
LEITFADEN KREDITRATING

STANDARD
& POOR'S



EINFÜHRUNG

Kreditratings sind eines von mehreren Instrumenten, die Investoren bei ihrer Kaufentscheidung von Anleihen und anderen festverzinslichen Anlagen benutzen können. Dieser Leitfaden erläutert, was Ratings sind und was nicht, wer sie verwendet und warum sie für die Kapitalmärkte von Nutzen sein können.

Der vorliegende Leitfaden bietet überdies einen Überblick über die verschiedenen Geschäftsmodelle und Methoden von Ratingagenturen. Er beschreibt außerdem ganz allgemein, wie Standard & Poor's zu ihren Ratingmeinungen über Emittenten und Emissionen gelangt, wie die daraus resultierenden Ratings überwacht und angepasst werden, und wie sie Ratingänderungen im Zeitverlauf untersucht.

Darüber hinaus weist der Leitfaden auf einige zentrale Merkmale von Ratings hin, die Investoren und andere Marktteilnehmer kennen sollten:

- Ratings sind Meinungsäußerungen über relative Kreditrisiken.*
- Ratings stellen keine Anlageberatung und keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf bestimmter Anlagen dar. Sie sind lediglich ein Kriterium, das Investoren als Orientierungshilfe im Rahmen ihrer Investmententscheidung berücksichtigen können.*
- Ratings geben keine Hinweise auf die Liquidität oder den Preis einer Schuldverschreibung am Sekundärmarkt.*
- Ratings sind keine Garantie für die Bonität oder für künftige Kreditrisiken.*

Näheres zu unseren Ratings erfahren Sie im Internet unter www.AboutCreditRatings.com oder unter www.standardandpoors.com/AboutCreditRatings.

LEITFADEN KREDITRATING

WAS RATINGS SIND	Seite 3
WARUM KREDITRATINGS NÜTZLICH SIND	Seite 5
WER RATINGS NUTZT	Seite 6
Investoren, Emittenten, Unternehmen, Finanzinstitute, Intermediäre	
RATINGAGENTUREN	Seite 6
RATINGSKALA	Seite 10
Von 'AAA' bis 'D' Investment Grade Non-Investment Grade	
EMITTENTEN- UND EMISSIONSRATINGS	Seite 11
RATINGÜBERWACHUNG (SURVEILLANCE)	Seite 14
Wie Ratings überwacht und überprüft werden	
RATINGÄNDERUNG	Seite 15
Heraufstufung Herabstufung CreditWatch Ausblick	
WIE RATINGS KOMMUNIZIERT WERDEN	Seite 16
Pressemitteilungen, Webseiten, Podcasts, Newsletters	

WAS RATINGS SIND

Ratings sind Meinungsäußerungen über Kreditrisiken. Mit ihren Ratings bringt Standard & Poor's ihre Meinung über Fähigkeit und Bereitschaft eines Emittenten zum Ausdruck, seine finanziellen Verpflichtungen vollständig und fristgerecht zu erfüllen. Emittenten sind beispielsweise Unternehmen, Staaten oder Kommunen.

Ratings können sich auch auf die Kreditqualität einer bestimmten Anleiheemission, wie z. B. von Unternehmens- oder Kommunalanleihen, und deren relative Ausfallwahrscheinlichkeit beziehen.

Ratings werden von Ratingagenturen erstellt, die auf die Beurteilung von Kreditrisiken spezialisiert sind. Neben internationalen Ratingagenturen wie Standard & Poor's gibt es regionale und auf Nischensegmente spezialisierte Agenturen, die den Schwerpunkt eher auf einzelne Regionen oder Branchen legen.

Jede Agentur greift bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit auf ihre eigene Methodik zurück und verwendet eine spezielle Ratingskala zur Veröffentlichung ihrer Ratings. Ratings werden typischerweise in

RATINGS SIND MEINUNGEN

Die Ratingmeinungen von Standard & Poor's basieren auf den Analysen erfahrener Fachleute. Diese beurteilen und interpretieren die ihnen von Emittenten und aus anderen verfügbaren Quellen bereitgestellten Informationen, um sich daraus eine fundierte Meinung zu bilden.

Im Gegensatz zu anderen Meinungen, wie z. B. von Ärzten oder Anwälten, sind Ratingmeinungen nicht als Prognosen oder Empfehlungen zu verstehen. Stattdessen sollen sie in erster Linie Investoren und Marktteilnehmer Informationen zum relativen Kreditrisiko von der Agentur gerateter Emittenten und einzelner Emissionen an die Hand geben.

Die Ratingmeinungen von Standard & Poor's werden zudem weltweit veröffentlicht und sind gebührenfrei abrufbar.

Form von Buchstaben dargestellt, die beispielsweise von 'AAA' bis 'D' reichen und die Meinung der Ratingagentur zum relativen Kreditrisiko zum Ausdruck bringen.

ANFÄNGE DER RATINGS VON STANDARD & POOR'S

Die Wurzeln von Standard & Poor's Ratings Services reichen zurück bis ins Jahr 1860, als Henry Varnum Poor die „History of Railroads and Canals of the United States“ veröffentlichte. Auslöser für diese Veröffentlichung war die Poor zufolge unzureichende Qualität der Informationen für Investoren.

Er machte es sich daher künftig zur Aufgabe, detaillierte Unternehmensinformationen bereitzustellen. Bereits seit 1916 publiziert Standard & Poor's Ratings und bietet damit Investoren und Marktteilnehmer weltweit unabhängige Finanzanalysen und -informationen.

RATINGS SIND ZUKUNFTSGERICHTET

Als Teil ihrer Ratinganalyse sichtet Standard & Poor's verfügbare aktuelle und historische Informationen und bewertet potenzielle Auswirkungen vorhersehbarer zukünftiger Ereignisse. So können beispielsweise bei der Erstellung eines Emittentenratings für ein Unternehmen die erwarteten Höhen und Tiefen im Konjunkturzyklus berücksichtigt werden, von denen Standard & Poor's annimmt, dass sie die Kreditwürdigkeit des Emittenten bzw. Unternehmens beeinflussen könnten. So können die zukunftsgerichteten Meinungsäußerungen der Ratingagenturen Investoren und Marktteilnehmern als Orientierungshilfe bei ihren lang- oder kurzfristigen Anlage- und Geschäftsentscheidungen dienen. Ratings sind jedoch weder eine Garantie für die künftige Wertentwicklung einer Anlage noch dafür, dass es zu keinem Zahlungsausfall kommt.

RATINGS SIND KEIN HINWEIS AUF DEN POTENZIELLEN ANLAGENUTZEN

Investoren können Ratings zwar als Entscheidungshilfe heranziehen. Über den potenziellen Anlagenutzen sagen Ratings von Standard & Poor's indes nichts aus. Mit anderen Worten: Ratings stellen weder Empfehlungen zum Kauf, Halten oder Verkauf von Anlagen dar, noch sind sie eine Messgröße für den Wert einer Anlage. Auch über die Eignung einer bestimmten Anlage für einen bestimmten Investor geben sie keinen Aufschluss. Ratings beziehen sich auf einen Aspekt der Anlageentscheidung – auf die Kreditqualität. Gelegentlich greifen sie auch auf, ob und inwieweit die Investoren damit rechnen können,

ihr Kapital im Fall der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners zurückzuerhalten.

Vor einer Anlageentscheidung sollten Investoren daher neben der Kreditqualität auch Faktoren berücksichtigen wie die aktuelle Zusammensetzung ihrer Portfolios, ihre individuelle Anlagestrategie, ihren persönlichen Zeithorizont und ihre Risikotoleranz. Auch ein Vergleich des Werts der Anlage mit anderen möglichen Investments ist vor einer Anlageentscheidung sinnvoll. So kann, um dies am Beispiel zu illustrieren, eine bestimmte Automarke zwar im Ruf stehen, zuverlässig zu sein. Zweifellos ist das ein wichtiges, aber normalerweise keineswegs das einzige Kriterium für eine Kaufentscheidung.

RATINGS SIND KEINE ABSOLUTEN KENNGRÖSSEN FÜR AUSFALLWAHRSCHEINLICHKEIT

Da es künftige Ereignisse und Entwicklungen gibt, die sich nicht vorhersagen lassen, ist der Ratingprozess keine exakte Wissenschaft. Daher sollen Ratings von Standard & Poor's weder als Garantie für die Kreditqualität noch als exakte Messgrößen für die Ausfallwahrscheinlichkeit eines bestimmten Emittenten oder einer bestimmten Emission dienen.

Innerhalb des Kreditrisikouniversums stellen Ratings vielmehr relative Meinungsäußerungen zur Kreditwürdigkeit eines Emittenten bzw. zur Kreditqualität einer speziellen Emission dar, von der stärksten bis zur schwächsten Kreditwürdigkeit.

So weist beispielsweise nach Ansicht der Ratingagentur eine Unterneh-

mensanleihe mit dem Rating 'AA' eine höhere Kreditqualität auf als eine Unternehmensanleihe mit dem Rating 'BBB'. Doch 'AA' ist keine Garantie dafür, dass die Anleihe

nicht ausfällt, sondern besagt lediglich, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit nach Meinung der Ratingagentur geringer ist als bei einer Anleihe mit 'BBB'-Rating.

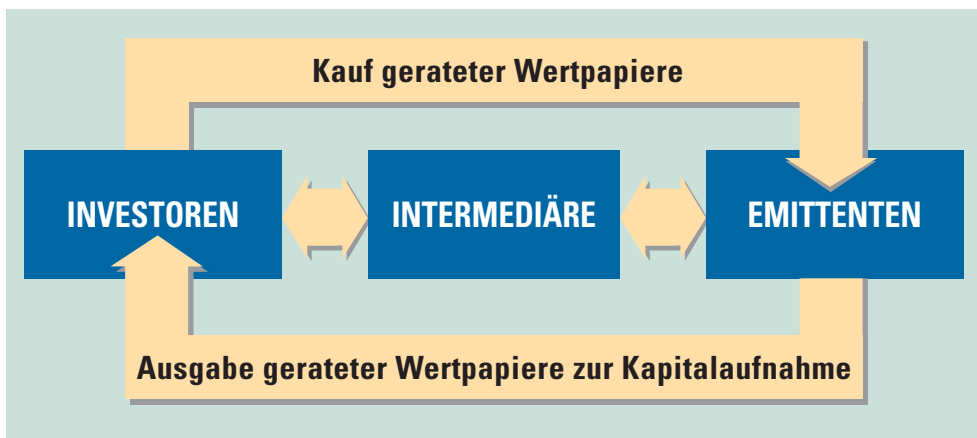
WARUM KREDITRATINGS NÜTZLICH SIND

Ratings können von großem Nutzen für Unternehmen und Staaten sein, die sich Kapital am Kapitalmarkt beschaffen wollen. Anstelle eines Bankkredits platzieren sie mitunter Anleihen oder Schuldverschreibungen am Markt und leihen sich so das Kapital direkt von den Investoren. Investoren wiederum erwerben diese Titel, wie z. B. Kommunalschuldverschreibungen, in Erwartung einer Verzinsung zusätzlich zur Rückzahlung ihres Kapitals, entweder bei Fälligkeit oder in regelmäßigen Abständen.

Ratings können Emission und Platzierung von Anleihen und anderen Schuldtiteln am Markt erleichtern, indem sie Marktteilnehmern als effiziente, international anerkannte und etablierte Messgrößen für das relative Kreditrisiko dienen. Investoren und andere Marktteilnehmer

können Ratings als Screening-Instrument nutzen, um das relative Kreditrisiko eines Emittenten oder einer Emission der eigenen Risikotoleranz oder den geltenden Risikovorgaben für Anlage- und Geschäftsentscheidungen gegenüberzustellen.

So kann beispielsweise ein privater Investor vor der Entscheidung für oder gegen den Kauf einer von ihm ausgewählten Kommunalanleihe darauf achten, dass das Rating mit seiner persönlichen Risikobereitschaft in Einklang steht. Gleichzeitig können Ratings von Unternehmen genutzt werden, um frisches Kapital zur Finanzierung ihrer Expansionspläne oder Forschungs- und Entwicklungsprojekte einzusammeln. Auch können sie Ländern, Städten und Gemeinden dabei behilflich sein, ihre öffentlichen Vorhaben zu finanzieren.



WER RATINGS NUTZT

INVESTOREN

Investoren nutzen Ratings meistens zur Unterstützung ihrer Anlageentscheidungen und ihres Portfoliomanagements. Dabei unterstützen Ratings sie bei der Einschätzung von Kreditrisiken und dem Vergleich von Emittenten und Emissionen.

Private Investoren können Ratings etwa im Zusammenhang mit der Entscheidung nutzen, ob sie unter Berücksichtigung ihrer Risikotoleranz in eine bestimmte Kommunal- oder Unternehmensanleihe investieren wollen oder nicht.

Institutionelle Investoren, darunter Anlage- und Pensionsfonds, Banken und Versicherungsgesellschaften, ziehen Ratings häufig ergänzend zu ihren eigenen Kreditanalysen heran.

Darüber hinaus nutzen institutionelle Investoren Ratings auch, um spezielle Schwellenwerte im Hinblick auf Kreditrisiken und Anlagerichtlinien zu definieren.

INTERMEDIÄRE

Investmentbanker helfen dabei, den Kapitalfluss vom Investor zum Emittenten zu erleichtern. Sie können Ratings als Benchmark für das relative Kreditrisiko verschiedener Emissionen einsetzen und verwenden diese unter Umständen als Basis für die Festlegung von Ausgabekurs und möglicher Verzinsung einer von ihnen strukturierten Anleiheemission.

Investmentbanker und Institute, die spezielle Arten von Anleiheemissionen strukturieren, können bei der eigenen Gestaltung einzelner Emissionen oder unterschiedlicher Qualitätsstufen (Tranchen) auf die von Ratingagenturen angelegten Ratingkriterien schauen.

Investmentbanker können auch als Arrangeure von Spezialemissionen auftreten. Dabei gründen sie Zweckgesellschaften, die Vermögenswerte wie private Hypothekenkredite und Ausbildungsdarlehen in Wertpapiere oder strukturierte Finanzinstrumente bündeln und anschließend an Investoren weiterreichen.

RATINGAGENTUREN

Bei einigen Ratingagenturen, einschließlich führender weltweit operierender Agenturen wie Standard & Poor's, handelt es sich um Verlags- und Informationsunterneh-

men, die sich auf die Kreditrisikolanalyse von Emittenten und Emissionen spezialisiert haben. Sie formulieren und verbreiten Ratingmeinungen, die von Investoren

EMITTENTEN

Emittenten, darunter Unternehmen, Finanzinstitute, Regierungen, Länder, Städte und Gemeinden, nutzen Ratings als unabhängige Beurteilung ihrer Kreditwürdigkeit und der Kreditqualität ihrer Emissionen.

Darüber hinaus greifen Emittenten auch auf Ratings zurück, um die relative Kreditqualität einer Emission zu kommunizieren und dadurch den potenziellen Anlegerkreis zu erweitern. Außerdem können sie so einen Eindruck von der am Markt erwarteten Verzinsung ihrer Neuemission gewinnen.

Grundsätzlich gilt: je höher die Kreditwürdigkeit eines Emittenten oder die Kreditqualität einer Emission, desto geringer die Verzinsung, die ein Emittent üblicherweise bieten müßte, um Investoren anzuziehen. Dies gilt auch umgekehrt: ein Emittent mit einer geringeren Kreditwürdigkeit wird seine Anleihe typischerweise höher verzinsen müssen, um die Investoren für das höhere Kreditrisiko zu entschädigen, das sie auf sich nehmen.

UNTERNEHMEN UND BANKEN

Unternehmen und Banken, insbesondere solche, die an kreditsensitiven Transaktionen beteiligt sind, können Ratings bei der Beurteilung des Kontrahentenrisikos nutzen. Hiermit ist das potenzielle Risiko gemeint, dass eine Partei ihre vertraglichen Verpflichtungen aus einer Kreditvereinbarung nicht erfüllt.

So könnte ein Unternehmen zunächst Näheres über das Kontrahentenrisiko wissen wollen, bevor es einen Kredit an eine bestimmte Organisation ausreicht oder ein Unternehmen auswählt, das die Tilgung einer Anleihe auch bei Zahlungsunfähigkeit garantiert.

Die Bewertung des Kontrahentenrisikos durch eine Ratingagentur kann diese Unternehmen also bei der Analyse ihres Kreditengagements gegenüber Finanzunternehmen unterstützen, die bestimmte finanzielle Verpflichtungen eingegangen sind. Auch potenzielle Partnerschaften sowie andere Geschäftsbeziehungen lassen sich anhand der Bewertung des Kontrahentenrisikos auf den Prüfstand stellen.

und anderen Marktteilnehmern bei ihrer eigenen Kreditrisikoanalyse im Zusammenhang mit ihren Anlage- und Geschäftsentscheidungen genutzt werden können. Wohl auch

deshalb, weil Ratingagenturen nicht direkt an Kapitalmarkttransaktionen beteiligt sind, werden sie sowohl von Investoren als auch Emittenten als neutrale und unabhängige An-

bieter von Analysen und Meinungen zu Kreditrisiken betrachtet.

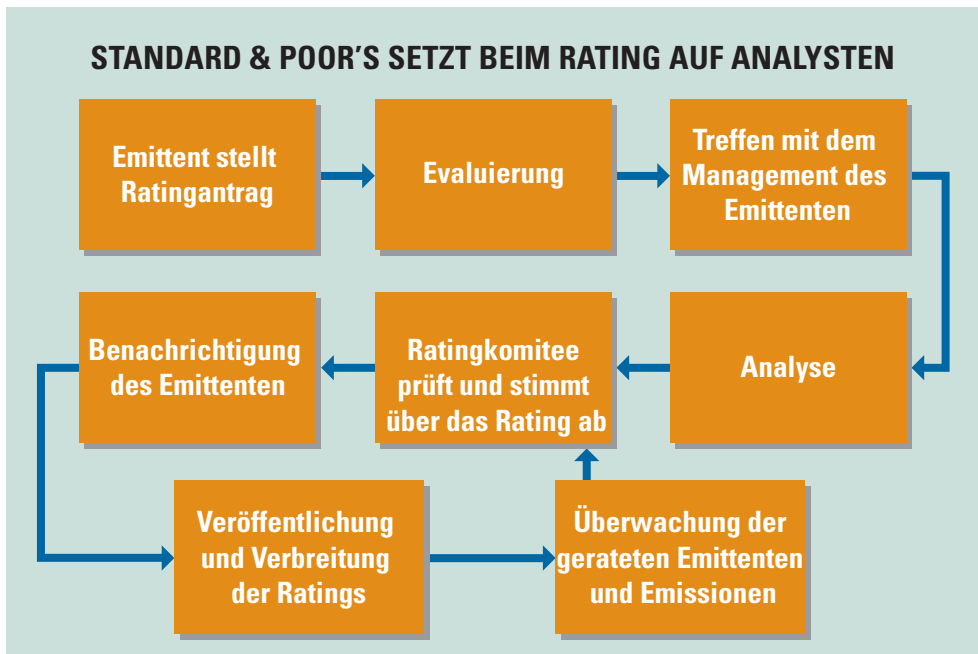
RATINGMETHODIK

Um zu ihren Meinungen über das relative Kreditrisiko zu gelangen, nutzen Ratingagenturen üblicherweise die Analysearbeit von Analysten oder den Einsatz von mathematischen Modellierungen oder eine Kombination daraus.

Ratings basierend auf der Meinung von Analysten. Für das Rating von Unternehmen oder Gebietskörperschaften wird bei Ratingagenturen, deren Ansatz auf Analysten abstellt, ein Analyst – häufig im Team mit anderen Analysten – damit betraut, die Führung bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Emittenten zu übernehmen. Typischerweise erhalten die Analysten ihre Informationen aus veröffentlichten Berichten sowie aus Befragungen und

Gesprächen mit dem Management des Emittenten. Anschließend analysieren sie diese Informationen, um Finanzkraft, operative Performance, Unternehmenspolitik sowie Risikomanagementstrategie zu beurteilen.

Ratings basierend auf Modellierungen. Andere Ratingagenturen legen den Schwerpunkt überwiegend auf quantitative Daten, die sie in ein mathematisches Modell eingeben. So kann es sein, dass eine Ratingagentur, die diesen Ansatz nutzt, um die Kreditwürdigkeit einer Bank oder anderer Finanzinstitute zu bewerten, Faktoren wie Qualität der Vermögenswerte, (Re-) Finanzierung und Profitabilität bewertet und dabei überwiegend auf Daten aus den öffentlich verfügbaren Zwischen- und Jahresabschlussberichten sowie den Unterlagen für die Aufsichtsbehörden zurückgreift.



WIE RATINGAGENTUREN BEZAHLT WERDEN

Für ihre Leistungen werden Ratingagenturen typischerweise entweder vom Emittenten bezahlt, der das Rating in Auftrag gibt, oder von Abonnenten, die die veröffentlichten Ratings und Ratingberichte beziehen.

Issuer-Pay-Model: Bei diesem Modell stellt die Ratingagentur den Emittenten eine Gebühr für die Erteilung eines Ratings in Rechnung. Im Rahmen des Analyseprozesses erhält die Ratingagentur von Emittenten möglicherweise vertrauliche, nicht veröffentlichte Informationen, die sie bei der Erstellung des Ratings berücksichtigt. Da die Ratingagentur nicht allein auf Gebühren von Abonnenten angewiesen ist, kann sie ihre aktuellen Ratings der Öffentlichkeit flächendeckend gebührenfrei zur Verfügung stellen.

Subscription Model: Ratingagenturen, die ein Abonnenten-Modell verwenden, berechnen Investoren und anderen Marktteilnehmern für den Zugang zu ihren Ratings eine Gebühr. Kritiker weisen darauf hin, dass dieses Modell ebenso wie das Issuer-Pay-Model Potenzial für Interessenskonflikte birgt, da diejenigen, die für das Rating bezahlen – in diesem Fall die Investoren – versuchen könnten, Einfluss auf die Ratingmeinung zu nehmen.

Kritisiert wird außerdem, dass die Ratings bei diesem Modell ausschließlich für zahlende Abonnenten zugänglich sind. Tendenziell handelt es sich dabei um große institutionelle Investoren, während kleinere Investoren und auch Privat Anleger außen vor bleiben. Darüber

SCHUTZ VOR INTERESSENSKONFLIKTEN BEI ISSUER-PAY-RATINGS

Zur Vermeidung von Interessenskonflikten beim Issuer-Pay-Model hat Standard & Poor's eine Reihe von Schutzmaßnahmen getroffen.

Diese sehen beispielsweise eine klare Trennung der Zuständigkeiten zwischen den Personen vor, die über die Bedingungen des Ratingmandats verhandeln, und den Analysten, die die Kreditanalyse durchführen und die Ratingmeinung erstellen. Diese Trennung ähnelt konzeptuell der von Zeitungsverlagen praktizierten Trennung von Redaktion und Anzeigenabteilung. So berichtet die Redaktion in der Regel auch über Unternehmen, die zugleich Anzeigenkunden der Zeitung sind.

Eine weitere Schutzfunktion übernimmt das Ratingkomitee. Mit ihm wird der Einfluss, den eine Einzelperson auf das Rating von Standard & Poor's nehmen kann, deutlich begrenzt. Die Rolle des Ratingkomitees besteht darin, die Empfehlungen des zuständigen Analysten hinsichtlich der Erteilung eines neuen Ratings oder einer Ratingänderung zu prüfen und zu beurteilen, zusätzliche Perspektiven zu liefern und als Kontrollgremium in puncto Einhaltung der Ratingkriterien zu fungieren. Letztlich fällt das Ratingkomitee die Ratingentscheidung und nicht der zuständige Analyst.



hinaus kann es sein, dass auf das Subskriptions-Modell setzende Ratingagenturen nur begrenzt Zugang zu Emittenten haben, die nicht verpflichtet sind, die Agenturen über wesentliche Veränderungen in ihren Geschäftsprozessen und –angelegenheiten zu informieren. Bei der Erstellung von zukunftsgerichteten Ratings aber sind solche Informationen mitunter äußerst hilfreich.

RATINGSKALA – SYMBOLE UND DEFINITIONEN

Standard & Poor's Ratingsymbole bieten eine einfache und effiziente Möglichkeit, Informationen zu Kreditwürdigkeit und Kreditqualität zu kommunizieren. Diese weltweit

einheitliche Ratingskala dient dabei als Benchmark zur Bewertung des relativen Kreditrisikos von Emittenten und Emissionen in aller Welt.

Allgemeine Zusammenfassung der in den Standard & Poor's Ratingsymbolen reflektierten Meinung

 Investment Grade	'AAA'	Die Fähigkeit des Schuldners, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, ist herausragend. 'AAA' ist das höchste Rating.
	'AA'	Die Fähigkeit des Schuldners, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, ist sehr stark.
	'A'	Die Fähigkeit des Schuldners, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, ist stark, aber etwas anfälliger gegenüber nachteiligen Auswirkungen von Veränderungen äußerer Umstände und wirtschaftlicher Bedingungen.
	'BBB'	Die Fähigkeit des Schuldners, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, ist angemessen, jedoch anfälliger gegenüber nachteiligen wirtschaftlichen Bedingungen.
	'BBB-'	<i>Gilt bei Marktteilnehmern als niedrigste Investment Grade-Einstufung.</i>
 Non-Investment Grade	'BB+'	<i>Gilt bei Marktteilnehmern als höchste Einstufung im spekulativen (Non-Investment-Grade) Ratingbereich.</i>
	'BB'	Der Schuldner ist kurzfristig weniger gefährdet. Es bestehen jedoch größere Unsicherheitsfaktoren hinsichtlich nachteiliger geschäftlicher, finanzieller oder wirtschaftlicher Bedingungen.
	'B'	Der Schuldner ist stärker gefährdet gegenüber nachteiligen geschäftlichen, finanziellen oder wirtschaftlichen Bedingungen. Jedoch verfügt der Schuldner gegenwärtig über die Fähigkeit, seinen finanziellen Verbindlichkeiten nachzukommen.
	'CCC'	Der Schuldner ist derzeit gefährdet und eine Erfüllung der finanziellen Verpflichtungen hängt von günstigen geschäftlichen, finanziellen oder wirtschaftlichen Bedingungen ab.
	'CC'	Der Schuldner ist derzeit stark gefährdet.
	'C'	Der Schuldner hat bereits einen Konkursantrag gestellt oder ähnliche Maßnahmen ergriffen, Zahlungen in Bezug auf finanzielle Verpflichtungen werden aber weiterhin geleistet.
	'D'	Zahlungsausfall bei finanziellen Verpflichtungen.

Die Ratings von 'AA' bis 'CCC' können durch Hinzufügen eines Plus- (+) oder Minuszeichens (-) modifiziert werden, um die relative Stellung innerhalb der Hauptratingkategorien zu verdeutlichen.

INVESTMENT GRADE UND NON-INVESTMENT GRADE

Früher bezeichnete der Begriff „Investment Grade“ Anleihen und sonstige Schuldtitel, die von Bankenaufsichtsbehörden und Marktteilnehmern als geeignete Investments für Finanzinstitute erachtet wurden. Heute wird der Begriff allgemein für Emittenten und Emissionen mit einer relativ hohen Kreditwürdigkeit bzw. Kreditqualität verwendet. Im Gegensatz dazu beziehen sich die Begriffe „Non-Investment Grade“ oder „Speculative Grade“ auf Schuldtitel, bei denen der Emittent zurzeit zwar über die Fähigkeit zur Bedienung seiner Verbindlichkeiten verfügt, er sich aber erheblichen Unsicherheiten wie ungünstigen wirtschaftlichen und

finanziellen Rahmenbedingungen gegenüber sieht, die sich auf das Kreditrisiko auswirken könnten.

In Standard & Poor's Langfrist-Ratingskala für Emittenten und Emissionen wird ein Rating ab 'BBB-' oder höher von Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern im allgemeinen als „Investment Grade“ eingestuft. Solche mit einem niedrigeren Rating als 'BBB-' hingegen gelten generell als „Non-Investment Grade“ oder „Speculative Grade“.

RATINGDEFINITIONEN

Das vollständige Verzeichnis der Ratingdefinitionen von Standard & Poor's einschließlich der Emittentenratings ist im Internet unter www.AboutCreditRatings.com abrufbar.

EMITTENTEN- UND EMISSIONSRATINGS

Ratingagenturen bewerten sowohl Emittenten (z. B. Unternehmen und Länder) als auch spezifische Emissionen (z. B. Anleihen, Schuldverschreibungen und sonstige Schuldtitel).

EMITTENTENRATING

Um die Kreditwürdigkeit eines Emittenten zu beurteilen, analysiert Standard & Poor's dessen Fähigkeit und Bereitschaft, die eingegangenen finanziellen Verpflichtungen vertragsgemäß zu erfüllen.

Um zur Ratingmeinung zu gelangen, werden eine Vielfalt von finanziellen und geschäftlichen Aspekten untersucht, die sich auf die fristgerechte Tilgung eines Schuldtitels durch den Emittenten auswirken können. Welche spezifischen Risikofaktoren analysiert werden, hängt unter anderem vom jeweiligen Emittenten

ab. So werden beispielsweise bei der Betrachtung eines Unternehmens, das als Emittent auftritt, in der Regel eine Vielzahl an finanziellen und nicht-finanziellen Faktoren berücksichtigt. Hierzu gehören wesentliche Performance-Kennzahlen, ökonomische, regulatorische und geopolitische Einflüsse sowie Angaben zu Unternehmensführung, Corporate Governance und Wettbewerbsposition.

Soll das Rating hingegen für einen Staat oder eine Gebietskörperschaft wie ein Bundesland erstellt werden, können politische Risiken, geldpolitische Stabilität und Gesamtverschuldung verstärkt in die Analyse einfließen.

Bei einem Rating im Investment Grade-Bereich berücksichtigt

Standard & Poor's den erwarteten Konjunkturverlauf einschließlich branchenspezifischer und gesamtwirtschaftlicher Faktoren. Allerdings können Dauer und Ausmaß von Konjunkturzyklen stark schwanken, sodass eine genaue Vorhersage der möglichen Auswirkungen auf die Kreditqualität ein schwieriges Unterfangen ist. Bei Ratings im spekulativen Bereich, die mit höheren Risiken behaftet und größeren Schwankungen unterworfen sind, wird eine erhöhte Anfälligkeit gegenüber konjunkturellen Abschwungphasen in der Beurteilung berücksichtigt.

EMISSIONSRATING

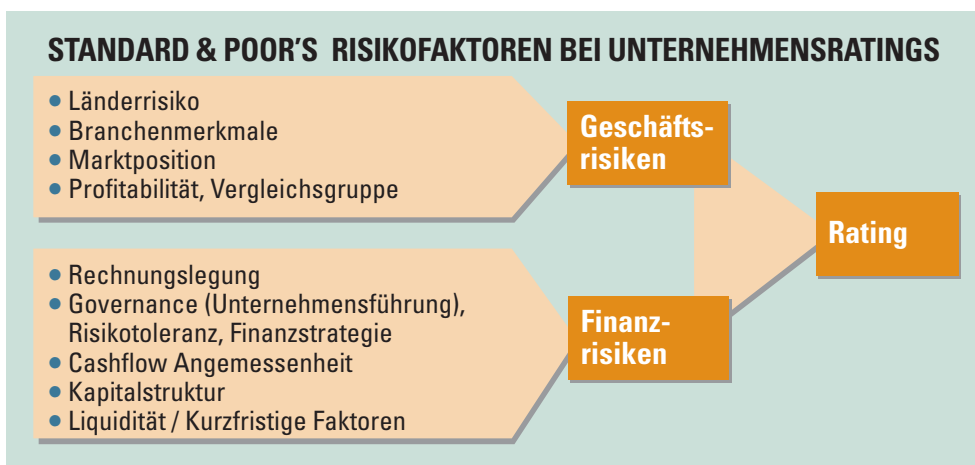
Beim Rating einer Emission, wie z. B. einer Unternehmens- oder Kommunalanleihe, zieht Standard & Poor's unter anderem Informationen des Emittenten sowie aus anderen Quellen heran, um Kreditqualität und Ausfallwahrscheinlichkeit zu bewerten. Im Fall von Unternehmens- und Kommunalanleihen beurteilen Ratingagenturen wie Standard & Poor's typischerweise zunächst die Kreditwürdigkeit des Emittenten und erst danach die Kreditqualität der jeweiligen Emission.

Bei der Analyse von Emissionen, zum Beispiel, betrachten die Analysten von Standard & Poor's unter anderem folgende Faktoren:

- Die Bedingungen der Schuldverschreibung und, falls relevant, ihre rechtliche Struktur.
- Die relative Rangfolge der Emission im Hinblick auf die anderen Anleiheemissionen des Emittenten und die Rangfolge der Bedienung im Fall eines Zahlungsausfalls.
- Das Vorhandensein externer Unterstützungsmaßnahmen oder Maßnahmen zur Stärkung der Kreditwürdigkeit, wie z. B. durch Kreditbesicherungs- und andere Garantien, durch Versicherungen oder die Hinterlegung von Sicherheiten. So kann ein Polster geschaffen werden, das hilft, die potenziellen Kreditrisiken einer speziellen Emission zu begrenzen.

RÜCKGEWINNUNG DES KAPITALS BEI ZAHLUNGS AUSFALL (RECOVERY)

Darüber hinaus können Ratingagenturen auch bewerten, wie hoch die



Wahrscheinlichkeit ist, dass ein Investor im Falle eines Zahlungsausfalls den ausstehenden Teil an Kapital zurückerhält (Recovery). Bei einigen Ratingagenturen ist die Rückgewinnung des eingesetzten Kapitals ein Faktor bei der Bewertung der Kreditqualität einer Emission, insbesondere im Bereich Non-Investment-Grade.

Andere Ratingagenturen, darunter auch Standard & Poor's, veröffentlichen zusätzlich zu ihrer Bewertung einer speziellen Emission auch ein sogenanntes „Recovery Rating“. Es mag auch sein, dass Standard & Poor's bei Anpassung eines Emissionsratings nach oben oder nach unten das Recovery Rating einfließen lässt.

RATINGS FÜR STRUKTURIERTE FINANZINSTRUMENTE

Ein strukturiertes Finanzinstrument ist eine besondere Form der Schuldtitelemmission, geschaffen durch eine sogenannte Verbriefung. Im wesentlichen werden im Rahmen der Verbriefung einzelne Finanzaktiva wie Hypotheken- oder Autokredite im Paket gebündelt und in einzelne handelbare Wertpapiere umgewandelt, die anschließend an Investoren verkauft werden, um den Kauf dieser Aktiva zu finanzieren.

An der Entstehung von strukturierten Finanzinstrumenten wie z. B. Residential-Mortgage-Backed-Securities (RMBS), Asset-Backed-Securities (ABS), sowie Collateralized-Debt-Obligations (CDOs) sind in der Regel drei Parteien beteiligt: der Originator, der Arrangeur und eine eigens gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Entity – SPE), die die Wertpapiere emittiert.

- Der **Originator** ist in der Regel eine Bank, ein Kreditgeber oder ein Finanzintermediär, die bzw. der Kredite an Privatpersonen oder andere Kreditnehmer ausreicht oder von anderen Originatoren erwirbt.
- Der **Arrangeur**, mitunter identisch mit dem Originator, ist typischerweise eine Investmentbank oder ein anderer Finanzdienstleister. Er verbrieft die zugrunde liegenden Kredite und wandelt sie in handelbare Finanzinstrumente um.
- Die **Zweckgesellschaft (SPE)**, wird meist vom Arrangeur gegründet. Sie finanziert den Erwerb der zugrunde liegenden Vermögenswerte über den Verkauf der Finanzinstrumente an die Investoren. Die Investoren erhalten im Gegenzug Zahlungen aus dem Cashflow der zugrunde liegenden Kredite oder anderer Vermögenswerte, die sich im Eigentum der SPE befinden.

Der Begriff „Tranchierung“ beschreibt das Bündeln einer Vielzahl bzw. eines Pools undifferenzierter Risiken in Schuldtitel unterschiedlicher Seniorität. Die Käufer der „Senior-Tranche“, die in der Regel die höchste Kreditqualität und die niedrigste Verzinsung aufweist, werden als erste aus dem Cashflow der zugrunde liegenden Aktiva bedient. Die Inhaber der nachfolgenden, etwas höher verzinsten Tranche werden an zweiter Stelle bedient usw. Wer in die niedrigste Tranche investiert, profitiert zwar voraussichtlich von der höchsten Verzinsung, trägt jedoch im Allgemeinen auch das potentiell höchste Risiko.

Bei der Bewertung eines strukturierten Finanzinstruments bezieht Standard & Poor's unter anderem die potenziellen Risiken, die sich aus der rechtlichen Struktur des Instruments ergeben können, sowie die Kreditqualität der von der Zweckgesellschaft gehaltenen Vermögenswerte mit ein. Darüber hinaus berücksichtigt Standard & Poor's den erwarteten Cashflow aus den zugrunde liegenden Aktiva sowie Maßnahmen zur Stärkung der Kreditwürdigkeit, die einen Schutz vor Zahlungsausfall bieten könnten.

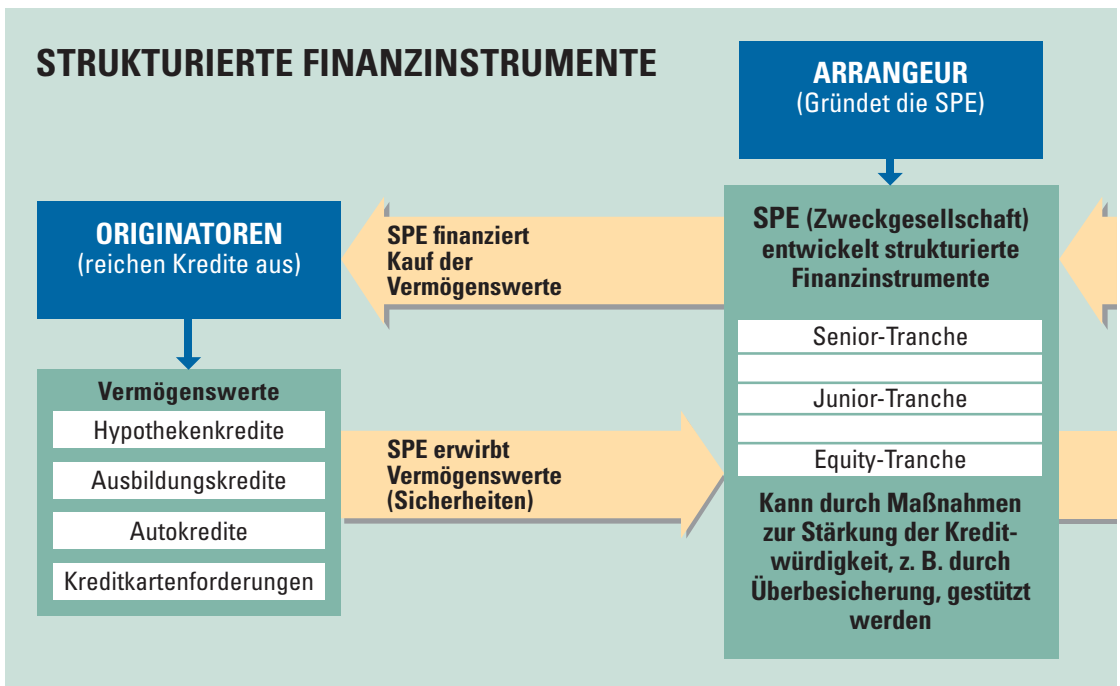
SURVEILLANCE – DIE RATING-ENTWICKLUNG NACHVERFOLGEN

Ratingagenturen verfolgen üblicherweise Entwicklungen, die sich auf das Kreditrisiko eines Emittenten oder einer Emission auswirken können, für die zuvor ein Rating erteilt wurde. Standard & Poor's verfolgt mit dieser Überwachung

(Surveillance) das Ziel, Ratings aktuell zu halten, indem Themen und Entwicklungen berücksichtigt werden, die eine Heraufstufung (Upgrade) oder Herabstufung (Downgrade) nach sich ziehen könnten.

Im Rahmen der Überwachung kann die Ratingagentur viele Faktoren berücksichtigen, wie beispielsweise: Veränderungen im Geschäftsumfeld oder an den Kreditmärkten, neue Technologien oder Wettbewerber, die den Gewinn oder die Ertragskraft des Emittenten schmälern könnten, Performance des Emittenten sowie geänderte aufsichtsrechtliche Bestimmungen.

Häufigkeit und Umfang dieser Überwachung sind typischerweise von den spezifischen Risikomerkmale eines Emittenten bzw. einer Emission oder einer ganzen Gruppe



gerateter Institutionen oder Emissionen abhängig. Im Zuge der Überwachung von Unternehmensratings kann Standard & Poor's beispielsweise regelmäßige Gesprächstermine mit dem Management des Unternehmens ansetzen, um so:

- die Analysten der Ratingagentur über mögliche Änderungen in den Plänen des Unternehmens auf dem Laufenden zu halten;
- neue Entwicklungen zu diskutieren, die Einfluss auf die bisherigen Erwartungen bezüglich des Kreditrisikos nehmen könnten;
- andere Faktoren oder Annahmen zu benennen und auf den Prüfstand zu stellen, die für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Emittenten durch die Ratingagentur relevant sein könnten.

Möglicherweise wird die Ratingagentur aufgrund dieses Überwachungsprozesses das Emittenten- oder Emissionsrating entsprechend anpassen und so signalisieren, dass sich ihre aktuelle Einschätzung des relativen Kreditrisikos verändert hat.

VERÄNDERUNGEN ZUM AUSDRUCK BRINGEN: AUSBLICK (OUTLOOK) UND CREDITWATCH

Rechnet Standard & Poor's auf Sicht der nächsten sechs bis 24 Monate mit einer Ratingänderung, kann es einen aktualisierten Ratingausblick veröffentlichen und dabei signalisieren, ob die mögliche Veränderung „positiv“, „negativ“, „stabil“ oder „veränderlich“ ist (d. h., dass ein Rating sowohl herauf- oder herabgestuft werden könnte). Aufgrund bestimmter Ereignisse oder Entwicklungen, die sich kurzfristig, d. h. zumeist innerhalb von 90 Tagen auf das Rating auswirken könnten, kann Standard & Poor's das Rating auf die CreditWatch-Liste, eine Art Beobachtungsliste setzen. Eine Änderung des Ratingausblicks oder eine CreditWatch-Maßnahme geht bei Standard & Poor's typischerweise mit einer Beschreibung dessen einher, warum und in welcher Höhe eine potentielle Ratingveränderung nach oben oder unten erfolgen kann. Allerdings bedeutet die Änderung des Ratingausblicks oder die CreditWatch-Maßnahme nicht zwangsläufig, dass eine Ratingänderung unvermeidlich ist.

Liegen umfassende, eine Ratingänderung rechtfertigende Informationen vor, kann Standard & Poor's ein Rating auch höher- oder herabstufen, ohne es zuvor auf die CreditWatch-Liste gesetzt oder seinen Ausblick verändert zu haben. Auf diese Weise reflektiert die Ratingagentur diese Umstände und ihre aktuelle Bewertung des relativen Kreditrisikos.



WARUM SICH RATINGS ÄNDERN

Eine Ratinganpassung kann vielfältige Ursachen haben. So kann sie weitgehend im allgemeinen Wandel des volkswirtschaftlichen Umfelds begründet sein, oder sich auch ganz eng an Umständen orientieren, die einzelne Branchen, Unternehmen oder Schuldtitelemissionen betreffen.

Mitunter können Veränderungen im Geschäftsklima Folgen für das Kreditrisiko einer großen Gruppe von Emittenten und Wertpapieren haben. So können sich beispielsweise neue Wettbewerber oder Technologien stärker auswirken als zunächst angenommen und im Rating bereits berücksichtigt und die erwartete Ertragskraft eines Unternehmens schmälern. Im Zeitverlauf könnten daher eine oder mehrere Ratingherabstufungen erfolgen. Auslöser für Ratingänderungen können auch eine Zu- oder Abnahme der Verschuldung, ein erheblicher Investitionsbedarf oder geänderte aufsichtsrechtliche Bestimmungen sein.

Während sich einige Risikofaktoren auf alle Emittenten auswirken können, wie z. B. ein Inflationsanstieg, der Zinsen und Kapitalkosten beeinflusst, kann es auch sein, dass andere Risikofaktoren nur eine kleine Gruppe von Emittenten und Emissionen betreffen. So kann beispielsweise die Kreditwürdigkeit eines Bundeslandes oder einer Kommune Einflüssen unterliegen, die sich aus dem Bevölkerungswandel oder aus niedrigeren Einkommen der Steuerzahler ergeben, wodurch die Steuereinnahmen sinken, was wiederum die Schuldendienstfähigkeit des Landes beeinträchtigt.

WENN RATINGS SICH ÄNDERN

Die Anpassung eines Ratings kann sich auf die Beurteilung eines Emittenten oder einer Emission am Markt auswirken. So kann z. B. eine Ratingherabstufung manchmal dazu führen, dass die Marktteilnehmer das Kreditrisiko einer Emission anders als zuvor einschätzen, was zusammen mit anderen Faktoren den Kurs des Wertpapiers negativ beeinflussen kann.

Marktpreise schwanken ständig, je nachdem zu welchen eigenen Schlussfolgerungen Investoren in Bezug auf die sich verändernde Kreditqualität des Wertpapiers und den Anlagenutzen kommen. Während Ratingänderungen die Wahrnehmung der Investoren zwar beeinflussen können, sind Ratings lediglich ein Faktor von vielen, die Marktteilnehmer als Orientierungshilfe zur Bewertung von Schuldtiteln heranziehen sollten.

AUSFALLSTUDIEN UND RATINGMIGRATION

Um die Performance der erteilten Ratings zu bewerten, fertigt Standard & Poor's Studien an über Zahlungsausfallraten und Ratingmigrationen, d. h. Veränderungen der Bonitätseinstufung nach oben oder unten über einen definierten Zeitraum. Ratingagenturen nutzen diese Studien, um ihre Analyse- und Bewertungsverfahren zu verfeinern und weiterzuentwickeln. Statistiken zur Ratingmigration können auch für Investoren und Experten hilfreich sein, weil sie Auskunft über die relative Stabilität und Volatilität von Ratings geben. So können beispielsweise Investoren, die aufgrund bestimmter Vorgaben nur in Wertpapiere mit hohen Ratings investieren dürfen und dabei Ausschau nach Indizien für deren Stabilität halten, als Teil ihres Research Ausfallstudien und Informationen zur Ratingmigration zu Rate ziehen.

WIE STANDARD & POOR'S RATINGS KOMMUNIZIERT

Standard & Poor's stellt die erteilten Ratings sowie die dabei angelegten Kriterien und Researchergebnisse über verschiedene Kommunikationswege zur Verfügung, z. B. über:

- **Pressemitteilungen**
- **Webseiten:** www.standardandpoors.com · www.ratingsdirect.com · www.AboutCreditRatings.com
- **Podcasts** (www.podcasts.standardandpoors.com)
- **Newsletters (CreditMatters Today unter www.standardandpoors.com/getcmt)**
- **Standard & Poor's Service Desk: E-Mail:** research_request@standardandpoors.com
- **Standard & Poor's Veranstaltungen**
- **Direktkontakte zu Marktteilnehmern**
- **Teilnahme an branchenspezifischen und anderen relevanten Veranstaltungen**

Wenn Sie Fragen zu diesem Leitfaden haben oder zusätzliche Exemplare bestellen möchten, kontaktieren Sie uns bitte per E-Mail an doris_keicher@standardandpoors.com oder telefonisch unter (+49) 69-33999 225.

Version 1.1

Standard & Poor's bedankt sich beim Verlag Lightbulb Press für die Zusammenarbeit bei der Erstellung des vorliegenden *Leitfadens Kreditrating*.

Copyright© 2009 Standard & Poor's Financial Services, LLC. Alle Rechte vorbehalten.

Alle Rechte an den hierin enthaltenen Daten liegen bei Standard & Poor's und seinen Drittlizenzgebern. Die Daten und Informationen dürfen nur für interne geschäftliche Zwecke und nicht in rechtswidriger oder unbefugter Weise verwendet werden.

Jegliche Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung dieser Daten und Informationen ohne vorheriges schriftliches Einverständnis von S&P ist strengstens untersagt. Da menschliches oder technisches Versagen auf Seiten von S&P, seinen verbundenen Unternehmen oder Drittlizenzgebern möglich ist, übernehmen S&P, seine verbundenen Unternehmen und Drittbürgen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit oder Verfügbarkeit von Informationen und haften weder für falsche oder fehlende Informationen noch für die durch Verwendung solcher Informationen erlangten Ergebnisse.

Standard & Poor's GIBT KEINE AUSDRÜCKLICHEN ODER STILLSCHWEIGENDEN ZUSICHERUNGEN AB, EINSCHLIESSLICH, OHNE EINSCHRÄNKUNG, ZUSICHERUNGEN ZUR MARKTFÄHIGKEIT ODER EIGNUNG FÜR EINEN BESTIMMTEN ZWECK ODER GEBRAUCH.

Standard & Poor's, seine verbundenen Unternehmen und Drittlizenzgeber übernehmen keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare und konkrete Schäden oder Folgeschäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung eines Ratings bzw. hierin enthaltener Daten oder Informationen entstehen.

Wird eine Vereinbarung mit Dritten über die Bereitstellung von Informationen oder Software beendet, wird der Zugang zu den hierin enthaltenen Daten oder Informationen aufgehoben.

Die von Standard & Poor's Ratings Services (Ratings Services) erbrachten analytischen Dienstleistungen basieren auf eigenständigen Aktivitäten, die dazu ausgelegt sind, die Unabhängigkeit und Objektivität der veröffentlichten Ratings zu schützen. Die von Ratings Services erteilten Ratings verstehen sich ausschließlich als Meinungsäußerung und weder als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zu Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren noch als Anlageempfehlung. Ihre Anlageentscheidungen sollten Nutzer der von Ratings Services erteilten Ratings daher weder auf die Ratings noch auf die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen von Ratings Services stützen. Den Ratings liegen Informationen zugrunde, die Ratings Services erhalten hat. Andere Divisionen von Standard & Poor's können über Informationen verfügen, die Ratings Services nicht zur Verfügung stehen. Standard & Poor's hat spezielle Regeln und Richtlinien eingeführt, um die Vertraulichkeit von nicht-öffentlichen Informationen zu wahren, über die wir im Laufe des Ratingprozesses Kenntnis erlangen. Für seine Ratings erhält Ratings Services ein finanzielles Entgelt. Dieses wird in der Regel entweder von den Emittenten dieser Wertpapiere oder von Dritten, die am Vertrieb der Wertpapiere beteiligt sind, gezahlt. Standard & Poor's behält sich zwar das Recht zur Verbreitung seiner Ratings vor, erhält hierfür aber keine Zahlungen, ausgenommen für Abonnements von Standard & Poor's-Veröffentlichungen. Nähere Informationen zu unseren Gebühren finden Sie auf unserer Website unter: www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/RatingsFees2008.pdf.

**STANDARD
& POOR'S**

www.AboutCreditRatings.com