absolut richtige Richtung.

Alternatives Anleihe-segment	Standort	Mindestemissionsvolumen	Anforderungen bzw. Empfehlungen*	Investoren-Zielgruppe
Scale		20 Mio. Euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max Verschuldung</li> <li>• Min Zinsdeckung</li> </ul>	Institutionelle und Privatanleger
MARF		20 Mio. Euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Credit Rating<sup>3</sup></li> <li>• Verständnis unter Emissionsbegleitern zu Verschuldung und Unternehmensgröße<sup>4</sup></li> </ul>	Institutionelle Investoren
ExtraMOT PRO		15 Mio. Euro	n/a	Institutionelle Investoren
Alternext/Euronext	  	5 Mio. Euro	n/a	Institutionelle und Privatanleger
Nordic ABM		100 Mio. NOK (~11 Mio Euro)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Positive Cash Flows</li> </ul>	Institutionelle und Privatanleger
ORB			n/a	Vornehmlich Privatanleger

\* neben Dokumentations- und Transparenzanforderungen

### Fazit

Aus Scopes Perspektive ist die Einführung des neuen KMU-Segments „Scale“ ein Schritt in die richtige Richtung, auch wenn die Akzeptanz unter Emittenten und Investoren erst noch bewiesen werden muss. Mit der Festsetzung quantitativer Mindestkriterien, ein Professionalisierungsgrad den Scope nachdrücklich begrüßt, dürfte „Scale“ seine Investorenbasis deutlich stärker an institutionelle Investoren ausrichten. Eine durch Mindeststandards geförderte Vertrauensbildung im neuen Marktsegment könnte bei Neuemissionen deutlich bessere (Re-)Finanzierungskonditionen schaffen.

Mit Blick auf die anstehenden Refinanzierungen von Emittenten im bisherigen Entry Standard, aber auch den ursprünglich designierten Mittelstandsmärkten, eröffnet das neue Segment aus Scopes Sicht eine neue valide Refinanzierungsoption für die vergleichsweise besseren Kreditoren. Nichtsdestotrotz dürften weiterhin einige Emittenten – wie bisher bspw. MS Spaichingen AG, Bastei Lübbe AG, Karlsberg Brauerei AG oder MITEC Automotive AG (Refinanzierung über klassische Bankdarlehen) oder Edel AG, Sanochemia Pharmazeutika AG (Refinanzierung über Schuldschein) – sich vom Anleihemarkt ab- und traditionellen Finanzierungsquellen zuwenden.

<sup>3</sup> Median Rating der bisherigen Emittenten liegt bei BB+.

<sup>4</sup> Unter Emissionshäuser wird für Erstemittenten ein maximaler Verschuldungsgrad (Debt/EBITDA) von 3,5x und eine Unternehmensgröße von mindestens 12 Mio. Euro empfohlen.



## **„Scale“ ersetzt „Entry Standard“**

**Scope sieht Chance für Vertrauensgewinn**

### **Scope Ratings AG**

#### **Headquarters Berlin**

Lennéstraße 5  
D-10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0

#### **London**

Suite 407  
2 Angel Square  
London EC1V 1NY

Phone +44 20 3457 0444

#### **Frankfurt am Main**

Neue Mainzer Straße 66-68  
D-60311 Frankfurt am Main

Phone +49 69 97 944 754

#### **Madrid**

Paseo de la Castellana 95  
Edificio Torre Europa  
E-28046 Madrid

Phone +34 914 186 973

#### **Paris**

21, Boulevard Haussmann  
F-75009 Paris

Phone +33 1 53 43 29 89

[info@scoperatings.com](mailto:info@scoperatings.com)

[www.scoperatings.com](http://www.scoperatings.com)

### **Disclaimer**

© 2017 Scope SE & Co. KGaA and all its subsidiaries including Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor 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 AG at Lennéstraße 5 D-10785 Berlin.