

Ratingsystematik der Creditreform Rating AG

# Rating von Unternehmensemissionen (Non-Financial Corporate Issue Rating)

Neuss, Oktober 2016  
Version 1.0

**Creditreform Rating**

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>EINLEITUNG</b> .....	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>ANWENDUNGSBEREICH</b> .....	<b>2</b>
<b>3</b>	<b>RATINGMETHODIK</b> .....	<b>2</b>
3.1	NOTCHING-KRITERIEN .....	3
3.1.1	Seniorität.....	3
3.1.2	Sicherheiten.....	4
3.1.3	Covenants, Representations und Warranties .....	5
3.1.4	Emissionsstruktur .....	5
3.1.5	Länder- und branchenspezifische Kriterien.....	6
3.2	NOTCHING VON EMITTENTEN MIT RATINGS VON BB- UND HÖHER .....	6
3.3	NOTCHING VON EMITTENTEN MIT RATINGS VON B+ UND NIEDRIGER.....	7
3.3.1	Ermittlung eines Ausfallszenarios .....	8
3.3.2	Bewertung der Emittentin.....	8
3.3.3	Bestimmung der Gläubigeransprüche.....	9
3.3.4	Verteilung der Vermögenswerte und Cashflows an die Gläubiger .....	10
3.3.5	Vergabe des Recovery Ratings und Notching des Unternehmensratings.....	10
<b>4</b>	<b>FORTLAUFENDE ÜBERWACHUNG, FOLGERATING UND GÜLTIGKEIT</b> .....	<b>12</b>
	<b>ANHANG</b> .....	<b>13</b>
	<b>Ausfalldefinition</b> .....	<b>13</b>

Diese Ratingsystematik für Unternehmensemissionen wurde neu entwickelt, um für Unternehmensemissionen die Ratingsystematik „Rating von Finanzinstrumenten (Emissionsratings)“ von Juli 2016 zu konkretisieren. Sie findet mit ihrer Einführung bei allen bestehenden und zukünftigen Ratings von Unternehmensemissionen oder anderen Fremdkapitalansprüchen Anwendung. Die Ratingsystematik „Rating von Finanzinstrumenten (Emissionsratings)“ findet mit Inkrafttreten dieser Ratingsystematik keine Anwendung mehr für Emissionen von Non-Financial Corporates.

## 1 Einleitung

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

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 Unternehmensemissionen offengelegt. Die Ratingsystematik wird bei Änderungen in der anzuwendenden Systematik zur Erstellung von Ratings aktualisiert. Jedes Rating der CRA basiert auf festgelegten Grundlagen und Prinzipien (z.B. Ratingprozess, prinzipielle Vorgehensweisen, festgelegte Ratingskalen und Zusätze). Diese Ratingsystematik, die Grundlagen und Prinzipien und der Verhaltenskodex der CRA sind auf der Internetseite [www.creditreform-rating.de](http://www.creditreform-rating.de) frei verfügbar.

## 2 Anwendungsbereich

Ein **Rating von Unternehmensemissionen (im Folgenden auch Emissionsrating)** der CRA bezieht sich auf eine bestimmte Emission eines wirtschaftsaktiven / operativ tätigen Unternehmens oder einer Emittentin unter Berücksichtigung der vorhandenen Konzernstruktur. Beurteilt wird die Kreditqualität von (Non-Financial) Unternehmensemissionen, d.h. Unternehmensanleihen, Schuldscheinen, Darlehen oder anderweitigen Fremdkapitals. Die CRA vergibt auf Grundlage dieser Ratingsystematik keine Emissionsratings für eigenkapitalnahe Finanzinstrumente (z.B. Vorzugsaktien). Die vorliegende Ratingsystematik definiert den allgemeinen methodischen Analyserahmen für die Durchführung eines Emissionsratings.

## 3 Ratingmethodik

Die CRA trifft ihre Aussagen auf Basis einer Ratingmethodik, bei der unternehmens- und emissionspezifische Risikofaktoren unter Zuhilfenahme von qualitativen und quantitativen Ansätzen analysiert werden. Die Relevanz der einzelnen Faktoren bei der Verdichtung zu einer Ratingaussage wird dabei von den Analysten in Anpassung an die Erfordernisse und Besonderheiten des jeweiligen Unternehmens und der spezifischen Emission vorgenommen. Die CRA fokussiert für Emissionsratings die folgenden Risikobereiche:

- Seniorität
- Sicherheiten
- Covenants, Representations und Warranties
- Emissionsstruktur
- Länder- und Branchenkriterien

Die CRA wendet bei ihren Emissionsratings einheitliche Analyse-Verfahren an. Ausgangspunkt für das Rating eines spezifischen Finanzinstruments ist immer das Unternehmensrating (Emittentenrating). Ausgehend vom Unternehmensrating finden für Emissionen qualitative und quantitative Kriterien über einen Notching-Ansatz Einfluss in das Emissionsrating. Zusätzlich wendet die CRA unterschiedliche Verfahren für bestimmte Ratingklassen an. Für Unternehmensratings der Ratingklassen AAA und AA nimmt die CRA i.d.R. kein Notching der spezifischen Finanzinstrumente vor. Für Unternehmensratings der Ratingklassen A, BBB und BB führt die CRA einen Notching-Ansatz durch. Das Notching ergibt sich aus dem individuellen Risikoprofil der Emission. Für Unternehmensratings ab und unterhalb von B+ wird zusätzlich zum Unternehmensrating ein Recovery Rating der Emission bestimmt. Das Recovery Rating bestimmt anhand der erwarteten Rückzahlungsquote (Recovery Rate) in sechs Qualitätsstufen die Notching-Spanne für das Emissionsrating im Falle eines Ausfalls des Unternehmens. Für die Vergabe eines Emissionsratings von Non-Financial Corporates ist die Anwendung dieser Ratingsystematik zwingend notwendig. Aus einem Unternehmensrating, ohne Anwendung dieser Ratingsystematik für Emissionen von Non-Financial Corporates, ist der Rückschluss auf ein Emissionsrating nicht möglich.

### 3.1 Notching-Kriterien

#### 3.1.1 Seniorität

Der vertraglich oder gesetzlich verankerte Haftungsrang (Seniorität) bestimmt die Verteilung des Vermögens und der Cashflows eines Unternehmens an die Gläubiger bei einem Ausfallereignis. Der folgende Wasserfall für die Verteilung des Vermögens und der Cashflows dient der CRA und Ihren Analysten als Orientierung bei der Beurteilung eines Finanzinstruments:

1. Alle Kosten die zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs oder des Insolvenzverfahrens notwendig sind, Personalkosten und Sozialabgaben, Pensionsverpflichtungen, Steuern, sonstige Ansprüche mit gesetzlichem oder vertraglichen Vorrang, außer Fremdkapital
2. An Sicherheiten vorrangig partizipierendes, vorrangiges oder nicht nachrangiges Fremdkapital (First Lien)
3. An Sicherheiten nachrangig partizipierendes, vorrangiges oder nicht nachrangiges Fremdkapital (Second Lien)
4. Vorrangiges, unbesichertes Fremdkapital (Super Senior)
5. Nicht nachrangiges, unbesichertes Fremdkapital (Senior Unsecured)
6. Nachrangiges unbesichertes Fremdkapital (Subordinated)
7. Mezzanin/Hybrid-Kapital
8. Eigenkapital

Es wird im Sinne der Mittelherkunft beurteilt, welche Rangfolge das emittierte Finanzinstrument unter den möglichen Fremdkapitalklassen bei der Emittentin einnimmt und ob sich daraus eine faktische über- oder unterdurchschnittliche (Teil)Besicherung ableiten lässt. Rückflüsse aus freien Vermögenswerten können aufgrund schuldrechtlicher Ansprüche zur Bedienung der Gläubiger verwendet werden. Im Rahmen des Analyseprozesses sind daher Rang und Fristigkeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten zu beurteilen. Daraus abgeleitet wird der strukturelle Rang der Finanzinstrumente und Gläubiger untereinander. Unter Berücksichtigung vorstehender Konstellationen wird so für eine spezifische Emission beurteilt, welcher Anteil erwirtschafteter Cashflows und vorhandener Vermögenswerte für die Bedienung der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen eines Finanzinstruments zur Verfügung steht.

### 3.1.2 Sicherheiten

Sicherheiten stärken unabhängig von der vertraglichen und legalen Seniorität direkt die Rückzahlungsquote der Gläubiger bei einem Ausfallereignis. Die CRA beurteilt den Wert von Sicherheiten je nach ihrer Art anhand von verschiedenen qualitativen und quantitativen Kriterien sowie auf der Grundlage von Stressszenarien.

Bei besicherten Finanzinstrumenten sind in der Regel folgende Sachverhalte im Rahmen des Ratings zu berücksichtigen:

- Der Sicherheitengeber ist die Emittentin selbst oder eine Drittpartei
- Wert der Sicherheit in einem Stressszenario
- Exklusivität und Beständigkeit der Sicherheit
- Sicherheit erwirtschaftet eigenständig Cashflows
- Zeitliche und rechtliche Rahmenbedingungen einer Verwertung durch den Gläubiger
- Möglichkeit die Sicherheit separat von anderen Vermögensgegenständen zu verwerten

Entsprechend stellt die Art der Besicherung bei Emissionen ein sogenanntes „Credit Enhancement“ dar, welche unter der Berücksichtigung von strukturellen Aspekten je nach Höhe eine bessere Einschätzung der Kreditqualität bzw. Kreditqualität im Verhältnis zu unbesicherten Emissionen ermöglicht.

Sind Finanzinstrumente nicht besichert 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 abgestellt. In diesen Fällen kommt dem Unternehmensrating als Indikator des Kreditrisikos eine verstärkte Rolle bei der Beurteilung der Emission zu.

Zusätzlich zu Sicherheiten kann eine Emission diverse Komponenten enthalten, um verschiedene Risiken abzusichern („Credit Enhancement“). Zu den üblicherweise verwendeten Sicherungsmechanismen gehören unter anderem:

- Kreditausfallversicherung
- Zins- und Währungsswaps
- Letters of Credit / Liquiditätsfazilitäten
- Übersicherung („Overcollateralization“)
- Patronatserklärungen / Garantien

CRA untersucht die Angemessenheit, Qualität und die Dimensionierung der vorgesehenen Sicherungsmechanismen im Hinblick auf ihre risikomindernde Wirkung und berücksichtigt die Ergebnisse dieser Analyse im Ratingurteil.

### 3.1.3 Covenants, Representations und Warranties

Wurden Covenants, Representations und Warranties im Rahmen der Vertragsbedingungen für das Finanzinstrument vereinbart, analysiert die CRA im Rahmen des Emissionsratings, inwieweit diese Vereinbarungen die Position der Gläubiger der Emission stärken. Covenants können sowohl nur die Emission, als auch das Unternehmensrating beeinflussen. Entscheidend für die Beurteilung des Einflusses von Covenants auf das Emissionsrating sind die aus einer Covenant-Verletzung entstehenden Rechte der Investoren (z.B. vorzeitige Kündigung).

Oftmals werden in der Transaktion bestimmte Ereignisse definiert, welche eine Stärkung der Sicherheiten oder vorzeitige Tilgung der emittierten Wertpapiere auslösen können (Trigger-Ereignisse). Trigger-Ereignisse dienen dem Schutz der Investoren gegen eine Verschlechterung der Bonität des Unternehmens. Anhand der definierten Trigger-Ereignisse lassen sich Szenarien ableiten, die wiederum in den quantitativen Analysen berücksichtigt werden können.

### 3.1.4 Emissionsstruktur

Die Analyse der Transaktions- und Tilgungsstruktur erschließt die wesentlichen strukturellen Merkmale der Emission, welche die Performance aus Sicht der Investoren positiv oder negativ beeinflussen können. Zu den wichtigsten Kriterien zählen neben den bereits beschriebenen Merkmalen Seniorität, Sicherheiten, Credit Enhancements und Covenants die vertragsrechtliche Ausgestaltung, der lokale Rechtsrahmen (siehe Punkt 4.1.5), mögliche reguläre Teiltilgungen (Sinking Funds) sowie Zins- und Tilgungsintervalle.

Ausgehend von der Analyse der Transaktionsstruktur wird der Komplexitäts- bzw. Strukturierungsgrad einer Emission festgestellt und daraus abgeleitet mögliche Konstruktionsmängel bzw. -risiken plausibilisiert. Dieser Plausibilisierung liegt eine Durchsicht der Vertragswerke (Anleihebedingungen, nachgelagerte Verträge, Gutachten usw.) zugrunde. Verträge, Emissionsbedingungen und/oder Gutachten werden typischerweise von speziellen Anwälten erstellt. Entsprechende vertragliche Dokumente und rechtliche Gutachten werden von der CRA (mitunter nur stichprobenartig) 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 Rechts-

gutachten 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.

In einer Emission verankerte Optionsrechte verdienen eine besondere Erwähnung. Übliche Optionen sind das Recht der Emittentin, die Anleihe vorzeitig zu tilgen (Callable) oder das Recht der Gläubiger, die Anleihe vorzeitig an die Emittentin zurückzugeben (Puttable). Eine ebenfalls marktübliche Option ist das Recht der Gläubiger, statt einer Tilgung des Nominalbetrages eine Tilgung durch Wandlung in Aktien zu verlangen (Convertible). Diese und ähnliche Optionsrechte rechnet die CRA dem Investmentrisiko zu und nicht dem Kreditrisiko. Dementsprechend haben sie i.d.R. keinen Einfluss auf die Ratingentscheidung. Die möglichen Folgen einer Ausübung einer solchen Option für die Unternehmensbonität sind Bestandteil des Unternehmensratings. Davon unterscheidet die CRA Optionsrechte, die explizit dem Gläubigerschutz dienen, z.B. Kündigungsrechte (Puts) im Fall von Covenant-Verletzungen bzw. dem Eintritt von Trigger-Ereignissen. Diese finden Eingang ins Emissionsrating.

Die beschriebenen strukturellen Merkmale werden insgesamt im Hinblick auf ihre Effektivität und ihre Leistung beurteilt und im Notching der Emission berücksichtigt.

### 3.1.5 Länder- und branchenspezifische Kriterien

Länder- und Branchenrisiken der Emittentin werden unter dem Punkt „Geschäftsrisiko“ im Unternehmensrating berücksichtigt. Für die Beurteilung einer spezifischen Emission werden weitere Kriterien herangezogen, darunter insbesondere mögliche Währungsrisiken der Emission, rechtliche Rahmenbedingungen (z.B. Insolvenzrecht, Wertpapierrecht, Gläubigerschutz und -rechte) sowie wirtschaftliche und regulatorische Besonderheiten von Branchen.

## 3.2 Notching von Emittenten mit Ratings von BB- und höher

Ausgehend vom Unternehmensrating finden die Notching-Kriterien für ein Emissionsrating Anwendung. Je nach Ausgestaltung der Emission kann das Emissionsrating gleich, besser oder schlechter ausfallen, als das Unternehmensrating. Die Notching-Richtlinie für Unternehmen mit BB- und höheren Unternehmensratings kann der nachfolgenden Übersicht entnommen werden.

Ratingklasse	Senior Secured	Senior Unsecured	Subordinated
AAA / AA	i.d.R. kein Notching	i.d.R. kein Notching	i.d.R. kein Notching
A / BBB (hard cap bei AA-)	0 bis 2 Notches	-1 bis 1 Notches	-2 bis 0 Notches
BB	0 bis 3 Notches	-1 bis 1 Notches	-2 bis 0 Notches

Die CRA kann in begründeten Ausnahmefällen von der Notching-Richtlinie abweichen.

### 3.3 Notching von Emittenten mit Ratings von B+ und niedriger

Für Unternehmen der Ratingklassen B und C ist ein Ausfall wahrscheinlicher und die Rückzahlungsquote (Recovery Rate) gewinnt mehr Bedeutung für die Gläubiger. Für Unternehmensratings ab und unterhalb von B+ bestimmt die CRA zusätzlich zum Unternehmens- und Emissionsrating ein Recovery Rating der Emission. Das Recovery Rating gibt die Erwartungen der CRA an die prozentuale Rückzahlungsquote (Recovery Rate) in sechs Qualitätsstufen wider. Anhand des Recovery Ratings bestimmt sich dann die Notching-Spanne für das Emissionsrating.

Ein Recovery Rating trifft aufgrund des erhöhten Kreditrisikos der unteren Ratingklassen die Annahme eines Ausfalls der Emittentin. Für Unternehmen der Ratingklassen B und C konstruiert die CRA hypothetische Ausfallszenarien. Das tatsächliche Kreditrisiko wird durch das Unternehmensrating angegeben. Recovery Ratings schätzen die Rückzahlungsquote von Nominalbetrag und aufgelaufenen Zinsen im Ausfallszenario. Durch das Recovery Rating verbindet das finale Emissionsrating beide Elemente des Kreditrisikos, Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default) und Verlustschwere (Loss Given Default). Dadurch erhält der Gläubiger ein besseres Bild der zu erwartenden Performance einer Emission mit relativ hohem Ausfallrisiko in der Kategorie der Emittenten mit einem Unternehmensrating von B+ und darunter.

Die Recovery Ratings der CRA fundieren auf einer emissionspezifischen, szenariobasierten und zukunftsgerichteten Analyse. Sie geben eine qualifizierte und approximierte Einschätzung der ausfallbasierten Rückzahlungsquote einer Emission, sind allerdings aufgrund der getroffenen Annahmen nicht mit einer exakten Berechnung bei einem tatsächlichen Ausfallereignis gleichzusetzen.

Der Prozess für die Vergabe von Recovery Ratings verläuft in fünf Stufen:

1. Ermittlung eines Ausfallszenarios
2. Bewertung der Emittentin
3. Bestimmung der Gläubigeransprüche



4. Verteilung der Vermögenswerte und Cashflows an die Gläubiger
5. Vergabe des Recovery Ratings und Notching des Unternehmensratings

### 3.3.1 Ermittlung eines Ausfallszenarios

Der erste Schritt zur Bestimmung eines Recovery Ratings der CRA ist die Definition eines Ausfallszenarios. Für das Ausfallszenario werden die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Cashflowrechnung des Unternehmens gestresst. Das Stressszenario basiert auf Annahmen, welche für die unternehmens- und brancheneigenen Besonderheiten individuell getroffen werden.

### 3.3.2 Bewertung der Emittentin

Die CRA unterscheidet zwei Fälle bei der Bestimmung des Unternehmenswertes im Ausfallszenario, die Unternehmensfortführung (Going Concern) und die Liquidation. Die Höhe der ermittelten Unternehmenswerte in beiden Fällen bestimmt üblicherweise, welcher Fall für das Recovery Rating herangezogen wird. Es kann jedoch auch die Meinung der CRA über die Angemessenheit der Going-Concern-Annahme entscheidend sein oder ein gemischter Ansatz verwendet werden, z.B. bei Konzernen, bei denen nur bestimmte Unternehmensteile fortgeführt werden.

#### *Enterprise Value*

Geht die CRA von der Unternehmensfortführung aus, wird der Unternehmenswert (Enterprise Value) i.d.R. über ein EBITDA-Multiple bestimmt.

Kann trotz der Annahme der Unternehmensfortführung kein EBITDA-Multiple bestimmt werden, verwendet die CRA angemessene andere Bewertungsmethoden, bspw. Discounted-Cash-Flow- oder Residual-Income-Verfahren.

#### *Liquidation Value*

Geht die CRA davon aus, dass das Unternehmen im Ausfallszenario liquidiert wird, ermittelt sie ausgehend von marktüblichen Annahmen Liquidationsquoten für die Vermögenswerte des Unternehmens. Die Ermittlung der Liquidationsquoten kann durch Gutachten und Bewertungen externer Dienstleister unterstützt werden, sofern der CRA solche Informationen vorliegen. Die Wertansätze für die Vermögenspositionen des Unternehmens können je nach Art, Branche und individueller Gegebenheiten stark schwanken. Eine grobe Einschätzung gibt die folgende aggregierte Übersicht wieder:

Bilanzposition	Wertansatz
Immaterielle Vermögensgegenstände	0-50%
Firmenwert (Goodwill)	0%
Sachanlagen	25-75%
Finanzanlagen	0-100%
Vorräte	0-75%
Forderungen ggü. Dritten	60-80%
Forderungen ggü. verbundenen Unternehmen	0-80%
Forderungen ggü. Gesellschaftern	0%
Flüssige Mittel	0%

### 3.3.3 Bestimmung der Gläubigeransprüche

Zur Bestimmung der Gläubigeransprüche im Ausfallszenario werden üblicherweise folgende Annahmen getroffen:

- Es wurde kein neues Fremdkapital aufgenommen
- Alle vor der beurteilten Emission fälligen Verbindlichkeiten werden mit gleicher oder ähnlicher Ausgestaltung refinanziert
- Kontokorrentlinien, Factoring und sonstige variable Finanzierungen werden voll ausgeschöpft
- Der Bestand liquider Mittel ist Null
- Je nach Sachverhalt potentiell erhöhte Lieferantenverbindlichkeiten (Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltene Anzahlungen, Wechselverbindlichkeiten, passive Rechnungsabgrenzung)

Die CRA berücksichtigt kein neues Fremdkapital im Ausfallszenario, da dies voraussichtlich direkten Einfluss auf das Unternehmens- und Emissionsrating nehmen würde und die endgültigen Auswirkungen nur schwer abzuschätzen sind. Stattdessen wird die Annahme getroffen, dass fällige Verbindlichkeiten refinanziert und alle variablen Finanzierungslinien voll ausgeschöpft werden.

Darüber hinaus berücksichtigt die CRA im Ausfallszenario mögliche Insolvenz- und Restrukturierungskosten sowie potentiell entstehende vorrangige Ansprüche, welche nicht Fremdkapital sind,

z. B. Personal- und Sozialkosten, nicht gedeckte Pensionsansprüche und offene Rechtsstreitigkeiten. Der Wertansatz dieser Ansprüche richtet sich nach den individuellen Gegebenheiten des Unternehmens, des Rechtsrahmens und des regulatorischen Umfelds.

Das Ergebnis der Analyse ist der Wasserfall der Gläubigeransprüche, über den die einzelnen Gläubigergruppen je nach Seniorität und Sicherheiten bedient werden.

### 3.3.4 Verteilung der Vermögenswerte und Cashflows an die Gläubiger

Die Vermögenswerte und Cashflows aus der Unternehmenswertanalyse werden anhand des ermittelten Wasserfalls der Gläubigeransprüche und unter Berücksichtigung der rechtlichen Rahmenbedingungen verteilt. Durch dieses Vorgehen wird die prozentuale Rückzahlungsquote der einzelnen Gläubigergruppen und Finanzinstrumente ermittelt.

### 3.3.5 Vergabe des Recovery Ratings und Notching des Unternehmensratings

Die ermittelte prozentuale Rückzahlungsquote führt zu einem Recovery Rating. Die sechs Qualitätsstufen der Recovery Ratings und das entsprechende Notching auf das Unternehmensrating sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Ratingklasse	Recovery Rate	Beurteilung	Notching
RR1	100%	Ausgezeichnet	+3
RR2	90% bis <100%	Gut	+2
RR3	60% bis <90%	Überdurchschnittlich	+1
RR4	30% bis <60%	Durchschnittlich	0
RR5	10% bis <30%	Unterdurchschnittlich	-1
RR6	0% bis <10%	Schwach	-2

Das finale Emissionsrating reflektiert das Unternehmensrating, adjustiert um die emissionspezifischen Risiken. Daraus ergibt sich das Mapping der Recovery Ratings auf die entsprechenden Unternehmensratings.

Unternehmensrating									
Recovery Rating		B+	B	B-	CCC	CC	C	SD	D
	RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	D
	RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	D
	RR3	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	D
	RR4	B+	B	B-	CCC	CC	C	C	D
	RR5	B	B-	CCC	CC	C	C	C	D
	RR6	B-	CCC	CC	C	C	C	C	D

Die CRA kann in begründeten Ausnahmefällen von der Notching-Richtlinie für Recovery Ratings abweichen.

## 4 Fortlaufende Überwachung, Folgerating und Gültigkeit

Das Unternehmensemissionsrating unterliegt nach Bekanntgabe einem Monitoring und ist so lange gültig, bis die CRA es aussetzt bzw. zurückzieht (NR). Während dieses Zeitraums wird die Entwicklung des Unternehmens und der Emission durch das Analystenteam fortlaufend überwacht. Ziel ist es sicherzustellen, dass das Rating in seiner Aussage aktuell ist. Hierzu bleiben die Analysten in direktem Kontakt mit dem Unternehmen, fordern entsprechende Informationen an und werten diese aus. Eigenständige Recherchen, wie in der Fach- und Wirtschaftspresse, werden ebenfalls durchgeführt. Treten im Monitoring-Zeitraum wesentliche Ereignisse oder Entwicklungen auf, die sich aus Sicht der CRA positiv oder negativ auf das Rating auswirken, kann das Rating angepasst werden. Stellt das Unternehmen die Monitoring-Informationen aus Sicht der CRA in ungenügender Qualität oder in unangemessenen Zeitabständen zur Verfügung, kann das Rating auf Beschluss des Ratingkomitees ausgesetzt werden (NR).

Ereignisse oder Entwicklungen, die zu Veränderungen der bonitäts- und kreditqualitätswirksamen Risiken geführt haben, können zu einer Anpassung des Ratings führen.

## Anhang

### Ausfalldefinition

Die Darstellung von vergleichbaren Ausfallwahrscheinlichkeiten setzt eine einheitliche Definition des Ausfalls voraus. Im Rahmen eines ganzheitlichen Ratingansatzes ist es daher notwendig, den Begriff Ausfall bzw. entsprechende Kriterien ausführlich zu beschreiben.

Ein **Ausfall / Default (D)** im Hinblick auf eine bestimmte Unternehmensemission gilt im Rahmen dieser Ratingsystematik als gegeben, wenn mindestens eines der drei folgenden Kriterien erfüllt ist:

1. Es wurde seitens der Gläubiger oder des Unternehmens / Emittenten ein Insolvenzantrag oder eine vergleichbare Maßnahme gestellt oder es liegt eine andere regulatorische / rechtliche Zahlungssperre vor oder es liegt eine Information aus dem Creditreform Auskunftsrating vor, dass der Bonitätsindex des Unternehmens / Emittenten auf 600 (= Insolvenz) gesetzt wurde.
2. Die CRA geht davon aus, dass (eine) Zahlungsverpflichtung(en) des Unternehmens / Emittenten aus der Emission gegenüber den Gläubigern in Übereinstimmung mit der getroffenen Vereinbarung nicht eingehalten wird / werden (z. B. Zahlungsverzug, Verweigerung der Zahlung).
3. (Eine) wesentliche Zahlungsverpflichtung(en) des Unternehmens / Emittenten aus der Emission wird / werden neu strukturiert, umgeschuldet, neu verhandelt oder getauscht (Restrukturierung) und diese Restrukturierung ist aus Sicht der CRA zum Nachteil der Gläubiger gegenüber der vorherigen Vereinbarung und gleichzeitig aus einer krisenbedingten Lage des Unternehmens / Emittenten oder einer anderweitig von der CRA als erzwungen beurteilten Situation heraus entstanden. Restrukturierung von wesentlichen Zahlungsverpflichtungen zum Nachteil der Gläubiger kann sein (nicht notwendigerweise abschließend):
  - Veränderung der Fälligkeit oder Veränderung der Höhe der Zinsen (z. B. Zinsstundung, Aussetzung von Zinsen, Reduzierung der Zinshöhe).
  - Veränderung der Fälligkeit oder Veränderung der Höhe der Tilgung / Nominalforderung (z. B. Laufzeitverlängerung, Reduzierung der Nominalforderung, Aussetzung oder Stundung von Tilgungen).
  - Veränderung von aus Sicht der CRA wesentlichen Emissionsbedingungen.
  - Tausch von Fremdkapital in Eigenkapital (Debt-Equity-Swap).

- Tausch von Fremdkapital in nachrangigeres Fremdkapital, Mezzaninkapital oder Fremdkapital mit einer veränderten Zins- und Tilgungsstruktur zu Lasten der Gläubiger (z. B. nicht notwendigerweise abschließend niedrigere Zinsen, Tausch fixe in optionale oder aufgeschobene Zinskomponenten, Veränderungen der Tilgungsstruktur von amortisierend zu endfällig).
- Auszahlung der Gläubiger mit weniger als Nominal zzgl. aufgelaufenen Zinsen.

Eine **krisesbedingte Lage** des Unternehmens oder anderweitig erzwungene Situation kann sein (nicht notwendigerweise abschließend):

- Die CRA geht davon aus, dass ohne die Restrukturierung das Unternehmen / der Emittent seinen originären Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann.
- Das Unternehmen / der Emittent droht direkt oder indirekt damit, dass ohne die Restrukturierung eine Insolvenz oder vergleichbare Maßnahme die Folge wäre, das Unternehmen / der Emittent seinen originären Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen wird / wird können oder das Unternehmen / der Emittent in einer anderen Form eine direkte oder indirekte Schwächung der Gläubigerposition anstrebt / androht, falls die Gläubiger einer Restrukturierung nicht zustimmen.

Geht die CRA davon aus, dass eines der genannten Ausfallkriterien in naher Zukunft eintritt, z. B. aufgrund von Ankündigungen eines Unternehmens, der formale Vollzug jedoch noch aussteht, so werden das Unternehmensrating und gegebenenfalls betroffene Emissionsratings üblicherweise auf die niedrigste Bonitäts-/Kreditqualitätstufe C (watch) gesetzt. Sind bestimmte Emissionen in einem solchen Fall nicht direkt von den Ausfallkriterien betroffen (z. B. im Rahmen einer Restrukturierung einer anderen Zahlungsverpflichtung), so werden diese Emissionsratings üblicherweise mit dem Zusatz (watch) versehen.