

Ratingsystematik der Creditreform Rating AG

Rating von Kreditfondsemissionen

Übersetzung

Neuss, 08. Januar 2026
Version 1.0

Creditreform 
Rating

Inhalt

GLOSSAR	3
1 EINLEITUNG	4
2 RATINGAUSSAGE UND -PROZESS	4
3 ANWENDUNGSBEREICH	6
4 METHODISCHER ANSATZ	7
4.1 INDIKATIVE FINANZKRAFT	8
4.1.1 <i>Verlustabsorptionsfähigkeit</i>	8
4.1.2 <i>Asset Performance</i>	9
4.1.3 <i>Liquidität</i>	9
4.1.4 <i>Qualität der Finanzierungsstruktur</i>	10
4.2 SPONSORENUNTERSTÜTZUNG	11
4.2.1 <i>Fähigkeit zur Unterstützung</i>	11
4.2.2 <i>Bereitschaft zur Unterstützung</i>	12
4.3 SONSTIGE NOTCHING-KRITERIEN	13
4.3.1 <i>Währungsrisiken</i>	13
4.3.2 <i>Operatives Marktumfeld</i>	14
4.3.3 <i>Managementqualität</i>	14
4.3.4 <i>Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG)</i>	14
4.3.5 <i>Regulatorisches Risiko</i>	15
4.4 INSTRUMENTEN-SPEZIFISCHE FAKTOREN	15
4.4.1 <i>Seniorität</i>	16
4.4.2 <i>Sicherheiten</i>	16
4.4.3 <i>Sonstige instrumenten-spezifische Faktoren</i>	16
APPENDIX I: ZUORDNUNG DER NPA-QUOTEN ZUM NPA-SCORE	17
APPENDIX II: ZUORDNUNG DER LDQ ZUM LDQ-SCORE	18
APPENDIX III: MAPPING DES SPONSOREN-SCORES ZUM NOTCHING	19
APPENDIX IV: ZUORDNUNG DER SUPPORT-QUOTEN ZUM VB-SCORE	20

Glossar

FSFK	Finale Stand-Alone Finanzkraft
IFK	Interims-Finanzkraft
IndFK	Indikative Finanzkraft
LDQ	Liquiditätsdeckungsquote
NPA	Ausgefallene Darlehen (<i>Non-Performing Assets</i>)
SFK	Stand-Alone Finanzkraft

Übersetzung

1 Einleitung

Die Creditreform Rating AG (im Folgenden „CRA“) führt seit ihrer Gründung im Jahr 2000 Ratings durch und ist eine anerkannte Europäische Ratingagentur.

Ein Rating ist die Einstufung eines Unternehmens oder eines Finanztitels bzw. Wertpapiers in eine Bonitäts- bzw. Kreditqualitätsklasse nach bestimmten Kriterien aus der Gläubigerperspektive, wobei sich die Beurteilung auch auf nachrangige (mezzanine) Finanzierungen beziehen kann. CRA verwendet bei ihren Ratings die international gebräuchlichen Buchstabencodes (AAA, AA, etc.) um die Ergebnisse vergleichbar und transparent zu halten. Die Ratingmethodik der CRA beruht auf der grundsätzlichen Frage, inwieweit der zu beurteilende Ratinggegenstand künftig seinen fälligen gläubigerbezogenen Zahlungsverpflichtungen vollständig und fristgerecht nachkommen kann bzw. bei Emissionsratings der Kapitaldienst bedient werden kann. Die ganzheitliche Analyse der CRA wird unter Einbeziehung aller verfügbaren und als relevant eingestuften Informationen durchgeführt, um mit einer Beurteilung die Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit als Risikomaß vorzunehmen. CRA trifft ihre Aussagen auf Basis einer Ratingmethodik, die quantitative und qualitative Ansätze verbindet.

Bei Ratings handelt es sich um fundierte Meinungsäußerungen über die Bonität des zu beurteilenden Unternehmens bzw. die Kreditqualität eines Finanzinstruments. Sie sind keine Empfehlungen zum Kauf, Verkauf oder zum Halten eines Finanztitels. CRA erarbeitet ihre Meinung über die Zukunftsfähigkeit der zu beurteilenden Ratingobjekte systematisch und mit der gebotenen fachlichen Sorgfalt.

Die verlässlichen und unabhängigen Ratings der CRA sollen zum Abbau der Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgebern und -nehmern beitragen. Die veröffentlichten Ratings erhöhen zudem die Transparenz des Kapitalmarktes im Interesse der Marktteilnehmer und der interessierten Öffentlichkeit.

2 Ratingaussage und -prozess

Das Ziel des Ratingprozesses besteht darin, auf effiziente und konsistente Weise zu einer angemessenen und verlässlichen Beurteilung der Bonität bzw. der Kreditqualität des Ratinggegenstandes zu gelangen. Die Vorgehensweise orientiert sich an der Zielsetzung, die Qualität und Integrität des Ratingprozesses zu gewährleisten, Interessenkonflikte zu vermeiden, und den Prozess der Entscheidungsfindung vergleichbar zu gestalten. Für Ratings, welche unter diese Methodik fallen, verwendet CRA folgende Ratingskala:

Ratingklasse	Rating	Beurteilung
AAA	AAA	Höchste Bonität / Kreditqualität, geringstes Anlagerisiko
AA	AA+	Sehr hohe Bonität / Kreditqualität, sehr geringes Anlagerisiko
	AA	
	AA-	
A	A+	Hohe Bonität / Kreditqualität, geringes Anlagerisiko
	A	
	A-	
BBB	BBB+	Stark befriedigende Bonität / Kreditqualität, geringes bis mittleres Anlagerisiko
	BBB	
	BBB-	
BB	BB+	Befriedigende Bonität / Kreditqualität, mittleres Anlagerisiko
	BB	
	BB-	
B	B+	Ausreichende Bonität / Kreditqualität, höheres Anlagerisiko
	B	
	B-	
C	CCC	Geringe Bonität / Kreditqualität, hohes bis sehr hohes Anlagerisiko
	CC	
	C	
SD	SD	Selektiver Ausfall eines wesentlichen Teils der Zahlungsverpflichtungen
D	D	Ungenügende Kreditqualität, Ausfall / Insolvenz, Negativmerkmale
NR	NR	Rating z. Zt. ausgesetzt, z.B. im Verwertungsprozess

Das Ergebnis des Ratings ist eine Einschätzung der Wahrscheinlichkeit eines möglichen Ausfalls des Ratinggegenstandes während der Laufzeit. Neben der Ratingnotation wird, sofern möglich, der Ausblick mit „negativ“, „stabil“ oder „positiv“ gekennzeichnet. Der Ratingausblick stellt einen Tendenzindikator für eine mögliche Entwicklung innerhalb von 12 Monaten nach Ratingfeststellung dar.

Das Ratingergebnis kann außerdem mit dem Zusatz „Watch“ versehen werden. Der Zusatz wird dem Rating hinzugefügt, wenn das Rating unter besonderer Beobachtung steht und ersetzt den Ratingausblick. Der Zusatz zeigt an, dass CRA aufgrund bestimmter Sachverhalte eine positive („Watch POS“), eine negative (Watch „NEW“) oder eine unbestimmte Veränderung („Watch UNW“) des Ratings in einem unterjährigen Zeitraum (in der Regel von bis zu 6 Monaten) überprüft.

Das Rating kann mit dem Zusatz „eingeschränkt“ versehen werden. Dieser Vermerk wird vergeben, wenn zum Zeitpunkt der Raterstellung noch nicht alle finalen Dokumente oder Informationen vorlagen, deren Eingang jedoch kurzfristig erwartet wird. In einem solchen Fall ersetzt der Zusatz alle anderen Zusätze bzw. Ausblicke. Der Zusatz signalisiert, dass das Rating unter Vorbehalt erteilt wurde, wobei die fehlenden Informationen durch plausible Annahmen – etwa auf Basis von Entwurfsfassungen –

berücksichtigt wurden. Sollte es zu inhaltlichen Abweichungen zwischen den endgültigen Unterlagen und den vorläufig zugrunde gelegten Daten kommen, wird das Rating einer ergebnisoffenen Neubewertung unterzogen.

Weitere Informationen zum allgemeinen Ratingprozess können den „Grundlagen und Prinzipien bei der Erstellung von Ratings“ auf der Homepage der Creditreform Rating entnommen werden.

3 Anwendungsbereich

Die vorliegende Methodik findet Anwendung auf die Beurteilung von Schuldtiteln, die von Kreditfonds zur Refinanzierung in Anspruch genommen werden. Gegenstand der Analyse sind für gewöhnlich Schuldverschreibungen, die von den Fonds als Emittentin begeben werden, Darlehen und Kreditfazilitäten (sog. NAV-Fazilitäten), bei denen die Fonds als Darlehensnehmer auftreten sowie andere Emissionen, deren Mittel Emittenten bspw. zur allgemeinen Finanzierung, Sicherung der Liquidität, Durchführung von Investitionen oder zur Ausschüttung verwenden.

Im Fokus dieser Methodik stehen dabei Emittenten, die ein bankenähnliches Geschäftsmodell betreiben, sich jedoch nicht über das Einlagengeschäft refinanzieren, sondern in erster Linie über den Kapitalmarkt. Darüber hinaus unterliegen diese Emittenten keiner bankenaufsichtsrechtlichen Regulierung, sondern werden häufig als spezialisierte Investitionsvehikel (bspw. als sog. Alternative Investment Funds [AIFs]) betrieben.

Die Methodik unterscheidet zwischen zwei Kategorien von Emittenten bzw. Schuldnerinnen:

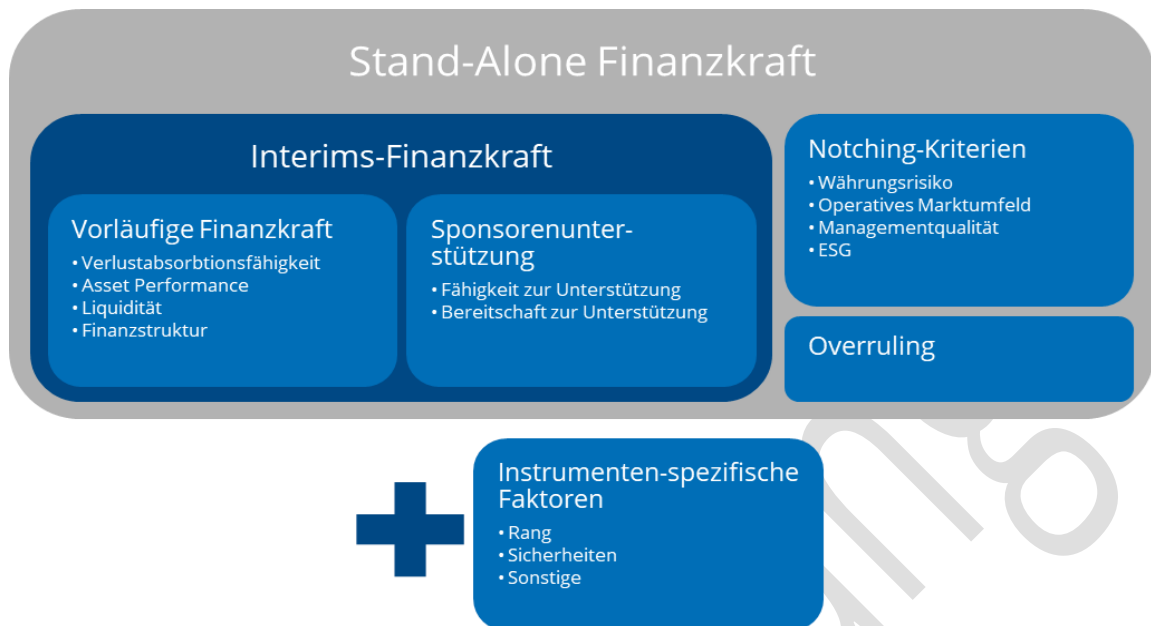
1. Supranationale Kreditfonds

Fonds, deren Kapital überwiegend von staatlichen Eigentümern bereitgestellt wird und deren Geschäftszweck vorrangig auf die Förderung nachhaltiger oder gemeinwohlorientierter Ziele ausgerichtet ist.

2. Private Kreditfonds

Fonds, deren Kapital im Wesentlichen von privaten Investoren zur Verfügung gestellt wird und deren Geschäftszweck primär in der Gewinnerzielung liegt. In diesem Bereich richtet sich die Methodik insbesondere auf sogenannte *NAV-Fazilitäten*, also Finanzierungen, die gegen den Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) des Fondsportfolios besichert sind.

4 Methodischer Ansatz



Ausgehend von aktuellen Reporting-Unterlagen sowie ergänzenden Managementangaben werden zunächst alle relevanten Daten für die Beurteilung der Indikativen Finanzkraft (IndFK) des Emittenten zusammengestellt.

Anschließend erfolgt eine vertiefte Analyse der Sponsoren. CRA verschafft sich hierbei ein Bild von der Fähigkeit und Bereitschaft der Eigentümer, den Emittenten im Falle einer finanziellen Schieflage zu unterstützen. Die Ergebnisse dieser Analyse werden mit der IndFK zusammengeführt und ergeben die Interims-Finanzkraft (IFK) des Emittenten.

Im letzten Schritt werden das Marktumfeld, mögliche ESG-Einflussfaktoren sowie die Qualität der Leitung und Steuerung des Emittenten betrachtet. Das operative Management kann dabei entweder direkt bei dem Emittenten angesiedelt sein oder extern gestellt werden. CRAs qualitative Beurteilung dieser Aspekte führt zu einem Notching der IFK. Daraus resultiert die Stand-Alone Finanzkraft (SFK). Die SFK entspricht der Finalen Stand-Alone Finanzkraft (FSFK), sofern kein transaktionsspezifisches „Overruling“ durch die Analysten erfolgt. Ein Overruling ermöglicht eine Anpassung des SFK um bis zu 19 Notches nach oben oder unten und wird transparent im Bericht dargestellt.

Die FSFK dient in beiden Fällen als Anker für die etwaige Beurteilung weiterer einzelner Finanzinstrumente (z. B. Senior, Junior, Mezzanine).

4.1 Indikative Finanzkraft

Die Beurteilung der Indikativen Finanzkraft (IndFK) fasst die operative Stärke eines Emittenten in mehreren Bausteinen zusammen. Dabei unterscheidet die Methodik zwischen supranationalen und privaten Kreditfonds.

Die IndFK setzt sich aus den nachfolgend genannten vier Faktoren zusammen:

1. Verlustabsorptionsfähigkeit – beschreibt, wie groß der Puffer zur Aufnahme operativer Verluste ist.
2. Asset Performance – spiegelt die Qualität und Stabilität des Portfolios wider.
3. Liquidität – misst die Tragfähigkeit der Zahlungsverpflichtungen aus eigener Kraft.
4. Qualität der Finanzierungsstruktur – bewertet die Verlässlichkeit und Flexibilität des Marktzugangs über den Konjunkturzyklus hinweg.

Es erfolgt eine Zusammenführung und anschließende Gewichtung dieser vier Faktoren, die den Ausgangspunkt für die weitere Ergebnisbestimmung determinieren.

4.1.1 Verlustabsorptionsfähigkeit

Die Verlustabsorptionsfähigkeit wird durch einen szenariobasierten Conditional-Binomial-Ansatz ermittelt. Diese Variante des Ein-Faktor-Modells wird eingesetzt, da die betrachteten Portfolios typischerweise groß, homogen und granular sind und sich durch die permanente operative Kreditvergabe laufend verändern (kein statisches Portfolio). In jedem Szenario werden die Portfolioverluste simuliert und dem verfügbaren Verlustpuffer (Applicable Equity Buffer, AEB) gegenübergestellt. Zur Adjustierung an heterogenere Portfolios kann CRA auch Kennzahlen aus einer TOP 5 Hochrechnung auf das Gesamtportfolio verwenden.

Der AEB wird aus der Kapitalstruktur des Emittenten ermittelt. Voll in das Eigenkapital einbezogen werden Instrumente ohne vertragliche Endfälligkeit, mit voller Verlusttragfähigkeit und ohne zwingende Zahlungspflichten (z. B. eingezahltes Kapital, thesaurierte Ergebnisse). Teilweise werden Instrumente mit eigenkapitalähnlichen Merkmalen angerechnet, sofern sie sehr lange Restlaufzeiten, klare Verlustabsorptionsfähigkeit und Ausschüttungen, die vollständig ausgelassen werden können, aufweisen. Aufgrund der ökonomischen Nähe zu hartem Eigenkapital werden solche Instrumente mit bis zu 75% ihres Wertes bei der Ermittlung des AEB berücksichtigt.

Der ermittelte Score zur Verlustabsorptionsfähigkeit kann anschließend zur Abbildung struktureller Besonderheiten um maximal einen Punkt nach oben bzw. zwei Punkte nach unten angepasst werden. Mögliche Anpassungstreiber sind (i) der Anteil tilgender Darlehen im Portfolio, (ii) die Höhe des Aktiv-/Passiv-Spreads, wodurch ein Aufbau zusätzlichen Eigenkapitals aus dem laufenden Geschäft ermöglicht

wird, (iii) die Entwicklung der zukünftigen Verlustabsorptionsfähigkeit sowie (iv) die Frage nach dem aktuellen Stand der Investitionsphase (d.h. befindet sich der Fonds noch in der Ramp-Up-Phase und bestehen daher mögliche Blindpool-Risiken). Die Anpassung dient als Feinkalibrierung und verändert nicht die grundsätzliche, quantitativ hergeleitete Einordnung der Verlustabsorptionsfähigkeit. Die so ermittelte Kennzahl geht mit einem Gewicht von 30% in die Berechnung des IndFK ein.

4.1.2 Asset Performance

Die Asset Performance bewertet die Qualität des Portfolios zum Bewertungsstichtag. Sie ist ein zentraler Bestandteil im Rahmen der Analyse der IndFK, da Portfolioausfälle das Ergebnis und Eigenkapital des Emittenten schmälern. Dies kann indirekt die Liquiditätslage sowie den Marktzugang des Emittenten beeinflussen.

Zentrale Messgröße der Asset Performance ist das Verhältnis ausgefallener Darlehen zum Gesamtportfolio des Emittenten (Non-Performing Asset Quote; NPA-Quote). Als ausgefallene Investitionen zählt CRA alle Darlehen, welche mind. 90 Tage im Verzug mit dem regulären Schuldendienst sind. Auf Basis der ermittelten NPA-Quote leitet sich der NPA-Score ab, welcher bei mit einem Gewicht von 20% in die Beurteilung der IndFK einfließt. Die genaue Zuordnung der NPA-Quoten zu den NPA-Scores ist Appendix I zu entnehmen.

Aufgrund der stichtagsbezogenen Berechnung des NPA-Scores, kann CRA das quantitativ ermittelte Ergebnis aufgrund qualitativer Erkenntnis adjustieren. Gründe für eine qualitative Anpassung des NPA-Scores können unter anderem die historische Entwicklung der NPA-Quote, ein hohes Neugeschäftswachstum oder die Erwartung einer steigenden NPA-Quote für das Portfolio sein. Die qualitative Anpassung des NPA-Scores ist auf eine Verbesserung um max. 1 Score-Punkt sowie einer Verschlechterung um max. 3 Score-Punkte limitiert.

4.1.3 Liquidität

Die Liquidität bewertet die Fähigkeit des Emittenten, fällige Zahlungsverpflichtungen aus eigener Kraft zu bedienen. Sie ist damit ein Indikator für die kurzfristige Widerstandskraft bei möglichen Marktturbulenzen.

Grundlage für die Beurteilung der Liquiditätssituation des Emittenten bildet das Verhältnis verfügbarer liquider Mittel zu den Netto-Cash-Outflows über die nächsten 18 Monate (Liquiditätsdeckungsquote; LDQ). Als liquide Mittel werden dabei alle Barmittelbestände bei Kreditinstituten bzw. Zentralbanken sowie alternative Liquiditätsbestände bspw. in Geldmarktfonds berücksichtigt. Die Netto-Cash-Outflows berechnen sich gemäß nachfolgend dargestellter Formel:

Formel 1: Berechnung des Netto-Cash-Outflows

$$\begin{aligned} & \text{Vertragliche Zahlungsmittelabflüsse aus Verbindlichkeiten} \\ + & \text{ Vertragliche zugesicherte Darlehensauszahlungen} \\ - & \text{ Erwartete vertragliche Rückzahlungen aus Darlehen} \\ = & \underline{\underline{\text{Netto-Cash-Outflow}}} \end{aligned}$$

Bei der Berechnung der LDQ wird kein laufender Marktzugang zu Refinanzierungsquellen unterstellt; nur klar verfügbare Mittel sowie vertraglich gesicherte Zahlungsströme finden Eingang in die Rechnung. So entsteht ein belastbares Bild, wie lange ein Emittent seine vertraglichen Verpflichtungen ohne neue Refinanzierung tragen kann.

Gleichzeitig wird bei der Ermittlung der Kennzahl einem möglichen Zinsänderungsrisiko Rechnung getragen. Diese entstehen aus einer ungleichen Verteilung variabel verzinsster Positionen auf Aktiv- und Passivseite. Dieses Szenario tritt bspw. ein, wenn die Emittentin auf der Aktivseite variabel verzinsliche Darlehen ausreicht, während die Refinanzierung überwiegend über festverzinsliche Verbindlichkeiten erfolgt. Daraus resultiert das Risiko, dass sinkende Referenzzinssätze auf der Aktivseite den Zinsüberschuss reduzieren und damit Ergebnis, Innenfinanzierungskraft und mittelbar die Liquidität belasten. Das Zinsänderungsrisiko findet über die Berücksichtigung der variablen Zinseinnahmen auf der Aktivseite sowie der Berücksichtigung der variablen Zinsausgaben auf der Verbindlichkeitsseite in der Berechnung des Netto-Cash-Outflows Eingang in die Analyse.

CRA analysiert zusätzlich die möglichen Refinanzierungsrisiken, die sich aus der Finanzierungsstruktur des Emittenten ergeben. Hierzu wird die durchschnittliche Restlaufzeit des Portfolios derjenigen der Finanzierungsstruktur gegenübergestellt. Weist die Analyse Fristeninkongruenzen auf, so kann dies zu einer qualitativen Anpassung des LDQ-Scores führen.

Die ermittelte LDQ wird einem LDQ-Score gemäß den Grenzwerten in Appendix II zugeordnet und fließt mit einem Gewicht von 30% unmittelbar in die Beurteilung der IndFK ein.

4.1.4 Qualität der Finanzierungsstruktur

Die Qualität der Finanzierungsstruktur bewertet, wie verlässlich und flexibel sich ein Emittent über die Kapitalmärkte und gesicherte Quellen refinanzieren kann – über Zyklen hinweg und auch unter Stress. Die Analyse ist ausschließlich qualitativer Natur und verzichtet auf die Berechnung quantitativer Kennzahlen. Maßgeblich für die qualitative Beurteilung sind dabei der Marktzugang des Emittenten, die Breite und Stabilität der Investorenbasis sowie die Laufzeit- und Währungsstruktur der gegenwärtigen Finanzierungsquellen. Abhängigkeiten von einzelnen Geldgebern sowie hohe Refinanzierungskonzentrationen wirken belastend; ein diversifizierter, planbarer und preislich wettbewerbsfähiger Zugang wirkt stützend. Darüber hinaus wirkt ein gleichmäßig verteiltes Fälligkeitsprofil mit internationalen Investoren über verschiedene Währungsräume positiv, wohingegen

hohe punktuelle Fälligkeiten in der Finanzierungsstruktur sowie primär nationale Investoren risikoerhöhend beurteilt werden.

Das Ergebnis der qualitativen Beurteilung ist eine kategoriale Einstufung der Qualität der Finanzierungsstruktur (QFS). Dabei ist jeder Kategorie ein numerischer Wert zugeteilt, der wiederum in die Beurteilung der IndFK des Emittenten einfließt. Die Gewichtung des QFS-Faktors bei der Ermittlung des IndFK liegt bei 20%.

4.2 Sponsorenunterstützung

Bei dem Thema Sponsorenunterstützung wird der externe Support aus Eigentümer- und Geldgeberkreisen bewertet. Die Erkenntnisse fließen in die Adjustierung der zuvor ermittelten IndFK ein. Beurteilt werden zwei Dimensionen: die Fähigkeit der Sponsoren, im Bedarfsfall Unterstützung leisten zu können, sowie die Bereitschaft, diese Unterstützung tatsächlich einzubringen. Die Fähigkeit spiegelt sich in der finanziellen Leistungsstärke des Sponsorenkreises wider. Die Bereitschaft wird zweigeteilt analysiert: zum einen vertraglich (z. B. rechtlich verankerte Kapitalabrufe und vergleichbare Mechanismen), zum anderen nicht vertraglich (z. B. gelebte Praxis von Kapitalmaßnahmen und Beiträgen, institutionelle Verankerung des Mandats). Fähigkeit und Bereitschaft der Sponsoren werden kategorial eingeordnet und zu einem konsistenten Ergebnis zusammengeführt, das – ohne Doppelzählung operativer Effekte – als Verbesserung in Form eines Notchings auf die IndFK wirken kann. Ein Notching aufgrund einer positiven Beurteilung der Sponsorenunterstützung ist auf max. +3 Notches begrenzt. Die genaue Höhe des Notchings hängt vom ermittelten Score (Sponsoren-Score) für den Themenbereich ab. Das Mapping des Sponsoren-Scores zum Notching befindet sich in Appendix IV. Die um die Sponsorenunterstützung adjustierte IndFK führt zum sog. Interims-FK (IFK).

4.2.1 Fähigkeit zur Unterstützung

Die Fähigkeit der Sponsoren zur finanziellen Unterstützung wird als gewichtete durchschnittliche Bonität des Eigentümerkreises ermittelt. Grundlage ist das bereits investierte Kapital jedes Sponsors; dessen Anteil am gesamten Eigenkapital dient als Gewicht. Für die Bonität werden interne Ratings von CRA sowie – wo vorhanden – externe Ratings herangezogen; liegen keine externen Daten vor, erfolgt eine sachgerechte interne Ableitung bzw. Zuordnung zu vergleichbaren Bonitätsstufen. Aus der gewichteten Bonität der Sponsoren leitet CRA die finanzielle Leistungsstärke des Sponsorenkreises her. Die kategoriale Bonitätseinschätzung wird in einen numerischen Wert übersetzt (Fähigkeits-Score) und zur Berechnung des Sponsoren-Scores herangezogen. Die Gewichtung des Fähigkeits-Scores für den Sponsoren-Score liegt bei 50%.

4.2.2 Bereitschaft zur Unterstützung

Die Bereitschaft zur Unterstützung beschreibt, in welchem Maß die Sponsoren eines Emittenten ihre finanzielle Leistungsfähigkeit im Bedarfsfall tatsächlich aktivieren. CRA unterscheidet in diesem Kontext zwei Ausprägungen: vertragliche sowie nicht-vertragliche Bereitschaft.

4.2.2.1 Vertragliche Bereitschaft

Vertragliche Bereitschaft liegt vor, wenn belastbare rechtliche oder vertragliche Mechanismen bestehen, die eine fristgerechte Mittelbereitstellung ermöglichen (z. B. klar definierte Kapitalabrufe oder verbindliche Beitragsvereinbarungen) und deren Ausgestaltung, Auslösebedingungen und Durchsetzbarkeit hinreichend gesichert sind. Maßgeblich ist dabei nicht nur die formale Existenz solcher Mechanismen, sondern auch deren praktische Einlösbarkeit und gezeigte Umsetzung in der Vergangenheit.

Die vertragliche Bereitschaft wird mittels einer Kennzahl beurteilt und misst das Verhältnis von abrufbaren Kapitalzusagen zu der Gesamtkapitalbasis des Emittenten (Support-Quote). Die Berechnung der Support-Quote ergibt sich aus der nachfolgend abgebildeten Formel 2:

Formel 2: Berechnung der Support-Quote

$$\text{Support-Quote} = \frac{\text{abrufbare Kapitalzusagen}}{\text{Gesamtkapital des Emittenten}}$$

Eine höhere Support-Quote steht für eine stärkere vertragliche Aktivierbarkeit von Mitteln durch die Sponsoren und führt entsprechend zu einer besseren Einwertung des Faktors.

Die Zuordnung der Kennzahlgrenzen zur numerischen Bewertung (VB-Score) für die Ableitung des Sponsoren-Scores ist in Appendix V hinterlegt. Bei Emittenten ohne abrufbares Kapital fällt die Kennzahl entsprechend niedrig aus.

Zusätzlich zur rechnerischen Auswertung der Support-Quote kann der abgeleitete VB-Score durch eine qualitative Korrektur adjustiert werden. Qualitative Adjustierungen des VB-Scores erfolgen ausschließlich risikoorientiert und sind auf 1 Score-Punkt limitiert. Eine Anpassung ist angezeigt, wenn bspw. rechtliche Hürden (z.B. Parlamentsvorbehalte, unklare Klauseln), schwache Umsetzungshistorie (Verzögerungen, Teilzahlungen), operative Hemmnisse (FX-/Transferbeschränkungen, heterogene Rechtsräume) oder Konzentrationsrisiken bei einzelnen Sponsoren die zeitnahe Kapitaleinbringung erschweren.

Der qualitativ adjustierte VB-Score fließt abschließend mit einem Gewicht von 25% in die Berechnung des Sponsoren-Scores ein.

4.2.2.2 Nicht-vertragliche Bereitschaft

Die nicht-vertragliche Bereitschaft erfasst den faktisch gelebten Unterstützungswillen der Sponsoren ohne einklagbaren Anspruch. Sie wird auf einer fünfstufigen Skala bewertet (sehr hoch, hoch, mittel, niedrig, sehr niedrig) und stützt sich auf nachvollziehbare Evidenz: Kontinuität und Pünktlichkeit von Beiträgen und Kapitalmaßnahmen über Konjunkturzyklen, die haushalts- und institutionelle Verankerung der Mittel sowie der Stellenwert des Mandats bei den Sponsoren. Eine hohe Einwertung liegt typischerweise vor, wenn Beiträge und Kapitalzuführungen über Jahre fristgerecht und planbar erfolgen, einschlägige Budgetlinien dauerhaft bestehen und parteiübergreifende Unterstützung dokumentiert ist. Eine niedrige Einwertung ergibt sich, wenn Zahlungen unregelmäßig oder verspätet eintreffen, Beitragszusagen wiederholt verschoben oder gekürzt werden und politische Auseinandersetzungen die Mittelbereitstellung blockieren.

Das Ergebnis der Analyse der nicht-vertraglichen Bereitschaft wird in einen numerischen Score (NVB-Score) überführt und mit einer Gewichtung von 25% in der Berechnung des Sponsoren-Scores berücksichtigt.

4.3 Sonstige Notching-Kriterien

Die sonstigen Notching-Kriterien gelten sowohl für supranationale als auch private Kreditfonds gleichermaßen und bestehen aus den Themenfeldern operatives Marktumfeld, ESG sowie der Managementqualität des zuständigen Managements. Notching-Kriterien können positiven als auch negativen Einfluss auf das Ergebnis nehmen und führen zu einem Notching auf die IFK. Das Ergebnis nach Anwendung des Notchings auf die IFK ist die Stand-Alone Finanzkraft (SFK) des Emittenten.

4.3.1 Währungsrisiken

Währungsrisiken entstehen, wenn sich die Denominierung der Vermögenswerte im Portfolio von jener der Verbindlichkeiten unterscheidet. Besonders relevant ist dies bei supranationalen Kreditfonds mit gemeinwohlorientierten Zielen, die unter anderem Unternehmen in Schwellenländern in lokaler Währung finanzieren. Zur Begrenzung solcher Risiken werden verschiedene Absicherungsinstrumente eingesetzt, wie etwa Balance-Sheet-Hedging durch Gegenfinanzierung in identischer Währung und Höhe, der Einsatz derivativer Instrumente (z. B. Swaps) oder die Einführung spezieller Anteilsklassen, welche Wechselkursveränderungen kompensieren. Werden mehr als 20 % des Portfolios ohne Absicherung gegenüber Fremdwährungsrisiken gehalten, führt dies zu einer Herabstufung um einen Notch. Überschreiten die ungesicherten Währungsrisiken 50 % des Portfolios, erfolgt eine Abwertung um zwei Notches.

4.3.2 Operatives Marktumfeld

Das operative Umfeld erfasst externe Rahmenbedingungen, die die Widerstandskraft eines Emittenten außerhalb seiner direkten Steuerung prägen und die in den aktuellen Finanzkennzahlen nicht vollständig abgebildet sind. Gemeint sind bspw. Länderrisiken im Portfolio, makroökonomische und politische Stabilität in den Zielmärkten, Durchsetzbarkeit von Ansprüchen, Rohstoffabhängigkeiten oder kriegerische Auseinandersetzungen in den relevanten Regionen. Eine hohe geografische und sektorale Streuung, belastbare institutionelle Rahmenbedingungen sowie eine verlässliche Politik stützen die Bewertung; ausgeprägte Klumpenrisiken in risikobehafteten Regionen, grassierende Korruption innerhalb von Institutionen, wiederkehrende Zahlungs- und Transferbeschränkungen oder erhöhte geopolitische Spannungen wirken dämpfend.

Die Einwertung erfolgt als qualitatives Notching der IFK und kann – ausschließlich abwärtsgerichtet – zu einer Herabstufung führen, wenn die externen Rahmenbedingungen die zukünftige Ertrags- oder Liquiditätslage voraussichtlich negativ beeinflussen (z. B. durch Kriegsausbruch in der Zielregion oder dauerhafte FX-Restriktionen). Eine Herabstufung der IFK ist auf max. 2 Notches begrenzt.

4.3.3 Managementqualität

Die Managementqualität bewertet die Fähigkeit des Emittenten Risiko und Ertrag verlässlich zu steuern. Im Mittelpunkt stehen Governance-Strukturen, die gelebte Risikokultur, die Qualität von Daten, Modellen und Berichterstattung sowie die Professionalität und personelle Ausstattung zentraler Funktionen. Positiv wirken eine transparente Offenlegung, unabhängige Risikokontrollinstitutionen, regelmäßige Stresstests mit nachvollziehbaren Managementmaßnahmen sowie eine solide Personalausstattung hinsichtlich Mitarbeiterzahl und fachlicher Kompetenz. Negativ wirken unregelmäßige Limitüberwachungen, wiederkehrende Datenmängel, verspätete oder lückenhafte Reports, ungeklärte Verantwortlichkeiten sowie hohe Schlüsselpersonenrisiken. Die Beurteilung der Managementqualität erfolgt ebenfalls als ein Notching auf die festgestellte IFK und kann zu einem Zu- oder Abschlag führen, je nach Einwertung der Managementkompetenz. Ein Notching der IFK ist auf max. 1 Notch nach oben oder unten limitiert.

4.3.4 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.

Ein ESG-bedingtes Notching kann von +1 bis hin zu -19 Notches betragen. Die Anwendung eines Notchings erfordert regelmäßig eine Begründung (Materialität, Einfluss auf Cash-Flow, etc.) und kommt nur zur Anwendung, wenn die negativen ESG-Wirkungen als substantiell beurteilt werden.

4.3.5 Regulatorisches Risiko

Die Domizilierung in Ländern mit einem verlässlichen regulatorischen Rahmenwerk für Investmentvehikel wird als Grundlage angenommen. Ein solides regulatorisches Umfeld schafft klare Zuständigkeiten, fördert wirkungsvolle Aufsicht und sichert eine nachvollziehbare Governance. Durch konsistente Standards, Rechtssicherheit und Transparenz sinken rechtliche und operationelle Risiken. Ein solcher Rahmen bietet Investoren und Marktteilnehmenden Stabilität und reduziert Unsicherheiten—etwa durch geregelte Prüfprozesse oder strukturierte Compliance-Pflichten.

4.4 Instrumenten-spezifische Faktoren

CRA beurteilt für jedes zu bewertende Finanzinstrument dessen rechtliche und wirtschaftliche Besonderheit. Maßgeblich sind dabei im Wesentlichen der vertragliche Rang im Insolvenz- bzw. Abwicklungsfall (nicht-nachrangig bzw. nachrangig) sowie die faktischen Durchsetzungsmöglichkeiten (z. B. aufgrund struktureller Nachrangigkeit, Sicherheitenpakete, Garantien, etc.). Weitere instrumenten-spezifische Merkmale werden ebenfalls berücksichtigt, sofern diese als rating-relevant eingestuft werden.

4.4.1 Seniorität

Als zentralen Aspekt der instrumenten-spezifischen Analyse unterscheidet CRA zwischen nicht-nachrangigen (senior) und nachrangigen (subordinated) Instrumenten.

Da im Rahmen der Berechnung der Verlustabsorptionsfähigkeit (siehe Kapitel 4.1.1) keine Unterscheidung hinsichtlich des Rangs des Finanzinstruments abgebildet wird, werden nicht-nachrangige Instrumente gegenüber der FSFK um 1 Notch bessergestellt. Nachrangige Instrumente erhalten demgegenüber einen Abzug von 1 bis 2 Notches zur FSFK. Die genaue Höhe des Down-Notchings richtet sich nach der Tiefe der Nachrangigkeit und den ökonomischen Verlusttragungsmerkmalen des Instruments, etwa dem Rang im Liquidationsfall, vertraglichen Stundungs- oder Ausschüttungsbeschränkungen oder sonstigen Mechanismen, die eine frühere und stärkere Inanspruchnahme des Gläubigers erwarten lassen.

4.4.2 Sicherheiten

CRA analysiert und bewertet das jeweils bereitgestellte Sicherheitenpaket des Finanzinstruments mit Blick auf rechtliche Durchsetzbarkeit und Werthaltigkeit. Für eine Durchsetzbarkeit der Ansprüche erwartet CRA ein bankenübliches Set-up, d.h. z.B. erst- oder vorrangige Besicherung (first-ranking lien/pledge); Kontroll- bzw. Sperrkontenvereinbarungen (Pledged/Blocked Accounts); ring-fencing der Cashflows; Bestellung eines Sicherheitentreuhänders; klare Intercreditor-Regeln; Eignungskriterien und Konzentrationslimits für austauschbare Sicherheiten sowie ein regelmäßiges Reporting.

Die Werthaltigkeit der Sicherheiten wird in einem zweiten Schritt beurteilt. Die Wertermittlung der Sicherheiten erfolgt unter konservativ gestressten Annahmen. CRA setzt je nach Sicherheitenart marktorientierte Wertabschläge (Haircuts) an und beurteilt, ob die gestressten Sicherheitenwerte das ausstehende Nominal des Instruments nachhaltig überdecken.

Ein bestehendes Sicherheitenpaket für ein Finanzinstrument kann zu einem Up-Notching von 1 Notch bei einer ausreichenden Wertabsicherung führen. Grundvoraussetzung ist dabei jedoch immer ein entsprechendes Set-Up, sodass die die möglichen Verwertungserlöse wirtschaftlich tatsächlich den Gläubigern des Finanzinstruments zugutekommen.

4.4.3 Sonstige instrumenten-spezifische Faktoren

Weitere instrumenten-spezifische Sachverhalte des Ratinggegenstands, die über Seniorität und Sicherheiten hinausgehen und gleichwohl die Kreditqualität beeinflussen können, werden ebenfalls analysiert. Bewertet werden nur Aspekte mit erkennbarer Materialität; als wesentlich gelten solche Faktoren, die bspw. den Liquiditätspuffer deutlich beeinflussen oder die Durchsetzbarkeit der Gläubigerrechte beeinträchtigen können. Das Notching aufgrund sonstiger instrumenten-spezifischer Faktoren liegt in der Regel im Rahmen von 1 Notch nach oben oder unten.

Appendix I: Zuordnung der NPA-Quoten zum NPA-Score

Es gilt die numerische Zuordnung gemäß nachfolgender Tabelle 1 zu den stichtagsbezogenen NPA-Quoten:

Tabelle 1: Numerische Zuordnung der NPA-Quoten

NPA-Quote	Numerischer Score (NPA-Score)
<0,50%	1
<1,50%	3
<3,00%	6
<6,00%	9
<10,0%	12
<15,0%	15
>=15,0%	17

Appendix II: Zuordnung der LDQ zum LDQ-Score

Im Rahmen der Analyse der LDQ gelten die Grenzwerte gemäß nachfolgender Tabelle 2:

Tabelle 2: Numerische Zuordnung der LDQ

LDQ	Numerischer Score (LDQ-Score)
>200%	1
>120%	3
>75%	6
>25%	9
>15%	12
>10%	15
<=10%	17

Appendix III: Mapping des Sponsoren-Scores zum Notching

Der von CRA ermittelten Sponsoren-Score reicht von 1 (höchste Güte) bis 18 (schwächste Güte). Die nachfolgende Tabelle 3 zeigt die Grenzwerte des Sponsoren-Scores zum möglichen Notching.

Tabelle 3: Notching in Abhängigkeit vom Sponsoren-Score

Sponsoren-Score	Notching
<= 4,0	+3 Notches
<= 7,0	+2 Notches
<= 10,0	+1 Notch

Appendix IV: Zuordnung der Support-Quoten zum VB-Score

Es gilt die numerische Zuordnung gemäß nachfolgender Tabelle 4 zu den ermittelten Support-Quoten.

Tabelle 4: Zuordnung der Support-Quoten

Support-Quote	Numerischer Score (VB-Score)
>100%	1
>90%	3
>75%	6
>50%	9
>25%	12
>10%	15
<10%	17