

Ratingsystematik der Creditreform Rating AG

Strukturierte Finanzierungen

Handelsforderungsverbriefungen

v1.5

Neuss, Juli 2016

Creditreform Rating

Inhaltsverzeichnis

1	EINLEITUNG	2
2	DIE STRUKTUR VON HANDELSFORDERUNGSVERBRIEFUNGEN	3
3	RATINGAUSSAGE UND –PROZESS	4
3.1	RATINGAUSSAGE.....	4
3.2	DATENANFORDERUNGEN UND VORANALYSE	5
3.3	MANAGEMENTGESPRÄCH	6
3.4	RATINGKOMITEE.....	6
4	RATINGMETHODIK	7
4.1	ANALYSE DER TRANSAKTIONSSTRUKTUR	7
4.1.1	<i>Eignungskriterien</i>	8
4.1.2	<i>Trigger-Ereignisse</i>	8
4.1.3	<i>Credit Enhancement</i>	9
4.1.4	<i>Rechtliche Aspekte</i>	9
4.2	OPERATIVE RISIKEN.....	9
4.2.1	<i>Bonität des Originators</i>	10
4.2.2	<i>Kreditversicherer und weitere Kontrahentenrisiken</i>	10
4.3	COMMINGLING-RISIKO	10
4.4	KREDIT- UND PORTFOLIORISIKEN.....	11
4.4.1	<i>Portfoliostrukturanalyse</i>	11
4.4.2	<i>Forderungsausfallrisiko</i>	11
4.4.3	<i>Dilution-Risiko (Verwässerungsrisiko)</i>	12
5	MONITORING	13

Bei diesem Dokument (v1.5) handelt es sich um ein Update, das keine wesentlichen, grundlegenden methodischen Änderungen enthält. Die inhaltliche Darstellung wurde präzisiert und geringfügig ergänzt. Das Update datiert vom Juli 2016.

1 Einleitung

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

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

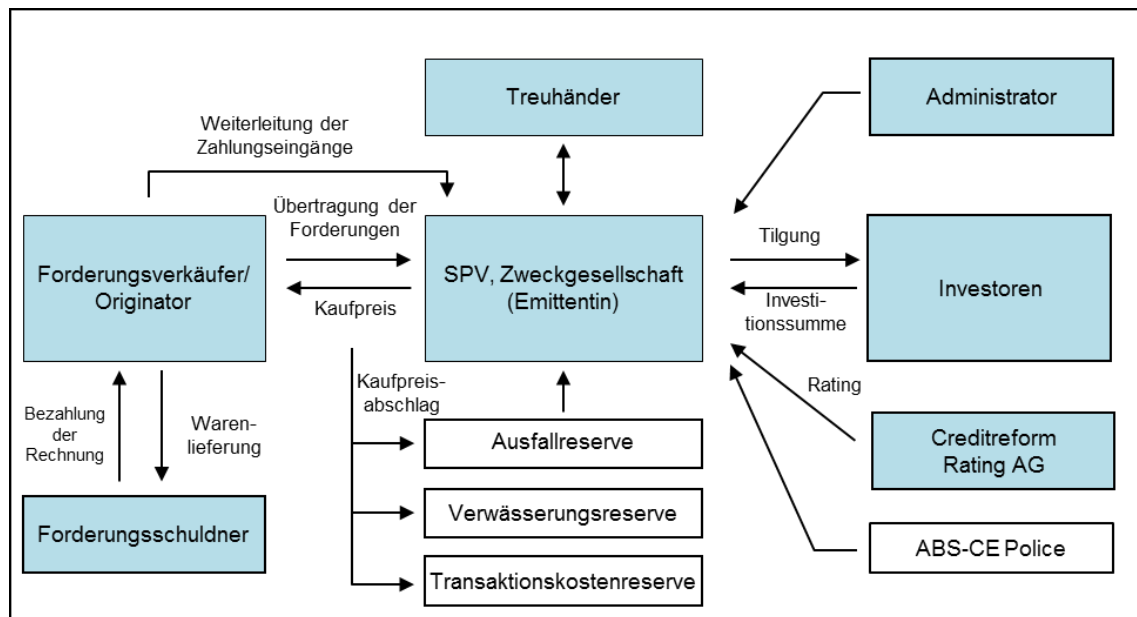
Ein Rating ist eine Klassifizierung nach bestimmten Kriterien. Die CRA verwendet bei ihren Ratings ihre eigens entwickelte Masterskala mit international standardisierten Buchstabencodes (AAA, AA, etc. mit Ergänzung „sf“ für strukturierte Finanzierung), dadurch sind die Ergebnisse international vergleichbar und transparent. Die Ratingmethodik der CRA beruht auf der grundsätzlichen Frage, inwieweit das beurteilte Wertpapier künftig innerhalb einer bestimmten Frist vollständig bedient werden kann. Die ganzheitliche Analyse des Creditreform Ratings wird unter Einbeziehung aller verfügbaren und als relevant eingestuften Informationen durchgeführt. Die CRA trifft ihre Aussagen auf Basis einer Ratingmethodik, die quantitative und qualitative Ansätze verbindet.

Im Fall der Verbriefung von Handelsforderungen werden einzelne Forderungen gebündelt und auf eine Zweckgesellschaft übertragen, die dann zur Refinanzierung Fremdkapital aufnimmt. Das vorliegende Dokument beschreibt den Ratingprozess für die Verbriefung von Handelsforderungen. Da es sich bei der Verbriefung von Handelsforderungen um eine strukturierte Finanzierung handelt, wird auch hier der Index „sf“ zur Kennzeichnung der Ratingnote verwendet.

Bei Ratings für strukturierte Finanzierungen handelt es sich um fundierte Meinungsäußerungen über das Risiko des zu beurteilenden Wertpapiers oder Refinanzierungsinstruments. Sie sind keine Empfehlungen zum Kauf, Verkauf oder zum Halten eines Finanztitels. Ein Rating der CRA stellt kein Rechtsgutachten dar.

2 Die Struktur von Handelsforderungsverbriefungen

Die Eigenschaften einer Handelsforderungsverbriefung sind für jede Transaktion verschieden und werden dabei stark von der zugrundeliegenden Branche des Originators beeinflusst. Im Normalfall besitzen Handelsforderungen eine kurze Laufzeit von etwa 30-90 Tagen. Die folgende Abbildung verdeutlicht die typische Struktur einer Verbriefung von Handelsforderungen:



Forderungskäufer ist typischerweise eine Zweckgesellschaft („Special Purpose Vehicle“, SPV). Die Zweckgesellschaft wird als juristische Person mit klar definiertem und eingegrenztem Zweck gegründet. Das SPV refinanziert den Forderungskauf durch Fremdkapital. Das SPV ist Eigentümer der Handelsforderungen und hat die Verfügungsrechte darüber. Beim Forderungsankauf werden üblicherweise Reserven für die Besicherung der Transaktion („Übersicherung“) durch Kaufpreisabschläge gebildet. Typische Reserven bei einer solchen Transaktion sind die Ausfallreserve, die Forderungsverwässerungsreserve und die Transaktionskostenreserve. Diese Reserven sowie die ABS-CE Police werden später noch detailliert beschrieben.

Es erfolgt ein revolvingender Ankauf von Forderungen, wobei die Gesamtdauer der Transaktion meist bei mehreren Jahren liegt. Das Servicing der Forderungen verbleibt in der Regel beim Originator. Die Zahlungseingänge werden vom Originator treuhänderisch gehalten und beim nächsten Ankauftermin mit dem Ankaufpreis verrechnet. Die von einer Drittpartei wahrgenommene Aufgabe des Treuhänders besteht in erster Linie aus einer Überwachungsfunktion.

Aus insolvenzrechtlicher Sicht entscheidend ist die tatsächlich vollzogene Abtretung der Forderungen vom ursprünglichen Forderungseigentümer an den Forderungskäufer (das SPV). So re-

duziert sich das Risiko für die Investoren, das mit einem Ausfall des Originators verbunden ist. In der Regel wird dies durch eine "True-Sale"-Verbriefung erreicht, bei der das Eigentum an den Forderungen und die daraus resultierenden rechtlichen Ansprüche auf die Zweckgesellschaft übertragen werden.

3 Ratingaussage und –prozess

3.1 Ratingaussage

Das Ziel des Ratingprozesses besteht darin, auf effiziente und konsistente Weise zu einer angemessenen und verlässlichen Risikobeurteilung zu gelangen. Gegenstand der Risikobeurteilung ist das von der Zweckgesellschaft zur Refinanzierung des Forderungsankaufs genutzte Finanzinstrument. Die Risikobeurteilung beruht auf der grundsätzlichen Frage, inwieweit die Zweckgesellschaft in der Zukunft die finanziellen Verpflichtungen aus dem Finanzinstrument vollständig erfüllen kann. 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.

Verantwortlich für das Rating der CRA ist ein Analystenteam aus mindestens 2 Ratinganalysten. Das Analystenteam ist während des gesamten Ratingprozesses und im anschließenden Monitoringprozess Ansprechpartner für den Auftraggeber. Als abschließende Instanz der Beurteilung dient ein Ratingkomitee.

Die CRA verwendet folgende Ratingskala:

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

3.2 Datenanforderungen und Voranalyse

Bei der Beurteilung des Risikos strukturierter Finanzierungen stützt sich die CRA auf eine umfangreiche Informationsbasis. Neben Informationen über das rechtliche und wirtschaftliche Umfeld werden die für die Transaktionsstruktur relevanten Rahmenbedingungen beurteilt. Für das Rating von Handelsforderungsverbriefungen werden bezüglich deren Ausgestaltung deshalb in einer Voranalyse die vom Initiator der Transaktion eingereichten Unterlagen ausgewertet.

Dafür werden Dokumente des Forderungsverkäufers wie Jahresabschlüsse der letzten Jahre und Informationen über das Forderungsportfolio angefordert. Ebenso wichtig sind detaillierte Informationen über die Struktur der Transaktion und die vertraglichen Hintergründe. In einem Information Memorandum sollten neben der Struktur der Transaktion auch geplante Sicherungsmechanismen für verschiedene Risikoarten beschrieben und, wie im Regelfall vorgesehen, Trigger-Ereignisse definiert werden.

Alle zur Verfügung gestellten Daten (u.a. Ausfallinformationen, Zahlungsrückstände und Verwässerungen) werden auf Plausibilität geprüft. Im Hinblick auf risikorelevante Informationen erfolgt eine Plausibilisierung, ggf. mit Vergleichsdaten. Darüber hinaus können im Verlauf des Ratingprozesses weitere Unterlagen angefordert werden, z.B. im Hinblick auf die Besicherungen und Abhängigkeiten der Forderungen und der Transaktion.

3.3 Managementgespräch

Das Managementgespräch dient zur Erläuterung und Ergänzung der vorgelegten und in der Voranalyse ausgewerteten Informationen und wird mit dem Originator und Arranger der Transaktion geführt.

In Bezug auf den Originator spielen seine Bonität und wirtschaftliche Entwicklung sowie die für das Debitorenmanagement erforderlichen Prozesse, Werkzeuge, Entscheidungsträger und Kapazitäten eine Rolle. Ein weiterer wichtiger Aspekt des Managementgesprächs ist die Interpretation der historischen Informationen zu Wertminderungen und Ausfällen innerhalb des Forderungsportfolios.

3.4 Ratingkomitee

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

4 Ratingmethodik

Das Rating einer Verbriefung von Handelsforderungen beinhaltet sowohl qualitative als auch quantitative Faktoren. Die CRA fokussiert sich hierbei auf vier Bereiche:

- Rechtliche Strukturen
- Finanzielle Strukturen
- Beteiligte Parteien
- Forderungsportfolio

Die in der Transaktion verwendeten Besicherungsinstrumente spielen bei der Beurteilung eine wichtige Rolle und werden auf ihre Wirksamkeit geprüft. Dafür relevante Verträge werden entsprechend analysiert. Wichtig im Ratingprozess ist die „Due Diligence“, die genaue Prüfung aller für das Rating wichtigen Prozesse und Informationen bezüglich des Originators.

Ein besonderer Ansatz im Rahmen des Ratings ist, dass die CRA bei der Portfolioanalyse in der Regel über Risikoindikatoren auf Debitorenebene verfügen und diese bei der Erstellung ihrer Analysen einbinden kann. So können Einzelrisiken adäquat berücksichtigt werden. Die Analyse der Portfoliostruktur erfolgt durch Simulationsansätze und Stressszenarien.

Eine Basis zur Risikobeurteilung der Verbriefungstransaktion bildet die Analyse der Risikofaktoren, welche ein mögliches Defaultereignis in der Transaktion auslösen können. Ein Defaultereignis für eine Verbriefung von Handelsforderungen tritt dann ein, wenn der Kapitaldienst des zu Grunde liegenden Finanzinstrumentes nicht vollständig geleistet wird. Die Risikofaktoren in Bezug auf ein mögliches Defaultereignis sowie die im jeweiligen Zusammenhang genutzten Sicherungsmechanismen werden nachfolgend beschrieben.

4.1 Analyse der Transaktionsstruktur

Die qualitative Analyse der Transaktionsstruktur stellt einen wesentlichen Teil des Ratings dar. Hierbei werden Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken für die Transaktion analysiert. Sicherungsinstrumente, wie Reserven, Kreditversicherungen, bestimmte Vertragsregelungen bei Trigger-Ereignissen sowie eine starke Bonität des Forderungsverkäufers können sich positiv auswirken. Schwächen und Risiken der Transaktion können resultieren aus einer schwachen Bonität des Forderungsverkäufers oder anderer wichtiger Parteien (Sicherungsgeber), aus potenziellen rechtlichen Ansprüchen Dritter an den verbrieften Forderungen, aus erhöhten Ausfallrisiken oder einer geringen Diversifikation/Granularität im Forderungsportfolio sowie aus Länder- und/oder Branchenrisiken. Spezielles Expertenwissen zur Einschätzung der Länder- bzw. Branchenrisiken wird im Rahmen des Ratings herangezogen.

4.1.1 Eignungskriterien

Die an der Transaktion beteiligten Parteien vereinbaren zu Beginn der Transaktion Gütekriterien, welche Grenzwerte für die anzukaufenden Forderungen im Hinblick auf bestimmte Merkmalsausprägungen definieren und damit das Risikoprofil des Forderungspools maßgeblich beeinflussen können. Ebenso können Restriktionen hinsichtlich der Portfolioverteilung definiert werden, welche während der Laufzeit der Transaktion kontinuierlich eingehalten werden müssen. Üblicherweise obliegt es dem Forderungsverkäufer die Eignungskriterien beim Verkauf neuer Forderungen zu prüfen. In diesem Fall garantiert der Forderungsverkäufer die Einhaltung der Kriterien bei der Übertragung einer neuen Forderung in das Forderungsportfolio des SPV. Typischerweise verpflichtet sich der Forderungsverkäufer, eine Verletzung der Eignungskriterien durch einen Rückkauf der nicht-konformen Forderung oder einen entsprechenden Ersatz zu entschädigen. Die Nicht-Einhaltung dieser Verpflichtungen (z.B. auch bei einer Verschlechterung der Merkmalsausprägungen innerhalb eines bestehenden Portfolios) kann als Trigger-Ereignis z.B. eine vorzeitige Tilgung des Finanzinstruments auslösen. Aus Sicht der Investoren sollen Eignungskriterien risikomindernd wirken. CRA beurteilt während der qualitativen Analyse der Transaktionsstruktur die Eignungskriterien und Portfoliorestriktionen im Hinblick auf die zu erwartende risikomindernde Wirkung.

Übliche Eignungskriterien für Handelsforderungen beziehen sich beispielsweise auf die Forderungslaufzeit, das Forderungsalter, die Abwesenheit von Einreden oder Überfälligkeiten, den Gerichtsstand und die Rechtsgrundlage, die Bestimmbarkeit und Durchsetzbarkeit der Forderungen, Absicherungen durch Kreditversicherer, Limits für Einzelschuldner- oder geographische Konzentrationen.

4.1.2 Trigger-Ereignisse

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

4.1.3 Credit Enhancement

Die Transaktionsstruktur einer Verbriefung von Handelsforderungen beinhaltet diverse Instrumente, um die verschiedenen Risikoarten zu besichern („Credit Enhancement“). Bei der Verbriefung von Handelsforderungen werden üblicherweise folgende Sicherungsmechanismen verwendet:

- Ausfall- bzw. Verlustreserve („First Loss Reserve“), statisch oder dynamisch
- Kreditausfallversicherung (ABS-CE Police)
- Verwässerungsreserve, statisch oder dynamisch
- Lockbox-Accounts / Kontenverpfändungen
- Zins- und Währungsswaps
- Trigger-Ereignisse
- Letters of Credit / Liquiditätsfazilitäten
- Patronatserklärungen

CRA prüft, welche Instrumente in der zu bewertenden Transaktion als Sicherungsmechanismen genutzt werden und beurteilt ihre risikomindernde Wirkung in der qualitativen bzw. in der quantitativen Analyse.

4.1.4 Rechtliche Aspekte

Ausgehend von der Analyse der Transaktionsstruktur werden der Komplexitäts- bzw. Strukturierungsgrad einer Verbriefung und daraus abgeleitet mögliche Konstruktionsmängel bzw. -risiken plausibilisiert. Dieser Plausibilisierung liegt eine Analyse der Vertragswerke sowie des Term Sheets zugrunde. Verträge, ggf. Wertpapierbedingungen und/oder Gutachten werden typischerweise von Fach-Anwälten erstellt. Entsprechende vertragliche Dokumente und rechtliche Gutachten werden von der CRA eingesehen. Sofern aus den Ergebnissen mögliche Konstruktionsmängel bzw. -risiken ersichtlich werden, geben die Analysten ihre Einschätzung dieser Risiken ab. Die Erörterung rechtlicher Aspekte stellt weder ein Rechtsgutachten der CRA dar, noch werden intern Rechtsgutachten als Zweitgutachten erstellt. CRA bildet sich zwar eine Meinung über diese Unterlagen, eine juristische Prüfung findet aber nicht statt. Neben transaktionsspezifischen rechtlichen Risiken werden im Rahmen des Ratings auch regulatorische Risiken im weiteren Sinne plausibilisiert und in die Analyse mit einbezogen.

4.2 Operative Risiken

Um gegen operative Risiken abgesichert zu sein, muss die Struktur der Transaktion so festgelegt werden, dass entweder kein Anreiz oder keine Möglichkeit zum Fehlverhalten der Beteiligten besteht. Weiterhin müssen diese Aspekte auch bei der laufenden Risikoüberwachung sichergestellt sein.

4.2.1 Bonität des Originators

Ein zentraler Punkt bei der Beurteilung der Transaktion ist die Bonitätsbeurteilung des Forderungsverkäufers (Originators). Hierbei kommt ein Schattenrating der CRA zur Anwendung. Eine Beurteilung des Forderungsverkäufers ist unter anderem für die Einschätzung des Dilution-Risikos wichtig, da Verwässerungsverluste i.d.R. zunächst vom Forderungsverkäufer getragen werden. Nur im Falle einer Zahlungsunfähigkeit oder Verweigerung des Forderungsverkäufers stellen die Verwässerungsverluste ein Risiko auf Ebene der Transaktion dar. Ebenso wichtig ist die Beurteilung der Bonität des Forderungsverkäufers für eine Einschätzung des Commingling-Risikos.

Die Analyse des Originators umfasst neben der Bonitätseinschätzung auch eine Untersuchung der Qualität und Kapazität des Debitorenmanagements, welches der Originator normalerweise treuhänderisch übernimmt. Wesentliche Aufgaben des Servicings durch den Forderungsverkäufer sind der Forderungseinzug und das Zahlungsverzugsmanagement. Die Beurteilung des Originators berücksichtigt deshalb auch die Art der Forderungsbeitreibung und Fähigkeiten des Cash-Managements (siehe Punkt 4.5.3 Dilution-Risiko) sowie eine Einschätzung der praxisrelevanten Systeme, Prozesse, Entscheidungsträger und Kapazitäten des Debitorenmanagements.

4.2.2 Kreditversicherer und weitere Kontrahentenrisiken

Neben der Bewertung des Originators spielt auch die Bonitätsbewertung der Sicherheitengeber und weiterer Gegenparteien eine wichtige Rolle. Diese können z.B. der Kreditversicherer (ABS-CE Police) oder der Kontrahent im Währungsswap sein.

Das Rating einer Handelsforderungsverbriefung berücksichtigt weitere durch an der Transaktion beteiligten Gegenparteien implizierte Risiken, wie zum Beispiel Derivat- oder Swap-Kontrahenten oder die Bereitsteller von Liquiditätsfazilitäten und Bankkonten. Zu diesem Zwecke werden die Transaktionsdokumente im Hinblick auf spezifische Risikoquellen untersucht und, falls nötig, Beurteilungen der entsprechenden Risiken anhand von Bonitätseinschätzungen vorgenommen.

4.3 Commingling-Risiko

Das Commingling-Risiko („Vermischungsrisiko“) bezeichnet das Risiko, das entstehen kann, wenn es zu einer Vermischung der Zahlungseingänge auf verkaufte Forderungen mit dem Zahlungsmittelbestand des Originators kommt. Das Vermischungsrisiko besteht insofern, als die Zahlungseingänge bei operativen Störungen und im Insolvenzfall des Originators einem Ausfallrisiko ausgesetzt sind. Dies kann zu Zahlungsverzögerungen beim gerateten Finanzinstrument führen, die Zahlungseingänge gehen u.U. in die Insolvenzmasse ein. Da Verbriefungen von Handelsforderungen weitaus höhere regelmäßige Zahlungen zwischen dem Forderungsverkäufer bzw. Ser-

vider und dem SPV aufzeigen, als dies bei anderen ABS Strukturen der Fall ist, gewinnt das Vermischungsrisiko bei der Beurteilung der Transaktionsrisiken eine erhöhte Bedeutung.

Das Vermischungsrisiko ist zeitabhängig. Im Falle einer Insolvenz unmittelbar nach Forderungsankauf sind erwartungsgemäß noch keine (oder nur sehr wenige) Forderungen getilgt worden, es existieren also kaum Zahlungsrückflüsse. Je weiter der Forderungsankauf zurückliegt, desto höher ist das Ausfall- und Vermischungs-Risiko. Rückflüsse von bereits getilgten Forderungen können eventuell in die Insolvenzmasse fallen – sofern eine Verteilung oder Verrechnung der Zahlungsmittel noch nicht erfolgt ist. Damit wird deutlich, dass auch der geplante Ankaufs- und Zahlungsrhythmus der Transaktion und die üblicherweise zu erwartenden Forderungslaufzeiten bei der Beurteilung des Commingling-Risikos beachtet werden müssen.

Effektive Mechanismen zur Reduktion des Vermischungsrisikos bestehen in der Einrichtung von „Lockbox-Accounts“, auf welche die Debitoren ihre Zahlungen leiten, und über den das SPV (nicht aber der Forderungsverkäufer bzw. Servicer) Kontrolle hat. Denkbar ist weiterhin eine Verpfändung der Einziehungskonten des Servicers, so dass im Insolvenzfall ein Rückgriff darauf durch das SPV erfolgen kann. Zudem kann durch den festgelegten Ankaufs- und Zahlungsrhythmus und das Debitorenmanagement des Servicers das Exposure im Hinblick auf diese Risikoart variieren.

4.4 Kredit- und Portfoliorisiken

4.4.1 Portfoliostrukturanalyse

Zu den bereits im Vorfeld eines Ratings angeforderten Informationen gehört eine angemessene Datenhistorie im Hinblick auf Ausfälle, Zahlungsrückstände und Verwässerungen innerhalb des Forderungsportfolios des Originators. Im ersten Schritt der empirischen Analyse wird die Struktur des Verbriefungs-Portfolios im Hinblick auf Debitorenkonzentrationen, die vorhandene Aging-Struktur (Verteilung der Zahlungsrückstände) sowie historisch gemessene Ausfallraten und Verwässerungsquoten untersucht.

4.4.2 Forderungsausfallrisiko

Das Kreditrisiko auf Debitorenebene („Forderungsausfallrisiko“), bezeichnet das Risiko, dass angekaufte Forderungen zu notleidenden Forderungen werden. Es bildet somit das Bonitätsrisiko der Forderungsschuldner ab. Für die Simulation der Kreditausfälle werden die einzelnen Forderungen des betrachteten Portfolios über die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Debitoren bewertet. Die Ausfallwahrscheinlichkeiten werden über eine Ratingmethode der CRA zur Adressrisikobewertung ermittelt. Anschließend erfolgt eine Adjustierung der Ausfallwahrscheinlichkeiten auf der Ebene der Forderungen.

Die Ermittlung der Verlustverteilung des analysierten Referenzportfolios erfolgt anschließend mittels einer Monte-Carlo-Simulation unter Berücksichtigung der Forderungshöhen, der Ausfallwahrscheinlichkeiten und der Korrelation möglicher Ausfallereignisse. Aus den so ermittelten Portfolioverlusten je Simulationsdurchgang lassen sich die Häufigkeitsverteilung und die Verteilungsfunktion der Portfolioverluste ableiten. Die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Portfolioverluste ein bestimmtes Maß überschreiten, stellt sich somit als Quantil der über den Simulationsansatz ermittelten Häufigkeitsverteilung dar.

Um eine Gesamtaussage über das Forderungsausfallrisiko zu treffen, müssen bei der Analyse weiterhin die vorgesehenen Sicherungsmechanismen beachtet werden. So wird einerseits häufig durch Kaufpreisabschläge beim Ankauf die Bildung einer Verlust- bzw. Ausfallreserve gebildet, welche die durch Kreditausfälle entstandenen Portfolioverluste zu einem gewissen Grad auffangen kann. Ist ein fester Prozentsatz für die zu bildende Verlustreserve vereinbart, handelt es sich um eine statische Verlustreserve. Dynamische Verlustreserven variieren dagegen in Abhängigkeit von der Performance der Forderungen innerhalb eines bestimmten historischen Zeitraumes, evtl. gekoppelt mit Merkmalen des Verbriefungsportfolios. Die Verlustreserve wird bei der quantitativen Simulation in der geplanten Höhe berücksichtigt. Auf der anderen Seite wird als zweiter Sicherungsmechanismus das Forderungsausfallrisiko oftmals durch eine Kreditausfallversicherung (ABS-CE Police) zusätzlich abgesichert. Die relevanten Vertragsdokumente werden von CRA im Hinblick auf die durch die Versicherungspolice abgedeckten Risiken beurteilt. Daneben wird, wie bereits in Punkt 4.2.2 beschrieben, die Bonität des Kreditversicherers berücksichtigt.

Die Wahrscheinlichkeit für einen Default der Transaktion aufgrund von Forderungsausfallrisiken ermittelt die CRA dementsprechend durch eine Verknüpfung des Portfoliorisikos mit dem Risiko eines Ausfalls der Kreditversicherung.

4.4.3 Dilution-Risiko (Verwässerungsrisiko)

Handelsforderungen sind einem Verwässerungsrisiko ausgesetzt. Dies bedeutet, dass verschiedene Ursachen zu einer nachträglichen Reduktion des ursprünglichen Forderungsbetrags führen können. Mögliche Ursachen sind beispielsweise Rabatte, Boni oder Einreden des Leistungsempfängers. In den meisten Fällen bildet sich die Wertminderung in Form einer Gutschrift ab, die dem Rechnungsempfänger vom Originator erteilt wird. Dem Verwässerungsrisiko kommt insbesondere im Falle einer Zahlungsunfähigkeit des Forderungsverkäufers eine Bedeutung zu. Als Sicherheit zur Bedienung der zu erstattenden Verwässerungsverluste dient üblicherweise eine Verwässerungsreserve.

Ein Verwässerungsrisiko resultiert oftmals nur aus solchen Wertminderungen der Forderungen, die zum Zeitpunkt des Forderungsankaufs unbekannt sind. Wertminderungen, die zum Zeitpunkt

des Forderungsankaufs dem Originator bekannt sind, sollten unmittelbar beim Ankauf der Forderungen in Abzug gebracht werden. Wertminderungen, die erst zu einem Zeitpunkt nach dem Forderungsankauf bekannt werden, sind dem Forderungsankäufer vertragsgemäß zu erstatten. Der Originator haftet für die Erstattung dieser Wertminderungen bzw. der vom Debitor bei der Rechnungsbegleichung verrechneten Gegenforderungen.

Die Einschätzung des Verwässerungsrisikos erfolgt anhand historischer Daten, die vom Forderungsverkäufer üblicherweise auf Monatsbasis zu liefern sind. Diese historischen Daten können z.B. OP-Listen sein, die die zum jeweiligen Stichtag offenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Gutschriften, die im Zusammenhang mit diesen Forderungen erteilt wurden, beinhalten. Es ist eine angemessene Datenhistorie zu Grunde zu legen. Eventuelle Änderungen hinsichtlich Unternehmensstruktur, Geschäftsfeld, Geschäftspolitik etc. schwächen die Aussagekraft der historischen Daten. Dies ist gegebenenfalls durch einen Risikozuschlag qualitativ zu berücksichtigen.

Die Beurteilung des Verwässerungsrisikos erfolgt unter Berücksichtigung der Bonität des Forderungsverkäufers sowie der Angemessenheit der Verwässerungsreserve. Eine Zahlungsunfähigkeit des Forderungsverkäufers und gleichzeitig eine nicht ausreichende Verwässerungsreserve werden im Rahmen des Ratings als mögliches Ausfallszenario für die Transaktion gewertet. Die Quantifizierung dieses Szenarios erfolgt durch Betrachtung der historischen, beim Forderungsverkäufer aufgetretenen Verwässerungseffekte. Erfahrungsgemäß ist im Insolvenzfall eines Originators mit erhöhten Verwässerungsverlusten zu rechnen. Aus diesem Grund werden die unternehmensintern gemessenen historischen Verwässerungsverluste mit einem Stressfaktor belegt. Die gestressten Verwässerungsverluste werden durch eine theoretische Wahrscheinlichkeitsverteilung approximiert. Anhand dieser Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich unter den getroffenen Modellannahmen die Wahrscheinlichkeit bestimmen, dass es zu einer Überbeanspruchung der Verwässerungsreserve kommt. Ein Default der Transaktion ist zu erwarten, wenn es zu einer Zahlungsunfähigkeit des Originators und zu einer Überbeanspruchung der Verwässerungsreserve bezogen auf das zu diesem Zeitpunkt offen stehende Forderungsportfolio kommt. Die Wahrscheinlichkeit für einen Default der Transaktion aufgrund von Verwässerungsverlusten ermittelt die CRA dementsprechend durch eine Verknüpfung der Wahrscheinlichkeiten dieser beiden Ereignisse.

5 Monitoring

Das Rating wird nach Bekanntgabe durch das Analystenteam fortlaufend überwacht (Monitoring). Ziel ist es, jederzeit sicherzustellen, dass das Rating in seiner Aussage aktuell ist. Die Dauer des Monitorings ist abhängig von der Auftragserteilung.

Hierzu bleiben die Analysten in direktem Kontakt mit dem Auftraggeber und werten unter anderem Daten zur Entwicklung des Portfolios aus. Üblicherweise werden periodische Berichte des Servicers und/oder SPV bzw. des Treuhänders zur Performance des Portfolios und zu weiteren Kennzahlen der Transaktion berücksichtigt. Neben der Überwachung von definierten Ereignissen (Trigger) werden ebenfalls Änderungen hinsichtlich der genutzten Sicherungsinstrumente und sonstige wesentliche Änderungen der Transaktion und wichtiger Gegenparteien berücksichtigt.