

Ratingsystematik der Creditreform Rating AG

Rating von Finanzinstrumenten

(Emissionsratings)

01. Oktober 2024
Version 1.6

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | EINLEITUNG | 3 |
| 2 | ANWENDUNGSBEREICH | 4 |
| 3 | RATINGAUSSAGE UND -PROZESS | 6 |
| 3.1 | RATINGAUSSAGE..... | 6 |
| 3.2 | DATENANFORDERUNG UND VORANALYSE..... | 7 |
| 3.3 | MANAGEMENTGESPRÄCH..... | 8 |
| 3.4 | RATINGKOMITEE..... | 8 |
| 4 | RATINGMETHODIK | 9 |
| 4.1 | STRUKTURELLE RISIKEN..... | 11 |
| 4.1.1 | <i>Analyse der Transaktionsstruktur</i> | 11 |
| 4.1.2 | <i>Art der Besicherung und Seniorität</i> | 11 |
| 4.1.3 | <i>Revolvierende Periode, Ramp-Up</i> | 13 |
| 4.1.4 | <i>Covenants und Trigger-Ereignisse</i> | 13 |
| 4.1.5 | <i>Länder- und Sektorenrisiko</i> | 14 |
| 4.1.6 | <i>Rechtliche Aspekte</i> | 14 |
| 4.1.7 | <i>Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG)</i> | 15 |
| 4.2 | OPERATIVES RISIKO..... | 15 |
| 4.2.1 | <i>Originator und Servicer</i> | 15 |
| 4.2.2 | <i>Asset Manager</i> | 16 |
| 4.2.3 | <i>Kontrahentenrisiken</i> | 16 |
| 4.3 | KREDIT- UND PORTFOLIORISIKO..... | 17 |
| 4.3.1 | <i>Asset- und Kreditqualität</i> | 17 |
| 4.3.2 | <i>Portfoliostrukturanalyse</i> | 18 |
| 4.3.3 | <i>Eignungskriterien</i> | 18 |
| 4.3.4 | <i>Credit Enhancement</i> | 19 |
| 4.4 | CASHFLOW-MODELLIERUNG..... | 19 |
| 4.4.1 | <i>Simulationsverfahren</i> | 20 |
| 4.4.2 | <i>Erlösquoten-Analyse</i> | 21 |
| 4.4.3 | <i>Szenario-basierte Stresstests</i> | 22 |
| 4.4.4 | <i>Rating-Caps</i> | 22 |
| 5 | FORTLAUFENDE ÜBERWACHUNG UND FOLGERATING | 23 |

Änderungshinweise:

Bei diesem Dokument (v1.6) handelt es sich um ein redaktionelles Update, das keine wesentlichen, grundlegenden methodischen Änderungen hinsichtlich der Ableitung von Ratingnoten enthält. Im Rahmen des Updates wurde die Berücksichtigung von Faktoren aus dem Bereich „Umwelt, Soziales und Unternehmensführung“ (ESG) in einem separaten Abschnitt in der Methodik ergänzt. Zuvor wurde die Integration von ESG Faktoren in einem eigenständigen Dokument beschrieben und auf der Homepage von CRA veröffentlicht („The Impact of ESG Factors on Credit Ratings“). Das vorliegende Methodik-Update adaptiert die Inhalte zum Thema ESG für Emissionsratings.

Im Rahmen der Überarbeitung und Weiterentwicklung der Integration von ESG –Faktoren im Ratingprozess innerhalb der CRA fand eine Überprüfung der Definition von ESG-Faktoren statt. Die aktualisierte Definition von ESG-Faktoren kann in einzelnen Fällen zu einer abweichenden Darstellung in Ratingberichten sowie in Presse- bzw. Ratingmitteilungen führen. Dies hat jedoch keinen Einfluss auf die Ratingnotenfindung, sondern stellt vielmehr eine Weiterentwicklung der internen Vorgehensweise von CRA dar.

1 Einleitung

Die Creditreform Rating AG (im Folgenden auch „CRA“) führt seit ihrer Gründung im Jahr 2000 Ratings durch und hat sich zu einer anerkannten Europäischen Ratingagentur entwickelt.

Um beteiligten Parteien, Investoren und der interessierten Öffentlichkeit die Möglichkeit zu geben, ein Ratingurteil der CRA nachvollziehen zu können, wird die vorliegende Ratingsystematik zum Rating von Finanzinstrumenten offengelegt. Dieses Dokument wird regelmäßig aktualisiert, um Änderungen in der Methodik widerzuspiegeln. Die Ratingsystematik und der Verhaltenskodex der CRA sind auf der Internetseite www.creditreform-rating.de frei verfügbar.

Dieses Dokument beschreibt die Vorgehensweise bei der Durchführung eines Emissionsratings. Im Gegensatz zu einem Unternehmensrating bezieht sich ein Emissionsrating auf ein bestimmtes Finanzinstrument, wie z.B. eine Schuldverschreibung oder ein Schuldscheindarlehen. Diese Finanzinstrumente werden in der Regel von einem Unternehmen oder einer Zweckgesellschaft emittiert und als Einzel- oder Portfolio-Investment in ein in den Emissionsbedingungen definiertes Anlageuniversum investiert. Die betrachteten Finanzinstrumente können mit werthaltigen Sicherheiten („Collateral“) versehen oder durch Vermögenswerte gedeckt sein, deren Cashflows und/oder Verwertungserlöse im Falle eines Ausfalls zur Deckung der Ansprüche der Gläubiger zur Verfügung stehen. Die der Besicherung zugrundeliegenden Assets fungieren dabei während der Laufzeit häufig auch als Cash-generierende Einheit, um die laufenden Ansprüche der Gläubiger in Form von Zins und Tilgung zu bedienen. Im Gegensatz dazu steht das Finanzinstrument einer „klassischen“ Unternehmensanleihe, bei der in der Regel keine

derartige Besicherung vorliegt. Die vorliegende Ratingsystematik für Emissionsratings wird für diese unterschiedlichen Fälle mit weiteren Dokumentationen ergänzt.

Creditreform Emissionsratings werden unter Einbeziehung aller verfügbaren und als relevant eingestuft Informationen durchgeführt, um ein Risikomaß für eine derartige Emission abzuleiten. CRA trifft ihre Aussagen auf Basis einer Ratingmethodik, die unterschiedliche Analyseansätze verbindet. Im Vergleich zum Unternehmensrating der CRA werden bei Emissionsratings vordergründig die Aspekte der Seniorität und der Besicherung, sowie damit zusammenhängend vertragliche und strukturelle Elemente einer spezifischen Emission analysiert. Diese stellen einen eigenständigen Analyseschwerpunkt bei der Beurteilung neben der quantitativen Analyse dar.

Bei Emissionsratings handelt es sich um fundierte Meinungsäußerungen über die Kreditqualität einer Emission. Sie sind keine Empfehlungen zum Kauf, Verkauf oder zum Halten eines Finanzinstruments. Ein Emissionsrating stellt kein Rechtsgutachten dar und es erfolgt keine eigenständige Bewertung des zukünftigen Markt- bzw. Verkehrswertes einzelner Vermögenswerte und/oder der Investments der Emittentin.

2 Anwendungsbereich

Die vorliegende Ratingsystematik **Rating von Finanzinstrumenten (Emissionsratings)** definiert den allgemeinen Analyserahmen für die Durchführung eines Emissionsratings. Ein Emissionsrating bezieht sich auf ein spezifisches Finanzinstrument, wie zum Beispiel eine Schuldverschreibung oder ein Schuld-scheindarlehen, welches von einem Unternehmen begeben (emittiert) wird.

Im Rahmen der vorliegenden Systematik wird dementsprechend differenziert, ob es sich bei der Emittentin um ein gewerbliches Unternehmen mit operativer Geschäftstätigkeit oder um eine Zweckgesellschaft („Special Purpose Vehicle“, SPV) handelt. Weiterhin werden Emissionen danach differenziert, ob die Rückflüsse zur Bedienung eines bestimmten Finanzinstruments entweder direkt aus den laufenden Ergebnissen der operativen Geschäftstätigkeit eines Unternehmens resultieren, oder ob diese aus getätigten Investments („Underlyings“) generiert bzw. abgeleitet werden können. Drittens ist es notwendig, nach der Art der vorliegenden Besicherung zu differenzieren. Hierbei ist zunächst irrelevant, ob diese unmittelbar in Form einer direkten Besicherung (z.B. durch dingliche Sicherheiten), oder indirekt in Form von schuldrechtlichen Ansprüchen vorliegt. Der Beurteilung der Portfolio- und Kreditqualität der zugrundeliegenden Assets sowie des Asset-Managements und Servicing kommt im Fall forderungsbesicherter Wertpapiere eine besondere Bedeutung zu. Die vorliegende Ratingsystematik bildet die oben beschriebenen Fälle ab.

Das Rating eines Finanzinstruments wird so von einem **Unternehmensrating** abgegrenzt, bei welchem die Einstufung eines Unternehmens in eine Bonitätsklasse nach bestimmten Kriterien erfolgt. Obwohl

im Falle einer gänzlich unbesicherten Anleihe (z.B. Unternehmensanleihen) einem Emittentenrating eine besondere Bedeutung zukommt – weil hierüber eine detaillierte Einschätzung von operativen- und Kreditrisiken erfolgen kann – ist es bei Emissionsratings generell notwendig, zusätzliche Faktoren wie z.B. Rangfolgen in der Kapitalstruktur (Seniorität), Besicherungsmechanismen und transaktionspezifische Besonderheiten wie Credit Enhancements zu berücksichtigen. Das Rating eines Unternehmens und das Rating eines von diesem Unternehmen emittierten Wertpapiers können in der Regel nicht gleichgesetzt werden. Von einem bestehenden Unternehmensrating ist ein Emissionsrating daher auch nicht direkt ableitbar.

Sofern und soweit Finanzinstrumente in Form von strukturierten Tranchen herausgegeben werden, findet die **Ratingsystematik Strukturierte Finanzierungen** Anwendung, auf die wir an dieser Stelle ebenfalls verweisen.

3 Ratingaussage und -prozess

3.1 Ratingaussage

Die Ratingsystematik der CRA beruht auf der grundsätzlichen Frage, inwieweit die Emittentin in der Zukunft ihre finanziellen Verpflichtungen vollständig und fristgerecht erfüllen kann. Es wird analysiert, ob die zu erwarteten Rückflüsse (Cashflows) ausreichen werden, die fälligen Zahlungsverpflichtungen aus der Emission eines spezifischen Finanzinstruments zu bedienen. Somit ist das Emissionsrating eine Einschätzung der Agentur über die Kreditqualität eines spezifischen Finanzinstruments und bezieht sich auf die Frage, ob die Investoren während der Laufzeit einen Verlust erleiden. Während das Ratingergebnis allein auf das beurteilte Finanzinstrument abstellt, werden im Rahmen der Analyse das der Transaktion zugrundeliegende Geschäftsmodell und die geplanten Investments bzw. Underlyings beurteilt, ohne diese Einzelergebnisse explizit zu kommunizieren („Look Through Approach“).

Die Darstellung von Ratings setzt eine Definition des Ausfalls voraus. Die Begriffsdefinition der CRA lehnt sich grundsätzlich an die vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgenommene Definition eines Ausfalls an. Nach dieser Definition ist jeder tatsächlich eingetretene Verlust größer als Null gleichbedeutend mit einem Ausfall („First Euro Loss“). Ursachen dafür sind beispielsweise die Insolvenz oder Liquidation des Emittenten als Zahlungsverpflichteter. Bei der so vorliegenden Ausfalldefinition ist die Zahlungsunfähigkeit eines Emittenten aber nicht gleichbedeutend mit einem Ausfall des emittierten Finanzinstruments, da insbesondere bei besicherten bzw. durch Vermögenswerte gedeckten Strukturen weiterhin Erlösquoten bzw. Cashflows realisiert werden, welche den zum Zeitpunkt des Ausfalls noch ausstehenden Nominalbetrag sowie bis dahin fällige bzw. noch ausstehende Zins- bzw. Kuponzahlungen des Finanzinstruments teilweise oder vollständig kompensieren können. Deshalb wird im Falle von besicherten bzw. gedeckten Finanzinstrumenten das Ergebnis des Verwertungsprozesses explizit in die Ausfalldefinition aufgenommen. Ein Ausfall eines besicherten Finanzinstruments liegt demgemäß vor, wenn selbst nach der bereits erfolgten Verwertung von Sicherheiten vertraglichen Zahlungsverpflichtungen mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht vollständig nachgekommen werden kann.

Creditreform verwendet für Emissionsratings eine Notation/Ratingskala mit den international standardisierten Ratingklassen von AAA bis D. Da zur Beurteilung der Emission eines spezifischen Finanzinstruments insbesondere Besicherungselemente und Strukturmerkmale sowie deren Ausprägungen für ein spezifisches Finanzinstrument Berücksichtigung finden, werden zur Darstellung der Kreditqualität die folgenden Kategorien verwendet, welche jeweils einer Ratingklasse zugeordnet werden können:

| Ratingklasse | Rating | Beurteilung |
|--------------|-----------|---|
| AAA | AAA | Höchste Kreditqualität, geringstes Anlagerisiko |
| AA | AA+ | Sehr hohe Kreditqualität, sehr geringes Anlagerisiko |
| | AA | |
| | AA- | |
| A | A+ | Hohe Kreditqualität, geringes Anlagerisiko |
| | A | |
| | A- | |
| BBB | BBB+ | Stark befriedigende Kreditqualität, geringes bis mittleres Anlagerisiko |
| | BBB | |
| | BBB- | |
| BB | BB+ | Befriedigende Kreditqualität, mittleres Anlagerisiko |
| | BB | |
| | BB- | |
| B | B+ | Ausreichende Kreditqualität, höheres Anlagerisiko |
| | B | |
| | B- | |
| C | CCC | Geringe Kreditqualität, hohes bis sehr hohes Anlagerisiko |
| | CC | |
| | C | |
| D | D | Ungenügende Kreditqualität, Ausfall, Negativmerkmale |
| NR | Not Rated | Rating z. Zt. ausgesetzt, z.B. Verwertungsprozess |

Insbesondere bei einer Insolvenz oder Liquidation des Emittenten sowie aufgrund eingetretener Leistungsstörungen im Rahmen der vertraglichen Bedienungspflichten für ein Finanzinstrument wird bei Vergabe des Ratings die Ratingnotation mit einem Zusatz „D“ für Default versehen. Dieser Default bezieht sich auf den Emittenten bzw. auf eingetretene Ausfälle bei der Bedienung des gerateten Finanzinstruments.

Verantwortlich für das Rating der CRA ist ein Analyistenteam aus mindestens zwei Ratinganalysten. Das Analyistenteam ist während des gesamten Ratingprozesses und im anschließenden Monitoringprozess Ansprechpartner für den Auftraggeber. Als abschließende Instanz der Beurteilung dient ein Ratingkomitee.

3.2 Datenanforderung und Voranalyse

In einem ersten Schritt werden das für das Finanzinstrument und die vorgesehenen Investments (Mittelverwendung) relevante Geschäftsmodell analysiert und Informationen über das wirtschaftliche und rechtliche Umfeld recherchiert. Zu diesem Zweck werden die vom Initiator der Transaktion oder Manager eingereichten Unterlagen sowie spezifische Branchen- und Marktdaten verwendet. Die Datenanforderung umfasst Informationen zur Ausgestaltung des Finanzinstruments, spezifische Informationen über die Mittelverwendung bzw. die nachgelagerte Struktur der Vermögenswerte sowie die Besicherung

der Emission. Des Weiteren werden Informationen über den Originator bzw. den Manager der Transaktion analysiert. Abhängig vom Umfang der zur Verfügung gestellten Unterlagen werden teilweise nur stichprobenartige Plausibilitätsprüfungen zur Qualität und Konsistenz der Daten durchgeführt. Sämtliche erhaltenen Daten werden von der Agentur vertraulich behandelt.

3.3 Managementgespräch

Das Managementgespräch dient zur Erläuterung und Ergänzung der vorgelegten Informationen und wird mit dem Manager oder Initiator und gegebenenfalls mit weiteren an der Transaktion beteiligten Parteien geführt. Es werden qualitative und quantitative Faktoren besprochen. Schwerpunktmäßig wird die Bonität des Originators / Managers, die (Investitions-)Strategie, handelnde Personen, der historische Track Record bzw. die Performance sowie die für das Portfoliomanagement erforderlichen Werkzeuge und Kapazitäten beurteilt. Im Speziellen und im Einzelfall wird die Qualität der Besicherung sowie die Durchgriffsrechte im Rahmen der Regelwerke und Verträge von Finanzinstrumenten beurteilt, dies insbesondere zur Eingrenzung von Risiken bei komplexen und mehrstufigen Transaktionen.

3.4 Ratingkomitee

Die Erkenntnisse aus den im Ratingprozess durchgeführten Analysen werden von den Analysten zu einem Vorschlag für die Ratingnotation verdichtet. Die Rating-Analysten leiten den Bericht sowie den Notationsvorschlag an das Ratingkomitee weiter. Das Ratingkomitee ist die abschließende Instanz für das Rating. Es vergibt und ändert Ratingnoten. Das Komitee dient der Objektivierung der Ratingurteile und sichert die Einheitlichkeit der inhaltlichen und formalen Qualität der Ratings.

4 Ratingmethodik

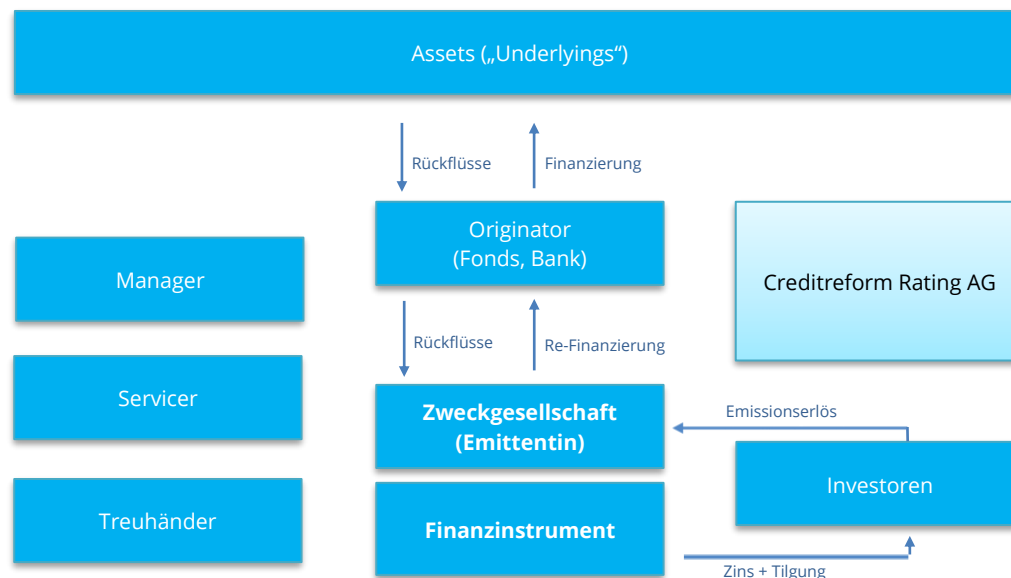
Aufgrund der unterschiedlichen Ausgestaltungsmerkmale von Transaktionen, welche die Ratingaussage hinsichtlich der Kreditqualität beeinflussen können, untersucht Creditreform Rating eine vorliegende Transaktion im Hinblick auf eine Vielzahl unterschiedlicher Risikofaktoren. Die Gewichtung der einzelnen Faktoren bei der Verdichtung zu einer Ratingaussage wird dabei vom Ratingteam in Anpassung an die Erfordernisse und Besonderheiten der jeweiligen Transaktion vorgenommen und durch das Ratingkomitee überprüft. Für ein spezifisches Finanzinstrument werden im Rahmen des Ratingprozesses quantitative und qualitative Analysen durchgeführt. Dabei fokussieren die Analysen die folgenden Risikofaktoren:



Einen wesentlichen Anteil an der Ratingnote hat die qualitative Analyse der Transaktionsstruktur bzw. die daraus ableitbare Qualität der Cashflows. Hierbei werden Stärken und Chancen für die Transaktion analysiert, wie z.B. die Reserven oder andere Besicherungsinstrumente. Ebenso positiv können sich bestimmte Vertragsregelungen bei Trigger-Ereignissen oder eine gute Bonität des Originators auswirken. Schwächen und Risiken der Transaktion werden dem gegenübergestellt. Die Implikationen eines Ausfalls des Emittenten, hohe Risiken auf Asset-Ebene oder eine geringe Diversifikation im Kredit- bzw. Forderungsportfolio können hier beispielsweise zum Tragen kommen. Für die qualitative Analyse werden Branchenkenntnisse und das Expertenwissen der Analysten herangezogen.

Creditreform wendet unterschiedliche Ratingansätze bzw. Analyse-Verfahren alternativ oder kumulativ an, abhängig davon, wie das Geschäftsmodell über die Emission eines Finanzinstruments umgesetzt wird und welche Merkmalsausprägungen für das spezifische Finanzinstrument vorliegen und in der Transaktion zum Tragen kommen. Grundsätzlich werden im Rahmen eines Emissionsratings Cashflow-Analysen durchgeführt, um die erwartete Bedienungsfähigkeit der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen für ein spezifisches Finanzinstrument bestimmen zu können. Zur Plausibilisierung des Chance-Risiko-Profiles werden einzelfallspezifisch Szenarioanalysen durchgeführt und die Cashflows gestresst. In Abhängigkeit vom Komplexitätsgrad der relevanten Struktur im Allgemeinen bzw. der quantitativen und qualitativen Ausgestaltung der Struktur der Investments sowie der Sicherheiten bzw. Deckungswerte im Speziellen, sind die Szenario-Analysen entsprechend spezifisch aufgestellt (siehe Punkt 4.5).

Eine typische Transaktionsstruktur lässt sich vereinfachend wie folgt darstellen:



Die mit der Begebung des Finanzinstrumentes erzielten Emissionserlöse werden zum Erwerb von Vermögenswerten durch die Zweckgesellschaft (SPV) investiert. Der Originator, etwa ein (Kredit-)Fonds, eine Bank oder Objektgesellschaft, akquiriert auf diese Weise Mittel, um Finanzierungen (Kredite oder Kredit-Unterbeteiligungen, Infrastruktur-Assets, Immobilien etc.) zu vergeben oder um zuvor vergebene Finanzierungen zu refinanzieren. Die Finanzierungs-Objekte bezeichnen wir im Folgenden als Assets bzw. „Underlyings“. Mit dem Begriff „Vermögenswerte“ grenzen wir hiervon die im Rahmen der Emission erworbenen Forderungen durch das SPV ab. Hierbei kann es sich bspw. auch um Eigenkapitalinvestitionen in Form von Fonds-Anteilen handeln. Die Vermögenswerte auf Ebene des SPV stehen durch unterschiedliche Arten der Besicherung und Deckung in einem Bezug zu der Werthaltigkeit der Assets/Underlyings (siehe Punkt 4.1.2, „Art der Besicherung“).

Bei Fonds-basierten Transaktionen übernimmt der Manager die Selektion von Zielinvestments und trägt die Verantwortung für die Due Diligence, den Aufbau des Portfolios und die laufende Risikosteuerung. Der Originator ist in diesem Fall ein Fonds, der sich durch den Verkauf von Fondsanteilen an das SPV refinanziert. Ebenso denkbar ist, dass das SPV Finanzierungen selbst direkt vergibt. Ein Servicer, sofern vorgesehen, überwacht die Abwicklung der Zahlungsströme, den Forderungseinzug und eventuell auch den Work-Out im Falle eines Zahlungsverzuges oder Ausfalls eines Schuldners. Der Servicer leitet die Zahlungsströme an das SPV weiter. Wird die Transaktion treuhänderisch verwaltet, prüft der Treuhänder im Interesse der Investoren die Zahlungsströme und verwahrt in der Regel die Konten. Die Investoren erhalten die in den Transaktionsbedingungen festgelegten Zahlungsströme in Form von Zins und Tilgung.

4.1 Strukturelle Risiken

4.1.1 Analyse der Transaktionsstruktur

Die Analyse der Transaktions- und Tilgungsstruktur erschließt die wesentlichen strukturellen Merkmale der Transaktion, die die Performance aus Sicht der Investoren positiv oder negativ beeinflussen können. Aufgrund der Flexibilität der Gestaltung von Finanzinstrumenten und der Vielzahl von investierbaren Asset-Klassen ist eine erschöpfende Nennung aller Merkmale kaum möglich. Zu den wichtigsten Merkmalen zählen die Zahlungspriorität von Zins und Tilgung in Bezug auf die zu ratenden Wertpapiere, die Art der Besicherung und zusätzliche Sicherheiten wie Zinsüberschüsse, Barreserven oder Liquiditätspuffer (Credit Enhancement); die Präsenz von Garantien und Hedging-Mechanismen; definierte Ereignisse (Trigger-Events), die die Zahlungsströme ändern; Auflagen, Bedingungen und andere Sicherungsmechanismen (Covenants, Eignungskriterien); sowie Call- oder Rückzahlungsoptionen (Early Redemption, Call-/Put-Rechte). Die Merkmale werden im Hinblick auf ihre Effektivität und ihre Leistung beurteilt und bei der Modellierung der Transaktion berücksichtigt.

Weitere spezifische Kriterien sind die Zweckbestimmung der Investition des Kapitals und im Fall einer Besicherung deren Art und Ausgestaltung. Da sich das Emissionsrating explizit auf ein spezifisches Finanzinstrument bezieht, sind weiterhin mögliche Strukturaspekte zu berücksichtigen, wie z.B. vertragsrechtliche Fristigkeiten und Rangigkeiten im Rahmen der Mittelherkunft und -Verwendung.

4.1.2 Art der Besicherung und Seniorität

4.1.2.1 Art der Besicherung

Um die Risikoposition eines Finanzinstruments im Falle eines Ausfalls für den Investor einschätzbar zu machen, wird im Ratingprozess analysiert, ob es sich bei der Emission um ein besichertes oder unbesichertes Finanzinstrument handelt. Bei besicherten Finanzinstrumenten sind in der Regel folgende Sachverhalte im Rahmen des Ratings zu berücksichtigen:

- Wer ist der Sicherheitengeber? Handelt es sich hierbei um den Emittenten selbst und/oder werden Dritt- bzw. Ersatzsicherheiten beispielsweise in Form von Garantien von einer anderen juristischen Person gestellt?
- Sind die getätigten Investments als Underlyings Gegenstand der Besicherung, welche beispielsweise nur indirekt als Deckungswerte in Form schuldrechtlicher Ansprüche zur Verfügung stehen?
- Bei den Sicherheiten kann es sich um spezifische dingliche Vermögenswerte (Assets), Geschäfts- oder Fondsanteile sowie Forderungen oder ähnliches handeln. Vermögenswerte bzw. Assets in Form von dinglichen Sicherheiten können einzelne bzw. mehrere Vermögenswerte einer bestimmten Branche, wie z.B. Immobilien, Infrastruktur, Logistik oder Energie beinhalten.

- Des Weiteren können Investments in einen Kredit oder eine Unterbeteiligung an einem Kredit getätigt werden, deren Zins- und Tilgungsleistungen zur Begleichung der Zahlungsverpflichtungen für ein Finanzinstrument dienen. Im Einzelfall ist zu beurteilen, ob bei nachhaltigen Leistungsstörungen auf spezifische Sicherheiten dieser Kredite und Unterbeteiligungen Rückgriff genommen werden kann, bzw. eine Verwertung von Vermögensgegenständen möglich ist.
- Mitunter befinden sich Sicherheiten bzw. Underlyings in rechtlich selbständigen Einheiten. Nicht selten haben Underlyings investmentseitig einen Projektcharakter, so dass Leistungsfähigkeit eines Investments als ein abgegrenztes Projekt mit seinen eigenen Cashflows zu beurteilen ist. Dabei kann es sich sowohl um bereits erstellte Wirtschaftsgüter und in der Planung befindliche Projekte handeln.

Bei der Beurteilung von Sicherheiten wird auf die interne Analyse der Besicherungselemente als auch auf externe Bewertungen, insbesondere für dingliche Sicherheiten, zurückgegriffen. Darauf aufsetzend sind Art, Form und Ausgestaltung sowie daraus abgeleitet die Werthaltigkeit der Sicherheiten bzw. der als Sicherheit dienenden Underlyings im Rahmen der Abschätzung des Kredit- und Portfoliorisikos zu beurteilen (siehe Punkt 4.4). Für eine spezifische Art der Besicherung wird für den Fall eines Ausfalls des Emittenten analysiert, ob und inwieweit Erlöse aus der Verwertung von Sicherheiten und/oder Rückflüsse bzw. Cashflows aus schuldrechtlichen Ansprüchen besicherter Underlyings den Gläubigern von Finanzinstrumenten zur Bedienung derer Zahlungsverpflichtungen zur Verfügung stehen können. Entsprechend stellt die Art der Besicherung bei Emissionen ein sogenanntes „Enhancement“ dar, welche unter der Berücksichtigung von strukturellen Aspekten je nach Höhe eine bessere Einschätzung der Kreditqualität im Verhältnis zu unbesicherten Emissionen ermöglicht.

Sind Finanzinstrumente *nicht* besichert und auch nicht durch schuldrechtliche Ansprüche gedeckt und werden auch keine Dritt- oder Ersatzsicherheiten gestellt, wird zur Bedienung der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen allein auf die Cashflows aus der operativen Geschäftstätigkeit bzw. auf erwartete Erlösquoten der Emittentin bzw. des Originators abgestellt. In diesen Fällen kommt dem vorgeschalteten Emittentenrating zur Abschätzung von operativen- und Kreditrisiken sowie der Seniorität des Finanzinstruments eine zentrale Rolle bei der Beurteilung der Emission zu.

4.1.2.2 Seniorität

Ist im Rahmen einer Emission nicht oder nur zum Teil von einer exklusiven Besicherung der Gläubiger eines Finanzinstruments auszugehen, sind zusätzlich Strukturaspekte zu berücksichtigen, die ein spezifisches Finanzinstrument einnimmt. Im Falle eines Ausfalls stehen die Cashflows aus verwerteten Sicherheiten zur Verfügung bzw. können Rückflüsse aus besicherten Underlyings aufgrund schuldrechtlicher Ansprüche generiert werden. Im Rahmen des Analyseprozesses sind somit Fristigkeiten und insbesondere die Rangigkeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten zu beurteilen. Kommt dieses Analysefeld

explizit im Rahmen des Ratings zur Anwendung, wird nicht mehr von einer einzigen, gleichrangigen und unbesicherten Klasse von Finanzverbindlichkeiten ausgegangen („Single Class of Debt“).

Einerseits wird im Sinne einer Mittelherkunftsbetrachtung beurteilt, welche Rangfolge das emittierte Finanzinstrument unter den möglichen Fremdkapitalklassen bei der Emittentin einnimmt und ob sich daraus eine faktische Besicherungs-Struktur ableiten lässt. Im Rahmen der vorliegenden Methodik für Emissionsratings gehen wir davon aus, dass nur das Finanzinstrument als einzelne Tranche emittiert wird und für die Laufzeit den alleinigen Schuldtitel der Emittentin darstellt. Fälle, in denen ein Finanzinstrument strukturiert in Form mehrerer Tranchen ausgegeben wird, werden gesondert in der CRA Ratingmethodik „Strukturierte Finanzierungen“ behandelt. Entsprechend sind im Rahmen der Ratinganalyse keine Fremdkapitalklassen zu berücksichtigen, jedoch oftmals Zahlungsreihenfolgen, welche sich im Einzelfall aus den Emissionsbedingungen ergeben.

Ausgehend vom Gedanken der Risikotragfähigkeit ist auf der anderen Seite im Hinblick auf die Mittelverwendung zu bedenken, dass der Pool aus Vermögenswerten der getätigten Investitionen aus Eigenkapital- und/ oder Fremdkapitaltiteln sowie aus Mischformen hieraus bestehen kann. Daraus abgeleitet ist die strukturelle Rangfolge der Zahlungsströme im Verhältnis zu möglichen weiteren Gläubigern zu beurteilen. Unter Berücksichtigung vorstehender Konstellationen wird so für eine spezifische Emission beurteilt, welcher Anteil erwirtschafteter Cashflows für die Bedienung der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen eines Finanzinstruments zur Verfügung steht.

4.1.3 Revolvierende Periode, Ramp-Up

Die Struktur der Transaktion bei Emissionsratings umfasst oftmals einen Zeitraum, in dem es zu einem sukzessiven Aufbau des Kreditportfolios über eine zeitliche Staffelung der Investitionen („Ramp-Up“) kommt. Ebenso möglich ist ein wiederholter Ankauf von Assets in einem bestimmten Zeitraum („revolvierende Periode“), gegenüber einem ansonsten statischen Portfolio. Der sukzessive Aufbau des Portfolios bzw. die Re-Investition von eingehenden Kapitalrückflüssen während der revolvierenden Periode unterliegt jedoch zumeist der Pflicht, dass neue Assets bestimmte Kriterien einhalten, da Investoren ansonsten das Risiko einer Verschlechterung der Kreditqualität des Portfolios durch den Erwerb neuer Vermögenswerte von geringerer Qualität tragen (siehe Punkt 4.4.3). Entsprechende Transaktionsmerkmale gehen in die Analyse ein und werden unter anderem bei der Modellierung der transaktionspezifischen Cashflows berücksichtigt.

4.1.4 Covenants und Trigger-Ereignisse

Wurden Covenants im Rahmen der Vertragsbedingungen für das Finanzinstrument vereinbart, finden diese bei der Analyse Berücksichtigung. Typische Regelungen sind in diesem Zusammenhang z.B. Change of Control oder Cross-Default-Klauseln, welche geltend gemacht werden können. Mit Blick auf

mögliche Rangverhältnisse, welches ein spezifisches Finanzinstrument im Verhältnis zu anderen Finanztiteln einnimmt sind, z.B. auch Positiv- und Negativ-Erklärungen in der Analyse zu berücksichtigen.

Oftmals werden in der Transaktion bestimmte Ereignisse definiert, welche eine Beendigung der revolvingen Periode bzw. der Ramp-Up-Phase oder eine vorzeitige Tilgung der emittierten Wertpapiere auslösen können. Trigger-Ereignisse können die Anforderungen an weitere Besicherungsmechanismen und das Risiko der Transaktion reduzieren. Sie dienen damit dem Schutz der Investoren gegen eine Verschlechterung der Qualität des Forderungsportfolios. Definierte Trigger-Ereignisse beinhalten beispielsweise eine Bonitätsverschlechterung einer beteiligten Partei; einen Bruch von vertraglichen Verpflichtungen („Covenants“); eine Verschlechterung der vorhandenen Besicherungen („Credit Enhancement“) wie auch von Liquiditätsreserven unter vorab festgelegte Grenzen; oder auch Grenzen für Ausfall- und Verwässerungsquoten, Zahlungsverzögerungen und Forderungslaufzeiten. Anhand der definierten Trigger-Ereignisse lassen sich Worst-Case-Szenarien ableiten, die wiederum in den quantitativen Analysen berücksichtigt werden können.

4.1.5 Länder- und Sektorenrisiko

Um insbesondere mögliche (Eventual-)Risiken fallspezifisch in der Analyse berücksichtigen zu können, werden weitere Parameter im Rahmen der Szenario-Analysen gestresst. Das Chance-Risiko-Profil einer spezifischen Emission, kann über diese Parameter zusätzlich beeinflusst werden. Hauptsächlich werden bei der CRA folgende Einflussgrößen fallspezifisch berücksichtigt:

- Allgemeine Zins - und Wechselkurseffekte
- Sekundärmarktpreise für Vermögensgegenstände bzw. Underlyings und Verwertungskosten
- Volkswirtschaftliche Rahmenparameter und Konjunkturdaten
- Markt- und Branchendaten

Bei besicherten bzw. mit Sicherheiten unterlegten Emissionsratings spielen Länderrisiken oft eine untergeordnete Rolle. Nichtsdestotrotz fließen diese als Eventualrisiken in die Szenarioanalysen mit ein.

4.1.6 Rechtliche Aspekte

Ausgehend von der Analyse der Transaktionsstruktur wird der Komplexitäts- bzw. Strukturierungsgrad einer Emission und daraus abgeleitet mögliche Konstruktionsmängel bzw. -risiken plausibilisiert. Dieser Plausibilisierung liegt eine Analyse der Vertragswerke (Term Sheet, Anleihebedingungen, nachgelagerte Verträge usw.) zugrunde. Verträge, Emissionsbedingungen und/oder Gutachten werden typischerweise von speziellen Anwälten erstellt. Entsprechende vertragliche Dokumente und rechtliche Gutachten werden von der CRA eingesehen. Sofern aus den Ergebnissen mögliche Konstruktionsmängel- bzw. -risiken ersichtlich werden, geben die Analysten ihre Einschätzung dieser Risiken ab. Die Erörterung rechtlicher

Aspekte stellt weder ein Rechtsgutachten der CRA dar, noch werden intern Rechtsgutachten als Zweitgutachten erstellt. CRA bildet sich zwar eine Meinung über diese Unterlagen, eine juristische Prüfung findet aber nicht statt. Neben transaktionsspezifischen rechtlichen Risiken werden im Rahmen des Emissionsratings auch regulatorische Risiken im weiteren Sinne plausibilisiert und in die Analyse mit einbezogen.

4.1.7 Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG)

CRA untersucht die Einflussfaktoren aus Umwelt, Sozialem und Unternehmensführung (ESG) auf die Kreditqualität eines Finanzinstruments. Dies erfolgt im Rahmen einer erweiterten Betrachtung der kreditbeeinflussenden Merkmale einer Transaktion. Zunächst wird jeder relevante Analyseaspekt hinsichtlich seiner Zuordnung zu Umwelt (E), Soziales (S) oder Unternehmensführung (G) untersucht. Stellt CRA eine Verbindung zu einem von CRA definiertem ESG-Faktor her, wird anschließend die Signifikanz des Einflusses dieses Analyseparameters bewertet. Sofern CRA feststellt, dass ein kreditbeeinflussendes Merkmal eine hohe Relevanz bezüglich eines ESG-Faktors aufweist, wird dies entsprechend in den Berichten dargestellt.

Die gleiche Vorgehensweise wird bei der Analyse des quantitativen Modells angewandt. Zu jeder getroffenen Modellannahme wird der mögliche Einfluss aus dem Bereich ESG hinterfragt und gegebenenfalls seine Signifikanz für das Rating beurteilt.

Gemäß der aktuellen Einschätzung von CRA lassen sich im Bereich der Kreditanalyse primär Risiken statt Chancen aus ESG relevanten Sachverhalten identifizieren. Dies resultiert aus der Annahme, dass CRA im Bereich Soziales und Unternehmensführung die Einhaltung von Standards erwartet. Eine Nichterfüllung dieser Standards führt gemäß CRAs Einschätzung zu erhöhten Kreditrisiken, beispielsweise durch Reputationsschäden oder Fehlverhalten einzelner Mitarbeiter. Andererseits führt eine Einhaltung oder gar Übererfüllung von Standards gemäß CRA nicht zwingend zu einer Reduzierung des Kreditrisikos bzw. lässt sich ein positiver Effekt auf das Kreditrisiko schwer quantifizieren. Eine Ausnahme bildet der Bereich Umwelt, in dem CRA durchaus Chancen mit entsprechend positivem Einfluss auf ein Unternehmen ableitet.

4.2 Operatives Risiko

4.2.1 Originator und Servicer

Bei der Emission von Finanzinstrumenten sind verschiedene Parteien beteiligt, wobei zunächst der Originator wesentlich ist. Der Originator ist der Initiator der zugrunde liegenden Forderungen. Eine Insolvenz des Originators während einer Transaktion kann unter Umständen zu erheblichen Risiken für die Durchsetzung der Ansprüche aller beteiligten Parteien führen, welche entsprechend eingeschätzt und beurteilt werden müssen. Für ein Rating der CRA sind die Geschäftspraktiken des Originators bei der Forderungsentstehung bzw. der Kreditvergabe ein wichtiges Merkmal. Auswahl- und Qualitätskriterien,

welche die zugrunde liegenden Vermögenswerte erfüllen müssen, sowie Konzentrations- und Portfolio-grenzen bei revolving Portfolios, werden plausibilisiert und fließen in das Ratingurteil mit ein (siehe Punkt 4.4).

Sofern die Besicherungsinstrumente nicht direkt als Cash-generierende Einheit dienen, und/oder Finanzinstrumente *nicht* besichert und keine Dritt- oder Ersatzsicherheiten gestellt werden, erfolgt die Auswertung nicht nur bezüglich der Forderungsentstehung („Underwriting“) und des Debitorenmanagements, sondern vor allem auch im Hinblick auf Fähigkeit des Originators zur Bedienung der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen aus Cashflows der operativen Geschäftstätigkeit. Die Einschätzung des operativen Risikos in Bezug auf den Originator beinhaltet die Analyse von Strategie und Geschäftsmodell, der Finanz- und Ertragslage sowie eine Einschätzung vorhandener operativer Kapazitäten. Hierbei kommt in der Regel eine gesonderte Bonitätsanalyse der CRA zum Tragen.

Der Servicer ist für die Verwaltung und Abwicklung der Zahlungen aus Forderungen des Portfolios verantwortlich. Oftmals ist der Servicer mit dem Originator identisch. Neben den Prozessabläufen beim Forderungsmanagement stellen die personellen und technischen Ressourcen wichtige Aspekte dar. Der Servicer übernimmt die Forderungsverwaltung, insbesondere die Cashflow-Steuerung, den Forderungseinzug und das Zahlungsverzugsmanagement. In bestimmten Asset-Klassen übernehmen Servicer weitere Funktionen, wie z.B. Umschuldungen oder Restrukturierungen im Falle eines Zahlungsverzuges. Die Beurteilung der operativen Risiken des Servicers berücksichtigt deshalb auch die Art der Forderungseintreibung und Fähigkeiten des Cash-Managements sowie eine Einschätzung der praxisrelevanten Systeme und Prozesse des Debitorenmanagements, wie auch die Qualität interner Kontrollprozesse.

4.2.2 Asset Manager

Bei Transaktionen mit einer Fonds-Struktur (beispielsweise Infrastruktur- oder Immobilienfonds, alternative Investmentfonds (AIF) und Private Debt/Equity Fonds) übernimmt der Asset Manager in der Regel die Planung, Due Diligence und Auswahl der Zielinvestments, steuert den Aufbau des Portfolios (Allokation, Diversifikation etc.) und betreibt das Risikomanagement des Portfolios von Vermögenswerten. Die Beurteilung des Managers fokussiert dabei auf Aspekte der Kompetenz (Strategie, Team, Track Record), auf vorhandene Prozesse und Kapazitäten (Bewertung, Monitoring) und das geplante Risikomanagement (Risikoeinschätzungen, Portfoliosteuerung etc.).

4.2.3 Kontrahentenrisiken

Neben Originator und Servicer werden bei der Analyse der Kontrahentenrisiken auch die Bonität und Erfahrung der Sicherungsgeber und Swap-Kontrahenten, kontoführenden Banken und Treuhänder beurteilt. CRA beurteilt dabei Abhängigkeiten von beteiligten Parteien. Kontrahentenrisiken, die beispielsweise durch die Bereitstellung von Derivaten, Kreditlinien oder finanziellen Garantien entstehen, reprä-

sentieren Risiken, die über das Kreditrisiko des Forderungspools hinausgehen. Wichtige beteiligte Parteien, wie beispielsweise kontoführende oder garantiegebende Banken, Versicherungen, Swap-Kontrahenten oder Treuhändler werden deshalb im Ratingprozess untersucht. Entsprechende Risiken und anfallende Gebühren fließen in die Bewertung ein.

4.3 Kredit- und Portfoliorisiko

4.3.1 Asset- und Kreditqualität

Die Beurteilung der Asset- und Kreditqualität der Underlyings erfolgt in Abhängigkeit von der spezifischen Asset-Klasse, welche dem Finanzinstrument als Cashflow-generierende Einheit bzw. als (dingliche) werthaltige Besicherung („Collateral“) zugrunde liegen. Grundsätzlich sind eine Vielzahl von unterschiedlichen Assets in der Funktion als Cashflow- und Besicherungsinstrumente denkbar.

Zu den Charakteristika, welche bei der Einschätzung der Asset- und Kreditqualität typischerweise herangezogen werden, und welche die Art und Ausprägung der Underlyings maßgeblich definieren, zählen unter anderem:

- Asset- / bzw. Darlehenstyp
- Ursprüngliche und verbleibende Laufzeiten, Nutzungsdauer
- Verkehrs- bzw. Marktwert
- Zinssätze und Amortisationsprofil
- Verschuldungsgrad bzw. Leverage (je nach Klasse bspw. Debt-to-Income (DTI), Debt Service Coverage (DSCR), Loan-to-Value (LTV) oder ähnliche)
- Interne/externe Bonitätsbewertungen der Schuldner
- Lage, Geographische Verteilung
- Vermögenswertspezifische Charakteristika

Die Auswertung von historischen Daten zur Asset- und Kreditqualität wird unter der Bedingung vorgenommen, dass die Qualität der gelieferten Daten ausreichend hoch ist. Ist die Datenbasis darüber hinaus mit den in Zukunft geplanten Einzel- oder Portfolioinvestments vergleichbar, können die darauf basierenden Auswertungen zur Ableitung der Asset- und Kreditqualität genutzt werden. CRA greift auf Vergleichsdaten aus verschiedenen Quellen zurück, wenn eine ausreichende Manager- oder Originatorenspezifische Datenhistorie nicht vorliegt.

Das Kreditrisiko auf Asset-Ebene („Forderungsausfallrisiko“) bezeichnet das Risiko, dass angekaufte Forderungen während der Laufzeit der Emission nicht mehr bedient werden oder einen massiven Wertverlust erleiden. Es bildet das Bonitätsrisiko der Forderungsschuldner bzw. das Ausfallrisiko der im Portfolio enthaltenen Vermögenswerte ab. Für die spätere Simulation der Kreditausfälle werden unter anderem die einzelnen Forderungen bzw. die Underlyings des betrachteten Portfolios über das Ausfallrisiko bewertet. Dieses wird je nach Asset-Klasse über einen Ratingansatz der CRA zur Adressrisikobewertung

ermittelt. Neben internen Vergleichsdaten werden auch die aus der Auswertung der historischen Performance gewonnenen Informationen berücksichtigt. Anschließend erfolgt eine Adjustierung der Ausfallrisiken auf der Ebene der Einzelinvestments.

Neben den Ausfallrisiken werden die einem Portfolio zugrunde liegenden Vermögenswerte auch im Hinblick auf die zu erwartende Verlustschwere beurteilt. Die Beurteilung der Verlustschwere erfolgt anhand der verfügbaren historischen Daten unter Einbeziehung interner Vergleichsdaten oder wird durch eine detaillierte Erlösquoten-Analyse gestützt (siehe Punkt 4.5.2). Insbesondere im Falle von dinglich besicherten Wertpapieren wird damit untersucht, ob eine Realisierung bestehender Forderungen der Gläubiger im Falle des Ausfalls eines spezifischen Vermögenswertes möglich ist.

Die Auswertung der historischen Performance der Vermögenswerte und Sicherheiten ermöglicht die Herleitung von Ausfall- und Verlustannahmen, die Extrapolation von zu erwartenden Trends und Konstruktion von Base-Case-Annahmen, die in den weiterführenden quantitativen Analysen als Input-Parameter dienen.

4.3.2 Portfoliostrukturanalyse

Zu den angeforderten Dokumenten gehört eine angemessene Datenhistorie im Hinblick auf Ausfälle, Zahlungsrückstände und Verwässerungen etc. für das zugrunde liegende Portfolio von Vermögenswerten. In einem weiteren Schritt der empirischen Analyse wird deshalb die Struktur des Portfolios im Hinblick auf Konzentrationen (Einzelschuldner, Branchen/Sektoren, Länder etc.) sowie historisch gemessene Ausfallraten und Verwässerungsquoten untersucht. Die so gewonnenen Annahmen können in der Beurteilung qualitativ aufgenommen werden und dienen als Input für die nachfolgende quantitative Analyse. Die Analyse der zukünftigen Portfoliostruktur erfolgt unter Berücksichtigung von Eignungskriterien, die in der Regel vertraglich festgelegt sind.

4.3.3 Eignungskriterien

Die an der Transaktion beteiligten Parteien vereinbaren zu Beginn der Transaktion Gütekriterien, welche Grenzwerte für die anzukaufenden Vermögenswerte im Hinblick auf bestimmte Merkmalsausprägungen definieren und damit das Risikoprofil des Forderungspools maßgeblich beeinflussen können. Ebenso können Portfoliogrenzen mit Bezug auf das Gesamtportfolio definiert werden, welche während der Laufzeit der Transaktion kontinuierlich eingehalten werden müssen. Dem Forderungsverkäufer obliegt die Prüfung dieser Kriterien beim Ankauf neuer Forderungen, für deren Einhaltung er bei der Übertragung einer neuen Forderung in das Forderungsportfolio in der Regel garantiert. Typischerweise verpflichtet sich der Forderungsverkäufer, einen Bruch der Eignungskriterien durch einen Rückkauf der nicht-konformen Forderung oder einen entsprechenden Ersatz zu entschädigen. Bei Nicht-Einhaltung (z.B. auch bei einer Verschlechterung der Merkmalsausprägungen innerhalb eines bestehenden Portfolios), können Trigger-Ereignisse, wie z.B. eine vorzeitige Tilgung der emittierten Wertpapiere, ausgelöst werden.

Aus Sicht der Investoren sollen Eignungskriterien risikomindernd wirken. CRA beurteilt während der qualitativen Analyse der Transaktionsstruktur die Eignungskriterien und Portfoliorestriktionen im Hinblick auf die zu erwartende risikomindernde Wirkung.

Übliche Eignungskriterien für Investitionen beziehen sich beispielsweise auf die Laufzeit; die Abwesenheit von Einreden, Überfälligkeiten oder Klagen; den Gerichtsstand und Rechtsgrundlage; die Bestimmbarkeit und Durchsetzbarkeit von Forderungen; Absicherungen durch Kreditversicherer; Limits für Einzelschuldner- oder geographische Konzentrationen; oder auch historisch geringe Forderungsausfälle und Zahlungsverzögerungen.

4.3.4 Credit Enhancement

Die Transaktionsstruktur eines Emissionsratings kann diverse Instrumente besitzen, um verschiedene Risikoarten zu besichern („Credit Enhancement“). Zu den üblicherweise verwendeten Sicherungsmechanismen gehören unter anderem:

- Kreditausfallversicherung (ABS-CE Police) bzw. ECA-Deckung
- Zins- und Währungsswaps
- Trigger-Ereignisse
- Letters of Credit / Liquiditätsfazilitäten
- Übersicherung („Overcollateralization“)
- Patronatserklärungen / Garantien

CRA untersucht die Angemessenheit und die Dimensionierung der vorgesehenen Sicherungsmechanismen im Hinblick auf ihre risikomindernde Wirkung und berücksichtigt die Ergebnisse dieser Analyse qualitativ im Ratingurteil, bzw. quantitativ während der Cashflow-Modellierung.

4.4 Cashflow-Modellierung

Ausgehend von der Analyse der Transaktionsstruktur werden die spezifischen Merkmale der jeweiligen Emission (wie beispielsweise Zins und Tilgung, Wasserfall, Credit Enhancements etc.) bei der Ausarbeitung eines Cashflow-Modells einbezogen. Das Ziel der Modellierung besteht in einer möglichst detailgetreuen Abbildung der Struktur, so dass die aus den Besicherungsinstrumenten bzw. den Vermögenswerten generierten Zahlungsströme im Hinblick auf die Zahlungsverpflichtungen der Emittentin untersucht werden können. Dabei werden je nach Modellansatz spezifische Stressfaktoren variiert, um die Stabilität der Cashflows in unterschiedlichen Szenarien zu untersuchen und das Risiko einer nicht vollständigen und fristgerechten Bedienung der Ansprüche der Investoren zu bestimmen.

4.4.1 Simulationsverfahren

Simulationsverfahren kommen insbesondere dann zur Anwendung, wenn Investments in granulare Kreditportfolien oder in ein Portfolio von bewertbaren Vermögengegenständen getätigt wurden bzw. Sicherheiten und/oder schuldrechtliche Ansprüche aus Portfolio-Investments bestehen. Hierbei kann es sich auch um einen assetklassenübergreifenden Pool von Vermögenswerten handeln.

CRA wird bei einem Simulationsverfahren grundsätzlich einen „Look-Through-Ansatz“ bis auf Ebene der Zielinvestments verfolgen. In Sonderfällen (speziell bei Fund-of-Funds-Strukturen) kann CRA aus Wesentlichkeitsgründen den Ansatz auf Ebene der Zielfonds beschränken. Bei dieser Vorgehensweise gilt es zu beachten, dass ein Fund-of-Funds in der Regel Eigenkapitalanteile an anderen Investitionsvehikeln hält und folglich kann es zur Anwendung von Rating-Caps (siehe Punkt 4.4.4.1) kommen, obwohl möglicherweise bei einem vollständigen „Look-Through“ bis auf Ebene der Zielinvestments ausschließlich Fremdkapitaltitel gehalten werden.

Im Rahmen der stochastischen Analysen werden die Cashflows der zugrundeliegenden Forderungen einer Monte-Carlo-Simulation unterzogen. Hier fließen Parameter wie Ausfallwahrscheinlichkeit (PD), Verlustschwere (LGD) bzw. Verwertungserlösquote (Recovery Rates) und Ausfallkorrelation der einzelnen Vermögenswerte ein. Weitere Determinanten der Simulation sind die einzelnen Vermögenswerte bzw. Forderungshöhen, die Tilgungsstrukturen, die Zinshöhen sowie Renditeverteilungen bei Eigenkapitalinvestments. Die Kalibrierung der Ausfallwahrscheinlichkeiten berücksichtigt dabei Länder- Industrie- und Branchenrisiken. PDs und LGDs können beispielsweise aus internen Bewertungen des Originators übernommen werden. Gegebenenfalls sind hierbei Stressfaktoren zu berücksichtigen. Ausfallkorrelationen verarbeiten Informationen über die Verteilung der Adressen nach Branchen und Regionen und damit auch Klumpen- bzw. Konzentrationsrisiken. Als Basis für die Ableitung der Korrelationskoeffizienten dienen interne Analysen.

Um eine Gesamtaussage über das Forderungsausfallrisiko zu treffen, müssen bei der Analyse auch die vorgesehenen Sicherungsmechanismen beachtet werden. Sowohl die durch die Besicherungsinstrumente bereitgestellten Risikopuffer wie auch alle weiteren Credit Enhancements, z.B. die Bildung einer Verlust- bzw. Ausfallreserve durch Kaufpreisabschläge beim Ankauf der Vermögenswerte, werden bei der quantitativen Simulation in der geplanten Höhe berücksichtigt. Die relevanten Vertragsdokumente werden von CRA im Hinblick auf die durch die Enhancements abgedeckten Risiken beurteilt. Erst aus der Kombination dieser Risiken lässt sich eine Aussage über das Forderungsausfallrisiko auf Portfolioebene ableiten. Die Wahrscheinlichkeit für einen Ausfall der Transaktion aufgrund des Kredit- und Portfoliorisikos ermittelt die Creditreform Rating AG dementsprechend unter Berücksichtigung aller transaktions-spezifischen Besonderheiten.

Die Ermittlung der Verlustverteilung des analysierten Referenzportfolios bzw. der Cashflow Verteilung erfolgt anschließend mittels einer Monte-Carlo-Simulation unter Berücksichtigung der oben genannten

Parameter. Aus den so ermittelten Portfolioverlusten je Simulationsdurchgang lassen sich die Häufigkeitsverteilung und die Verteilungsfunktion der Portfolioverluste ableiten. Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Portfolioverluste ein bestimmtes Maß überschreiten, bzw. der Cashflow ein bestimmtes Maß unterschreitet, stellt sich somit als Quantil der über den Simulationsansatz ermittelten Häufigkeitsverteilung dar.

4.4.2 Erlösquoten-Analyse

Dieser Ansatz wird priorisiert bei Emissionsratings angewendet, wenn ein spezifisches Finanzinstrument durch einzelne, wenige bewertbare Vermögenswerte – insbesondere in Form einer dinglichen Sicherheit – besichert ist bzw. schuldrechtliche Ansprüche aus der Besicherung von Underlyings bestehen. Im Sinne eines Recovery Ratings wird im Rahmen eines derartigen Emissionsratings analysiert, ob eine Realisierung bestehender Forderungen der Gläubiger im Falle des Ausfalls eines spezifischen Emittenten möglich ist. Entsprechend wird die Kreditqualität wesentlich über die Verlustschwere bestimmt bzw. im Umkehrschluss eine Erlösquote ermittelt, welche am Ende eines Verwertungsprozesses steht. Da in diesen Fall-Konstellationen der erwartete Rückfluss aus der Struktur bzw. einer erwarteten Sicherheit und / oder Deckungswerten ins Verhältnis zum Finanzinstrument gebracht werden kann, werden indikativ im Sinne eines Loan-to-Value-Ansatzes ultimative Rückzahlungsgrößen zur Bestimmung der erwarteten Verlustschwere herangezogen.

Im Detail wird die erwartete Ausfallschwere eines Finanzinstruments zunächst über die Rangstellung im Unternehmen bzw. innerhalb der Struktur terminiert und je nach Ausgestaltung der Sicherheiten bzw. der Deckungswerte risikoadäquate Abschläge im Rahmen der Loan-to-Value-Berechnungen vorgenommen. Darauf aufsetzend werden zur weiteren Determinierung des Chance-Risiko-Profiles fallspezifisch Szenario-Rechnungen durchgeführt und ggf. nach Beurteilung der Ausfallgefahr (Probability of Default) die zukünftig erwarteten Cashflows „gestresst“. Durch diese Vorgehensweise kann final der erwartete Verlust bestimmt werden. Ausgehend von einem Basis-Case werden mögliche Best- und Worst-Case-Szenarien bzw. der break-even für eine 100%ige Rückzahlungsquote entsprechend abgeleitet. Im Rating-Komitee wird bestimmt, welches spezifische Szenario im Ratingergebnis Berücksichtigung findet.

Zur Untermauerung der qualitativen Ratinganalyse können fallspezifisch und zusätzlich Schattenratings auf Ebene der Cashflow generierenden Einheiten bzw. der spezifischen Unternehmen erstellt werden, um im Rahmen von Szenario-Analysen die erwartete Entwicklung der Cashflows präziser einschätzen zu können. Insbesondere bei Unternehmen im Investmentgrade Bereich, bei denen die Bedienung eines Finanzinstruments stabil aus der operativen Geschäftstätigkeit erwartet werden kann, hat eine mögliche Besicherung im Verhältnis zu den SPV-Strukturen eine geringere Bedeutung für das Rating. Entsprechend kommt ein Erlösquoten-Ansatz in diesen Fällen weniger priorisiert zur Anwendung.

4.4.3 Szenario-basierte Stresstests

Die im Ratingprozess gewonnenen Informationen werden dazu genutzt, Best- Mid- und Worst-Case Annahmen in Bezug auf die Cashflow-relevanten Parameter zu konstruieren. Dies ermöglicht die Durchführung von Szenario-basierten Stresstests, in denen das Cashflow Modell den jeweiligen Stressparametern ausgesetzt und in der Wirkung auf die Bedienungsfähigkeit der Struktur untersucht wird. Sensitivitätsanalysen in Bezug auf die Input-Faktoren, welche die Stabilität der Struktur bei Veränderungen in einzelnen Parametern untersuchen, runden die quantitative Analyse ab und erlauben eine Einschätzung des Effekts von Unsicherheit und Risiko in Bezug auf die Input-Parameter und die daraus indizierten Veränderungen in der Beurteilung der Emission. Bei der Bestimmung möglicher Best-, Mid- und Worst-Case-Szenarien ist die Anwendung von Rating-Caps (siehe Punkt 4.4.4) zu berücksichtigen.

4.4.4 Rating-Caps

Aufgrund zusätzlicher Modellrisiken, Unsicherheiten (bspw. bei Parameterschätzungen) und steuerlicher/rechtlicher Risiken sieht es CRA als notwendig an, bei den folgenden Assetklassen und Strukturierungsmerkmalen einen Rating-Cap anzuwenden.

4.4.4.1 *Ratings mit einem Bezug zu Eigenkapitaltiteln*

Cashflows aus Eigenkapitalinvestitionen zeichnen sich durch ein erhöhtes Volatilitätsprofil im Vergleich zu bspw. Darlehensinvestitionen aus, da zukünftige Eigenkapitalrenditen bzw. Dividendenzahlungen ungewiss und im Gegensatz zu vertraglich fixierten Fremdkapitalzinsen aus Darlehensforderungen diskretionäre Zahlungsströme eines Unternehmens an ihre Anteilseigner darstellen. Somit unterliegt die Analyse einem erhöhten Modellrisiko und zusätzlicher Unsicherheiten bei Parameterschätzungen. Um diesen erhöhten Risiken von Eigenkapitalinvestitionen als Portfolio-Investments Rechnung zu tragen, limitiert CRA diese Ratings bei maximal A+.

4.4.4.2 *Ratings mit Clawback-Mechanismus*

Transaktionen können Credit Enhancement über einen Clawback-Mechanismus aufbauen. Hierbei wird der Emittentin die Option eingeräumt, in der Vergangenheit bereits getätigte Zahlungsströme im Nachhinein umzudeklariieren. Dies bedeutet, dass bspw. konditionale Zinszahlungen aus Vorperioden im Nachgang in vorzeitige (Teil-)Amortisationszahlungen umklassifiziert werden dürfen und damit den rechtlichen Charakter solcher Zahlungsströme verändern. Solche Clawback-Mechanismen wirken unabhängig von der Performance unterliegender Portfolio-Investments einer Transaktion und erhöhen nach Meinung der CRA steuerliche und rechtliche Risiken der Transaktion. Aus diesem Grund macht CRA bei Ratings mit einem wie beschrieben implementierten Clawback-Mechanismus Gebrauch von einem Rating-Cap bei BBB+.

4.4.4.3 Ratings mit Bezug zu Flugzeugfinanzierungen

Angesichts der hohen Relevanz teilweise schwer antizipierbarer exogener Risiken für die Werthaltigkeit und Wertbeständigkeit von Flugzeugen limitiert CRA die Ratings für Flugzeugfinanzierungen und deren Verbriefungen grundsätzlich bei A+. CRA sieht Evidenz für diese wertbeeinflussenden Risiken anhand historisch beobachteter geopolitischer Wechselwirkungen, luftraumbeeinflussender Naturkatastrophen oder Pandemien als hinreichend gegeben an. CRA behält sich vor in Einzelfällen (z.B. staatsnahe Fluggesellschaft als Cashflow-generierende Einheit) von diesem Rating-Cap abzuweichen.

5 Fortlaufende Überwachung und Folgerating

Das Rating ist nach Bekanntgabe grundsätzlich für die Dauer des Monitoringzeitraums gültig. Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung der Emission durch das Analystenteam fortlaufend überwacht (Monitoring). Ziel ist es, jederzeit sicherzustellen, dass das Rating in seiner Aussage aktuell ist. Hierzu bleiben die Analysten in direktem Kontakt mit dem Auftraggeber und werten entsprechende Informationen aus. Treten in diesem Beobachtungszeitraum wesentliche Ereignisse oder Entwicklungen auf, die sich positiv oder negativ auf die wirtschaftliche Lage des Unternehmens oder der Qualität der Emission auswirken, kann das Rating angepasst werden.

Nach Ablauf des Monitoringzeitraums muss das Ratingverfahren in der Regel im Zuge eines Folgeratings neu durchgeführt werden, um ein gültiges Rating auszuweisen. Eingeleitete Maßnahmen, die zur einer Veränderung der bonitätswirksamen Faktoren geführt haben, können dann zu einer Anpassung der Ratingnote führen können.