



# KMU Ratingmethodik

## KMU Ratings (Deutschland)

13. Juni 2017

### Inhaltsverzeichnis

ZUSAMMENFASSUNG

1

ÜBERBLICK ÜBER DIE  
RATING-METHODIK

3

ERÖRTERUNG DER SCORE-  
CARD FAKTOREN

6

ANNAHMEN UND GRENZEN  
UND RATING-ÜBERLEGUN-  
GEN OHNE BERÜCKSICHTI-  
GUNG IN DER  
SCORECARD

18

ANHÄNGE

20

### Kontakt

**Kai Gerdes**

**Direktor**

Tel.: +49 (0) 40/88 34-6424

kai.gerdes

@eulerhermes-rating.com

**Dr. Sascha Heller**

**Senior Rating Analyst**

Tel.: +49 (0) 40/88 34-6419

sascha.heller

@eulerhermes-rating.com

**TRIB**  
RATING

Für den Mittelstand

Euler Hermes Rating GmbH

Friedensallee 254

22763 HAMBURG

Tel.: +49(0) 40/88 34 6464

Fax: +49(0) 40/88 34 6413

info@tribrating.com

[www.tribrating.com](http://www.tribrating.com)

TRIBRating is a brand of

Euler Hermes Rating GmbH.

Die vorliegende Ratingmethodik ist die deutsche Version der englischen Ratingmethodik „SME Rating Methodology“.

Diese Ratingmethodik findet bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in Deutschland außerhalb des Finanzsektors Anwendung.

Sie bezieht sich nicht auf große Unternehmen oder Einheiten, die als Projektfinanzierung strukturiert sind, und wird ausschließlich für die Vergabe von Emittentenratings herangezogen<sup>(1)</sup>. Darüber hinaus kann die Methodik gegebenenfalls nicht für Unternehmen gelten, die hier als KMU definiert sind, sofern EHR zu der Einschätzung gelangt, dass die entscheidenden Risikomerkmale abweichende Risikoerwägungen erforderlich machen. Wir definieren KMU als Unternehmen, deren Gesamtumsatz in der Regel unter 500 Mio. € bzw. deren Finanzverschuldung unter 150 Mio. € liegt. KMU sind im Normalfall stärker auf regionale Märkte ausgerichtet und weisen eine geringere Produktdiversifikation bzw. eine höhere Kundenabhängigkeit auf, als dies allgemein bei großen Unternehmen zu erwarten wäre.

Grundlage dieser Methodik sind ein fundiertes Verständnis des KMU-Umfelds und umfassende Erfahrung bei der Bewertung der Risiken von KMU. Diese Methodik stützt sich im Wesentlichen auf Daten und Statistiken von ca. 39.000 Unternehmen mit Finanzdaten zwischen 2002 und 2015 sowie Umsätzen, die üblicherweise zwischen 10 und 500 Mio. € liegen – bei einem Median/Mittelwert von jeweils 30/75 Mio. €. Bei dieser umfassenden Stichprobe von Unternehmensdaten und Statistiken werden Unternehmen des Finanzsektors, Start-up-Unternehmen, deren Finanzdaten weniger als zwei Jahre umfassen, sowie öffentliche Einrichtungen nicht berücksichtigt.

Weitere Einzelheiten zu unserer Vorgehensweise bei der Vergabe von Ratings enthält unsere Veröffentlichung „Grundlagen zur Erstellung von Ratings“ auf unserer Website. Einzelheiten zur Vergabe von Ratings von Finanzinstrumenten entnehmen Sie bitte unserer Emissionsrating-Methodik, die ebenfalls auf unserer Website verfügbar ist.

## Zusammenfassung

Dieses Dokument enthält allgemeine Leitlinien, die es dem Leser ermöglichen, zu verstehen, wie sich qualitative und quantitative Risikofaktoren auf das Rating von Emittenten auswirken können. Das Dokument umfasst keine abschließende Behandlung sämtlicher Faktoren, die von unseren Analysten herangezogen werden und sich in unseren Ratings widerspiegeln können. Gleichwohl ermöglicht die Methodik dem Leser ein Verständnis qualitativer und quantitativer Aspekte, darunter auch Finanzinformationen und Kennzahlen, die für die Vergabe von Ratings in der Regel das größte Gewicht besitzen.

Der Bericht enthält ebenfalls eine „Scorecard“. Hierbei handelt es sich um ein Referenzinstrument, das in den meisten Fällen die Erstellung eines näherungsweise Bonitätsprofils ermöglicht und in zusammengefasster Form die Faktoren erfasst, die bei der Vergabe von Unternehmensratings allgemein am wichtigsten sind.

Die für diese Methodik verwendete Scorecard beruht auf der Absicht, statt einer komplexeren Scorecard auf eine vergleichsweise simple und transparente Darstellung zurückzugreifen. Die Scorecard stellt eine Zusammenfassung dar, die nicht notwendigerweise alle Ratingaspekte berücksichtigt.

1. Emittentenratings beziehen sich im Normalfall auf vorrangige unbesicherte Verbindlichkeiten. Falls die Schuldenstruktur eines Emittenten ausschließlich bzw. stark auf eine bestimmte Schuldenform (z. B. vorrangige besicherte Verbindlichkeiten) ausgerichtet ist, können wir das Ergebnis der Scorecard als ersten Anhaltspunkt für das Emittentenrating heranziehen und nach Berücksichtigung der Kapitalstruktur des Unternehmens zu einem abweichenden Ergebnis kommen. Das Ausmaß der Abweichung ist dabei in der Regel auf einige Stufen nach oben oder unten begrenzt, grundsätzlich unter Anwendung der Prinzipien unserer Emissionsrating-Methodik.

Zudem können sich sonstige quantitative bzw. qualitative Aspekte, die unter Umständen über den Umfang einer transparenten Darstellung im Scorecard-Format hinausgehen, ebenfalls auf die vergebenen Ratings auswirken. Überdies stellen die in der Scorecard für jeden Faktor angegebenen Gewichtungen einen Näherungswert hinsichtlich ihrer Bedeutung für Ratingentscheidungen dar. Die tatsächliche Bedeutung kann jedoch stark abweichen. Im Übrigen basieren Ratings auf unseren zukunftsbezogenen Erwartungen, die von historischen Finanzinformationen abweichen können.

Wir beabsichtigen, sämtliche kurz- oder langfristigen Risiken in unsere Ratings einfließen zu lassen und dabei so weit in die Zukunft zu blicken, wie es die Transparenz dieser Risiken zulässt. In den meisten Fällen sind die kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Bonitätsprofile von Emittenten aussagekräftiger, weswegen sie sich unmittelbarer auf Ratings auswirken. Gleichwohl können sich in bestimmten Fällen auch unsere Einschätzungen der langfristigen Entwicklungen in den Ratings niederschlagen. Es ist nicht zwingend davon auszugehen, dass das Ergebnis gemäß Scorecard dem tatsächlichen Rating jedes Unternehmens entspricht.

Das sogenannte „Grid“ enthält drei allgemeine Faktoren, die unsere Ratings für deutsche KMU beeinflussen:

1. Sektorprofil
2. Geschäftsprofil
3. Finanzprofil

Diese drei allgemeinen Faktoren werden durch vier „Notching“-Faktoren ergänzt, die zusammen mit den drei allgemeinen Faktoren die Scorecard bilden.

Dieser Bericht gliedert sich wie folgt:

- Überblick über die Ratingmethodik
- Beschreibung von Faktoren, die das Rating beeinflussen
- Anmerkungen zu den Annahmen und Grenzen der Ratingmethodik, einschließlich einer Erläuterung von Rating-Überlegungen, die nicht in die Scorecard einfließen

Anhang 1 enthält die vollständige Scorecard. Anhang 2 bietet weitere Informationen zur Definition von Kennzahlen. Anhang 3 enthält Verweise zu verwandten Publikationen.

# Überblick über die Ratingmethodik

## 1. DISKUSSION DER SCORECARD-FAKTOREN

Die Scorecard in dieser Ratingmethodik umfasst drei allgemeine Faktoren (d. h. das Grid) sowie vier Notching-Faktoren. Einige der drei allgemeinen Faktoren enthalten Unterfaktoren.

### KMU-Scorecard

Allgemeine Faktoren	Gewichtung Faktoren	Unterfaktoren	Gewichtung Unterfaktoren	Kennzahlen	Gewichtung Kennzahlen
<b>Sektorprofil</b>	12.5 %	Sektorvolatilität	7.5 %		
		Sektorausblick	5 %		
<b>Geschäftsprofil</b>	17.5 %	Wettbewerbsposition	10 %		
		Konzentrationsrisiko	7.5 %		
<b>Finanzprofil</b>	70 %	Größe	5 %	Umsatz	5%
		Profitabilität	10 %	ROCE	10%
		Entschuldungspotenzial	27.5 %	Gesamtverbindlichkeiten/EBITDA	15%
				FFO/Gesamtverbindlichkeiten	12.5%
		Kapitalstruktur	22.5 %	Eigenkapitalquote	12.5%
				Verschuldungsgrad	10%
		Zinsdeckung	5 %	EBIT/Zinsaufwand	5%
<b>Summe</b>	<b>100 %</b>	<b>Summe</b>	<b>100 %</b>		
<b>Notching Faktoren*</b>		Liquidität	+1 bis -3		
		Schuldenstruktur	+1 bis -2		
		Strategisches und operatives Management	+1 bis -2		
		Governance und Finanzpolitik	+1 bis -2		

\* Positive Notching-Faktoren verbessern den Wert, der mit dem Ergebnis gemäß Scorecard verbunden ist (d. h. er wird niedriger), wohingegen negative Notching-Faktoren den Wert verschlechtern (d. h. er wird höher).

## 2. MESSUNG BZW. BEWERTUNG DER FAKTOREN IN DER SCORECARD

Wir erläutern unser allgemeines Verfahren zur Bewertung der einzelnen Scorecard-Faktoren und beschreiben die in der Scorecard verwendeten Gewichtungen. Ebenso begründen wir, warum die Scorecard-Komponenten als Bonitätsindikator relevant sind (vgl. hierzu Diskussion der Scorecard-Faktoren).

Unsere Ratings sind zukunftsorientiert und spiegeln unsere Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen finanziellen und operativen Leistung wider. Gleichwohl helfen historische Ergebnisse dabei, Eigenschaften und Entwicklungen der Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu verstehen und Vergleiche mit Wettbewerbern vorzunehmen. Sofern nicht anders gekennzeichnet, werden Finanzkennzahlen in der Regel für ein Jahr bzw. einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet. Allerdings können die Faktoren in der Scorecard auch für abweichende Zeiträume analysiert werden. So kann es das Ratingkomitee aus analytischer Perspektive für hilfreich erachten, sowohl die historische als auch die erwartete Entwicklung für Zeiträume von mehreren Jahren zu untersuchen.

Quantitative Bonitätskennzahlen können einige analytische Anpassungen in der Erfolgsrechnung, der Kapitalflussrechnung und der Bilanz berücksichtigen. Typische Anpassungen spiegeln Überlegungen der Analysten wider, die die Zweckmäßigkeit des Ein- oder Ausschlusses von Rechnungslegungspositionen (darunter u. a. Restrukturierung, Wertminderung, außerbilanzielle Verpflichtungen, Goodwill, Gesellschafterdarlehen, unterfinanzierte Pensionsverpflichtungen und wiederkehrende Operating-Lease-Transaktionen) betreffen, um die für Vergleichszwecke am besten geeignete finanzielle Gegebenheit eines KMU abzubilden.

### 3. MAPPING DER SCORECARD-FAKTOREN ZU EINEM NUMERISCHEN WERT

Nach Bewertung bzw. Berechnung der einzelnen Unterfaktoren werden die Ergebnisse auf eine allgemeine Ratingkategorie (AA oder höher, A, BBB, BB, B, CCC oder niedriger, ebenfalls als „Alpha“-Kategorien bezeichnet) und einen numerischen Wert übertragen.

Qualitative Faktoren werden auf Basis der Beschreibung der übergeordneten Ratingkategorien im Grid bewertet. Der numerische Wert jeder Alpha-Bewertung basiert auf der nachfolgenden Skala. Beispielsweise wird einem qualitativen Faktor mit der Bewertung „BBB“ ein numerischer Wert von „9“ zugeordnet.

AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
3	6	9	12	15	18

Die numerischen Werte der quantitativen Faktoren werden linear zugeordnet. Das Grid zeigt für jede Kennzahl die Bandbreite nach Alpha-Kategorie. Um die Kennzahl gemäß ihrer Position innerhalb der Bandbreite des Grids in einen numerischen Wert (der auch eine Bruchzahl sein kann) umzuwandeln, greifen wir auf die nachfolgende Skala und eine lineare Interpolation zurück. Ebenso zeigen wir für jede Kennzahl die Endpunkte der Linie an (d. h. den Wert der Kennzahl, der dem niedrigsten möglichen numerischen Wert entspricht, sowie den Wert, der dem höchsten möglichen numerischen Wert entspricht). Beispiel: Einem quantitativen Faktor mit einer Ausprägung, die in die „BB“-Bandbreite (wobei die Bandbreite für jeden Faktor spezifisch ist) fällt, wird ein numerischer Wert zwischen „10,5“ und „13,5“ zugeordnet, abhängig davon, wo die Ausprägung innerhalb der „BB“-Bandbreite liegt.

AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
0.5-4.5	4.5-7.5	7.5-10.5	10.5-13.5	13.5-16.5	16.5-20.5

Wie aus den Tabellen in diesem Abschnitt ersichtlich wird, liegt das Ergebnis gemäß Grid zwischen „AA oder höher“ und „CCC oder niedriger“. Dies stimmt auch mit den historischen Daten deutscher KMU überein, die für die Entwicklung des quantitativen Teils der Scorecard – das Finanzprofil – als wesentliches Element des Grids herangezogen wurden. Dennoch können Analysten, sofern geeignet und abhängig vom möglichen Umfang, über zusätzliche qualitative Überlegungen in den Notching-Faktoren und andere Überlegungen eine weitere Unterscheidung von Unternehmen über „AA“ bzw. unter „CCC“ vornehmen.

## 4. BESTIMMUNG DES IN DER SCORECARD DARGESTELLTEN GESAMTERGEBNISSES

Der numerische Wert für jeden Unterfaktor wird mit dem Gewicht dieses Unterfaktors multipliziert. Die Ergebnisse werden addiert, um einen aggregierten gewichteten Faktorwert zu erhalten. Dieser Wert wird dann gemäß Bandbreiten in der nachfolgenden Tabelle wieder auf ein Ergebnis gemäß Grid übertragen.

Ergebnis gemäß Grid	Aggregierter gewichteter Gesamtfaktorwert
AA oder höher	$x \leq 4.5$
A+	$4.5 < x \leq 5.5$
A	$5.5 < x \leq 6.5$
A-	$6.5 < x \leq 7.5$
BBB+	$7.5 < x \leq 8.5$
BBB	$8.5 < x \leq 9.5$
BBB-	$9.5 < x \leq 10.5$
BB+	$10.5 < x \leq 11.5$
BB	$11.5 < x \leq 12.5$
BB-	$12.5 < x \leq 13.5$
B+	$13.5 < x \leq 14.5$
B	$14.5 < x \leq 15.5$
B-	$15.5 < x \leq 16.5$
CCC oder niedriger	$x > 16.5$

Beispielsweise hätte ein KMU mit einem angepassten gewichteten Gesamtfaktorwert von „10,6“ im Grid ein Ergebnis von „BB+“.

Im Anschluss wird der aggregierte gewichtete Faktorwert über Notching-Faktoren angepasst und das Ergebnis wieder auf eine Scorecard auf Grundlage der in der nachfolgenden Tabelle gezeigten Bandbreiten übertragen.

Ergebnis gemäß Scorecard	Angepasster aggregierter gewichteter Gesamtfaktorwert
AAA	$x \leq 1.5$
AA+	$1.5 < x \leq 2.5$
AA	$2.5 < x \leq 3.5$
AA-	$3.5 < x \leq 4.5$
A+	$4.5 < x \leq 5.5$
A	$5.5 < x \leq 6.5$
A-	$6.5 < x \leq 7.5$
BBB+	$7.5 < x \leq 8.5$
BBB	$8.5 < x \leq 9.5$
BBB-	$9.5 < x \leq 10.5$
BB+	$10.5 < x \leq 11.5$
BB	$11.5 < x \leq 12.5$
BB-	$12.5 < x \leq 13.5$
B+	$13.5 < x \leq 14.5$
B	$14.5 < x \leq 15.5$
B-	$15.5 < x \leq 16.5$
CCC+	$16.5 < x \leq 17.5$
CCC	$17.5 < x \leq 18.5$
CCC-	$18.5 < x \leq 19.5$
CC	$19.5 < x \leq 20.5$
C	$x > 20.5$

## 5. ANNAHMEN UND GRENZEN SOWIE RATING-ASPEKTE OHNE BERÜCKSICHTIGUNG IN DER SCORECARD

In diesem Kapitel werden die Grenzen erörtert, die bei der Anwendung der Scorecard für die Vergabe von Ratings gegeben sind sowie einige zusätzliche Faktoren, die nicht in der Scorecard enthalten sind, jedoch für die Ratingvergabe wichtig sein können. Abschließend werden Grenzen und Annahmen behandelt, die sich auf die gesamte Ratingmethodik beziehen.

### Erörterung der Scorecard-Faktoren

Die KMU-Scorecard ist auf drei allgemeine Faktoren ausgerichtet:

- Sektorprofil
- Geschäftsprofil
- Finanzprofil

Obwohl die nachfolgenden und im Anschluss aufgezeigten Faktoren am häufigsten verwendet werden, können wir in bestimmten Fällen je nach Branche und Geschäftsmodell auch weitere Aspekte einbeziehen. Hinzu kommt, dass die nachfolgenden Faktoren gegebenenfalls ohne Relevanz für einen bestimmten Emittenten sein können.

### FAKTOR 1: SEKTORPROFIL (GEWICHTUNG: 12,5 %)

#### Gründe für die Berücksichtigung

Empirische Daten zeigen, dass die Zugehörigkeit zu einer bestimmten Branche grundlegende Erkenntnis über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens gibt, zumal sie sich auf die Sensitivität gegenüber zyklischen Verschiebungen oder Volatilität sowie die Fähigkeit, die eigene Wettbewerbsposition zu nutzen, auswirkt. Die einzelnen Branchen reagieren unterschiedlich auf Schwankungen, die mit Konjunktur-, Markt- oder Innovationszyklen zusammenhängen. Zeitpunkt und Ausmaß, in dem eine Branche von diesen Faktoren beeinflusst wird, hängen letztlich von deren besonderen Eigenschaften wie der Art des verkauften Produkts (z. B. unverzichtbar vs. entbehrlich) und der Häufigkeit von Veränderungen in einem bestimmten Markt ab. Beispielsweise ist es bei der Herstellung von Verbrauchsgütern wie Hygieneprodukten in der Regel einfacher, wirtschaftlichen Abschwüngen zu widerstehen als bei der Produktion langlebiger Wirtschaftsgüter, da die Wirtschaftsteilnehmer die allgemeinen Ausgaben senken und auf notwendige Produkte fokussieren.

Die Volatilität wird auch vom Ausmaß des Wettbewerbs in einem bestimmten Sektor beeinflusst. Bestimmte Sektoren wie der Pharma-, Luftfahrt- oder Verteidigungssektor haben hohe Markteintrittsbarrieren, die hohe Umstellungskosten für die Kunden, Alleinstellungsmerkmale oder proprietäre Technologien mit sich bringen. Hierdurch sinkt die Gefahr des Eintritts neuer Marktteilnehmer. Hinzu kommt, dass Branchen mit hoher Konzentration, wie jene mit einem Oligopol, im Normalfall von einer höheren Stabilität profitieren als stärker fragmentierte Branchen. In Kombination dieser beiden Dimensionen und unter sonst gleichbleibenden Umständen reagiert ein Unternehmen, das in einem stark volatilen und fragmentierten Sektor wie dem Baugewerbe operiert, empfindlicher auf ungünstige Entwicklungen. Folglich ist es für einen Zahlungsausfall anfälliger als ein Unternehmen in einem hochkonzentrierten und nicht-konjunktursensiblen Sektor (z. B. regulierte Versorger).

Auch der Branchenausblick kann die allgemeine Kreditwürdigkeit eines Unternehmens beeinflussen, da sich veränderte Marktbedingungen innerhalb eines Sektors mit hoher Wahrscheinlichkeit in den Bonitätskennzahlen eines Unternehmens niederschlagen und sich im Folgenden auf dessen relative Position zu Unternehmen anderer Sektoren auswirkt. Veränderungen des grundsätzlichen Geschäftsumfelds können durch regulatorische Änderungen, disruptive Technologien, Entwicklungen im Verbraucherverhalten, Rohstoffpreisentwicklungen, etc. entstehen.

## Wie dies in die Scorecard einfließt

Dieser Faktor erfasst wichtige sektorspezifische Eigenschaften im Zusammenhang mit der Volatilität und dem Ausblick. Unternehmen, die innerhalb mehrerer Sektoren operieren, werden in der Regel auf Basis der jeweiligen Sektoreinschätzungen bewertet, die nach dem jeweiligen Anteil am Gesamtumsatz gewichtet werden, den die Unternehmen in diesen Sektoren erwirtschaften. Sofern sich die Gewinnmargen eines Unternehmens in den einzelnen operativen Sektoren signifikant unterscheiden, können Analysten alternativ eine Gewichtung gemäß der jeweiligen Ergebnisbeiträge heranziehen (z. B. auf Basis des EBIT).

Als Ausgangspunkt wird eine Einstufung des Branchenrisikos auf Basis von Erfahrungswerten (siehe nachstehende Tabelle) herangezogen. Bei der Bewertung der Sektorvolatilität berücksichtigen Analysten in der Regel, ob dies branchen- oder sektororientiert erfolgen soll, je nach Ausmaß der Korrelation der bewerteten Volatilität zwischen einem bestimmten Sektor, in dem das Unternehmen operiert, und dessen übergeordneter Branche.

Da grundsätzlich angenommen wird, dass die Volatilität für KMU von der Nachfrage abhängig ist, können die Analysten gegebenenfalls die Volatilität des Sektors detaillierter bewerten als die der übergeordneten Branche, um so die unterschiedlichen Segmente zu berücksichtigen, in denen ein KMU operiert. Gehören Unternehmen jedoch zu einer übergeordneten Branche, in der die Angebotstreiber die wichtigste oder wesentliche Ursache für Marktturbulenzen sind (z. B. nicht regulierte Energierohstoffe, bestimmte kapitalintensive Branchen), können Analysten das Risiko der übergeordneten Branche als repräsentativ für die gesamte Sensitivität des Unternehmens gegenüber der Zyklizität betrachten.

## Indikative Werte für das Volatilitätsrisiko deutscher Branchen

Branche	Indikativer Risikowert	Branche	Indikativer Risikowert
Regulierte Energie/Versorger	A	Herstellung von Grundstoffen (Ohne Bergbau)	B
Öffentliche und gemeinschaftliche Dienste	BBB	Immobilien & Vermietung	B
Spezialchemie (Pharmazeutika, etc.)	BBB	Sonstige Chemikalien	B
Groß- & Einzelhandel	BBB-BB	Sonstige Herstellung von Maschinen & Anlagen	B
Unternehmens- & Verbraucherdienstleistungen	BBB-BB	Transportwesen	B
Herstellung von Automobilen & Luftfahrzeugen (einschl. Zulieferer)	BB	Landwirtschaft & Bergbau	B-CCC
Bauwirtschaft	B	Unregulierte Energie/Versorger	B-CCC

Um Entwicklungen eines bestimmten Sektors zu berücksichtigen, ergänzen wir den Wert für das Branchenrisiko durch unsere Bewertung des Sektorausblicks. Der Sektorausblick entspricht unserer zukunftsbezogenen Einschätzung der Entwicklung des grundsätzlichen Geschäftsumfelds. Ähnlich wie die Volatilität kann auch der Ausblick für das grundsätzliche Geschäftsumfeld auf Ebene der übergeordneten Branche oder auf einer detaillierteren Sektor-Ebene analysiert werden.

## Sektorprofil (12,5 %)

Unterfaktor	Gewichtung	AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
<b>Sektor- volatilität</b>	7.5%	Sehr niedrige historische Volatilität und voraussichtlich im Zeitablauf stabile Struktur. Die Auswirkung etwaiger Verschlechterungen ist voraussichtlich äußerst gering mit einer umfassenden und schnellen Erholung.	Geringe historische Volatilität im Sektor und voraussichtlich begrenztes Risiko einer Verschlechterung. Die Auswirkung etwaiger Verschlechterungen ist voraussichtlich sehr gering mit einer umfassenden und schnellen Erholung.	Voraussichtlich geringe bis moderate historische Volatilität im Sektor und gewisses Verschlechterungsrisiko mit kurzfristiger Aussicht auf eine Erholung und geringfügiger Auswirkung.	Moderate historische oder erwartete moderate Volatilität im Sektor mit mittelfristiger Aussicht auf Erholung oder moderater Auswirkung.	Moderate bis hohe historische oder erwartete Volatilität im Sektor mit langwieriger Aussicht auf Erholung oder hoher Auswirkung.	Sehr hohe historische oder erwartete Volatilität im Sektor mit sich hinziehender Erholung oder sehr starker Auswirkung.
<b>Sektor- ausblick</b>	5%	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte sich mittelfristig signifikant und fortwährend verbessern.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte sich mittelfristig wesentlich verbessern.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte sich mittelfristig leicht verbessern.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte mittelfristig insgesamt stabil bleiben.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte mittelfristig leicht negativ ausfallen.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte mittelfristig sehr negativ ausfallen.

## FAKTOR 2: GESCHÄFTSPROFIL (GEWICHTUNG: 17,5 %)

### Gründe für die Berücksichtigung

Das Geschäftsprofil umfasst die wesentlichen Merkmale eines Unternehmens, die sich auf dessen Fähigkeit auswirken, auf mittlere Sicht Umsatz und Ertrag zu generieren und Risiken, die mit dessen operativem Umfeld verbunden sind, zu widerstehen. Das Geschäftsprofil eines Unternehmens umfasst interne und externe Faktoren und ist ein ausschlaggebender Faktor für dessen Bonität im Zeitablauf. Dies gilt besonders für KMU, da diese – bedingt durch ihre vergleichsweise geringe Größe und ihre kleinere Kundenbasis – ungünstigen Markteffekten unter sonst gleichbleibenden Umständen generell weniger gut widerstehen können als große Unternehmen und somit stärker von ihrem Geschäftsprofil abhängig sind. Auch wenn eine hohe Bewertung im Geschäftsprofil für die Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens spricht, impliziert dies nicht unbedingt starke Finanzkennzahlen oder operative Ergebnisse. Unsere Bewertung ist insofern zukunftsgerichtet, als dass wir bei der Bewertung der jeweiligen Unterfaktoren unsere Prognosen für die zukünftige Marktdynamik und die Strategien der Unternehmen berücksichtigen.

In der Regel ziehen wir hierbei zwei Analyseebenen heran, d. h. die Wettbewerbsposition und das Konzentrationsrisiko, die nach unserer Einschätzung die wesentlichen Faktoren zur Erfassung des Geschäftsprofils eines KMU darstellen. Diese beiden Ebenen werden dann den Branchen/Sektoren gegenübergestellt, in denen ein Unternehmen operiert, da sich unseres Erachtens die Position eines Unternehmens gegenüber Wettbewerbern wesentlich auf dessen langfristige Zukunftsfähigkeit und Anfälligkeit gegenüber Geschäftsrisiken auswirkt.

Obwohl die Branche nach unserer Einschätzung ein wesentliches Element ist, um das Kreditrisiko zweier Unternehmen zu unterscheiden, betrachten wir diese als zweitrangig und messen dem Geschäftsprofil ein höheres Gewicht bei.



## WETTBEWERBSPOSITION

Die Analyse des Wettbewerbsrisikos basiert auf einer qualitativen Bewertung der Frage, wie ein Unternehmen aufgrund seiner inhärenten Geschäftsmerkmale innerhalb einer Branche und gegenüber seinen Mitbewerbern positioniert ist. Angesichts der Vielzahl von KMU-Geschäftsmodellen ist es unerlässlich, die zugrunde liegenden Nachfragefaktoren und Produktangebote zu verstehen, um die Wahrscheinlichkeit zu bewerten, dass das Unternehmen expandiert, fortbesteht oder scheitert.

Da sich die Bewertung auf den Markt bzw. die Märkte bezieht, auf dem/denen ein KMU operiert, bestimmen wir in der Regel einen Wert für die Wettbewerbsposition (gewichtet nach den relativen Umsatzanteilen oder ggf. Gewinnen). Dieser Wert spiegelt unsere Einschätzung der Wettbewerbsposition des Unternehmens in dem wesentlichen Geschäftssegment wider, in dem es operiert.

Die herangezogenen Faktoren umfassen unter anderem (1) die Größe des Unternehmens im Vergleich zu Wettbewerbern, (2) die gegenwärtigen und geplanten Marktanteile, (3) das Ausmaß des Leistungs-/Produktangebots sowie (4) die Kostenposition und/oder die Fähigkeit zur Kostenkontrolle.

- 1) Größere Unternehmen innerhalb einer bestimmten Branche können in der Lage sein, stärkere Größenvorteile zu erzielen. Ebenso können sie besser positioniert sein, um Skaleneffekte besser zu nutzen sowie Kunden zu erreichen, um die Bekanntheit von Dienstleistungen und Produkten zu fördern. Analog dazu kann die Größe eines Unternehmens die Widerstandsfähigkeit gegenüber Änderungen im Kundenverhalten bzw. in der Gesamtnachfrage erhöhen. Gleiches gilt für die Verankerung längerfristiger Beziehungen zu Zulieferern und Kunden, wodurch sich Disruptionsrisiken verringern lassen.
- 2) Unternehmen, die bereits seit Langem über große Marktanteile verfügen, sind in der Regel besser in der Lage, eine stabile Umsatzgenerierung aufrechtzuerhalten und sich gegenüber Änderungen in der Nachfrage, disruptiven Produktinnovationen oder dem Eintritt neuer Marktteilnehmer zu behaupten. Dies ist insofern besonders wichtig, da bestimmte Märkte – infolge der Bedeutung flexibler Kundenpräferenzen, Änderungen in der Regulierung oder technologischer Neuentwicklungen – einer stärkeren Volatilität ausgesetzt sein können. Überdies berücksichtigen wir bei der Analyse von Marktanteilen unter Umständen nicht nur den historischen und gegenwärtigen Zustand des Markts, sondern entwickeln auch eine Meinung zur zukünftigen Ausgestaltung des Marktes.
- 3) Da ein Großteil der Märkte grundsätzlich dynamisch ist, bemühen sich Unternehmen, den vorhandenen Kundenstamm zu halten und/oder ausbauen. Hierfür stützen sich Unternehmen in der Regel auf die Alleinstellungsmerkmale ihres Produktangebots. Am stärksten ist die Differenzierung, wenn einzigartige oder nur schwer kopierbare Vermögenswerte, Kenntnisse oder eine Reputation vorhanden sind, die dem Unternehmen Preissetzungsmacht und Margenschutz verschaffen können. Eine ausgeprägte Differenzierung kann sich in einer hohen Ertragsgenerierung, starken Margen und stabilen Cashflows äußern. Darüber hinaus bietet die Einzigartigkeit von Produkten Unternehmen einen besseren Schutz vor der Zyklizität des Marktes. Umgekehrt dürften Unternehmen, die über keine differenzierten Produktlinien verfügen oder einem höheren Substitutionsrisiko unterliegen, nicht im gleichen Maße in der Lage sein, ihre Ertragsbasis zu schützen.

- 4) Die Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen, trägt dazu bei, Schwankungen von Erträgen und Cashflows auszugleichen. Insbesondere Unternehmen mit flexibler und niedriger Kostenstruktur sind in der Regel besser positioniert als vergleichbare Unternehmen mit höherer Fixkostenstruktur, um negativen Veränderungen in der Nachfragestruktur zu widerstehen. Beispielsweise könnte es einem Industrieunternehmen mit flexiblen Montagelinien leichter fallen, Produktionskapazität und -mix auf einen saison- oder konjunkturbedingten bzw. außergewöhnlichen Bedarf abzustimmen, als dies bei einem vergleichbaren Unternehmen mit starren Fertigungsstrukturen der Fall wäre. Letzteres könnte gewisse Schwierigkeiten haben, Nachfragespitzen zu bewältigen und in Zeiten mit schwacher Nachfrage Kostensenkungen vorzunehmen, was dessen Finanzprofil letztlich unter Druck setzen bzw. beeinträchtigen würde. Flexibilität lässt sich auf vielerlei Weise und in allen Phasen des Geschäftsprozesses erreichen, d. h. von der Versorgung (Beschaffung, Backup-Lösungen) über die Produktion (adaptive Produktionslinien, Outsourcing) bis hin zum Vertrieb (flexible Preisstrukturen).

## KONZENTRATIONSRISIKO

Unternehmen mit mehreren Geschäftssegmenten und einem breiten Produktangebotsspektrum verfügen in der Regel über nachhaltigere Ertragsströme als Mitbewerber mit engerem Geschäftsfokus. Umgekehrt reagieren Unternehmen, die nur einen Markt bedienen, unter Umständen anfälliger auf Wettbewerbsdruck oder Nachfrageverschiebungen und verzeichnen im Gegenzug eine höhere Volatilität bei Gewinnen und Cashflows. Dies trifft ebenfalls auf Unternehmen in Nischenmärkten zu, in denen die Abhängigkeit von einem einzigen Produkt – auch bei einem hohen Grad an Einzigartigkeit – ein höheres Risiko für die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens mit sich bringt (auch wenn sich diesem Risiko durch langfristige Verträge, wie beispielsweise häufig in der Rüstungsindustrie üblich, zum Teil entgegenwirken lässt).

Da unsere Bewertung zukunftsgerichtet ist, können wir bei unserer Bewertung der Kundendiversifikation auch neue ausstehende Bestellungen berücksichtigen, sofern wir das Bestellvolumen für wesentlich und die Eintrittswahrscheinlichkeit für groß genug erachten. Vor diesem Hintergrund sei angemerkt, dass Analysten die unternehmenseigene Definition der Geschäftssegmente, in denen operiert wird, alternativ auslegen können, um eine geschätzte niedrigere oder höhere Korrelation zu berücksichtigen. Beispielsweise könnten Analysten gegebenenfalls zwei von einem Unternehmen ausgewiesene Geschäftssegmente infolge der geschätzten hohen Korrelation konsolidieren. Umgekehrt können Analysten Segmente heranziehen, die detaillierter sind als die ausgewiesenen Segmente, um als niedrig eingeschätzte Korrelationen innerhalb einiger Teilsegmente zu berücksichtigen.

Die Bewertung des Konzentrationsrisikos eines Unternehmens umfasst ebenfalls die Bewertung der Möglichkeit, dass es zu einer Unterbrechung der Lieferkette kommt. Tatsächlich hat ein Unternehmen, das mehrere Zulieferer (die selbst nicht miteinander korrelieren) heranzieht, bessere Chancen, den Ausfall eines Zulieferers auszugleichen und damit die Auswirkungen auf die eigenen Erträge zu begrenzen.

Da KMU in der Regel auf einen kleineren geografischen Fokus ausgerichtet sind als große Unternehmen, ist ebenfalls das Ausmaß zu beurteilen, in dem sich regionale Wirtschaftsentwicklungen und lokale Nachfragemerkmale ungünstig auf ein Unternehmen auswirken können. In die Bewertung des Konzentrationsrisikos fließen typischerweise folgende Faktoren ein: 1) regionale Makroindikatoren zur Bewertung der Kaufkraft lokaler Kunden und der Sensitivität (bzw. der Resistenz) gegenüber der Makrodynamik (durchschnittliches verfügbares Einkommen, Veränderungen der Arbeitslosenquote) und 2) Mikroindikatoren (Marktsegmentierung, historische Verankerung des Produkts, Nachfrage nach disruptiven Technologien, usw.). Ziel ist, die Tendenz und Dauerhaftigkeit der Nachfrage zu bewerten.

Der endgültige Wert für das Konzentrationsrisiko entspricht der dimensionsübergreifenden Bewertung der drei vorstehend beschriebenen Risiken (Kunde, Zulieferer, Region).

Geschäftsprofil (17,5 %)

Unterfaktor	Gewichtung	AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
<b>Wettbewerbsposition</b>	10%	Marktanteil spiegelt eine geringe Anzahl starker Marktteilnehmer wider. Unternehmensgröße zählt zu den größten seines/ seiner Geschäftssegments(e); und Unternehmen bietet kaum kopierbare Produkte/ Dienstleistungen und profitiert von gutem Ruf/ Know-how mit sehr geringem, wenn überhaupt vorhandenem Risiko. Marktanteile an andere Wettbewerber zu verlieren; und äußerst geringe Wahrscheinlichkeit des Wettbewerbs durch neue Marktteilnehmer; und hohe Preissetzungsmacht; und sehr ausgeprägte Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen.	Höchster Marktanteil in Geschäftssegment(en) infolge begrenzten Wettbewerbs. Unternehmen größer als der Durchschnitt der Mitbewerber in dem/den jeweiligen Geschäftssegment(en); und Produkt-/ Dienstleistungsangebot des Unternehmens bietet hohen Wettbewerbsvorteil gegenüber Angebot von Mitbewerbern, wodurch das Risiko künftiger Marktanteilsverluste (die wir für begrenzt halten) niedrig ist; und überdurchschnittliche Preissetzungsmacht; und ausgeprägte Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen.	Zählt in dem/ den jeweiligen Segment(en) zu den Marktführern und übersteigt geringfügig die durchschnittliche Größe von Mitbewerbern; und Produkt-/ Dienstleistungsangebot des Unternehmens bietet mittelmäßige Wettbewerbsvorteile gegenüber Mitbewerbern, wodurch das Risiko künftiger Marktanteilsverluste (die wir für begrenzt halten) moderat ausfällt; und Preissetzungsmacht vorhanden, aber aufgrund mäßiger Differenzierung von Produkten/ Dienstleistungen begrenzt; und überdurchschnittliche Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen.	Durchschnittlicher Marktanteil in Kernmärkten oder durchschnittliche Unternehmensgröße; oder Produkt-/ Dienstleistungsangebot bietet geringe Wettbewerbsvorteile gegenüber Mitbewerbern, oder fehlende Differenzierung von Produkten/ Dienstleistungen und niedrige Umstellungskosten fördern Eintritt neuer Marktteilnehmer und schaffen moderates künftiges Wettbewerbsrisiko mit potenziellem Verlust einiger Marktanteile; oder mäßige Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen; oder Unternehmen ist starker Nischenanbieter in Kernmärkten oder -segmenten.	Unterdurchschnittliche Marktanteile oder durchschnittliche Marktanteile, die in der Regel leicht neuen Marktteilnehmern oder vorhandenen Mitbewerbern zufallen können, da das Produkt-/ Dienstleistungsangebot bis zu einem gewissen Ausmaß leicht ersetzbar ist und Umstellungskosten entweder nicht gegeben oder äußerst niedrig sind; oder unterdurchschnittliche Unternehmensgröße und schwach ausgeprägte Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragemuster einzustellen; oder Unternehmen ist kleiner lokaler Anbieter oder ein Nischenanbieter in Kernmärkten oder -segmenten.	Stark unterdurchschnittliche Marktanteile oder durchschnittliche Marktanteile mit äußerst ausgeprägter Anfälligkeit gegenüber Abnahme bzw. rückläufigen Marktanteilen; oder Produkt-/ Dienstleistungsangebot wird bereits (bzw. voraussichtlich) durch Angebot von Mitbewerbern ersetzt; oder äußerst kleiner Anbieter im Vergleich zu wichtigen Mitbewerbern; oder extrem eingeschränkte Fähigkeit, Produktangebot umzustellen; oder Unternehmen ist äußerst kleiner Nischenanbieter in Kernmärkten oder -segmenten.
<b>Konzentrationsrisiko</b>	7.5%	Mehrere Geschäftssegmente und breites Produktspektrum in den meisten Segmenten; und Abnehmermarkt gut diversifiziert bei äußerst begrenzter Kundenkonzentration; und Verträge größtenteils langfristig mit äußerst hoher Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Vertragsverlängerung; und geografische Ausrichtung impliziert hohe internationale Diversifikation; und keine nennenswerte Zuliefererkonzentration.	Mehrere Geschäftssegmente mit breitem Produktangebot in zahlreichen Segmenten; und Abnehmermarkt bei minimaler Kundenkonzentration relativ gut diversifiziert; und Verträge größtenteils langfristig oder äußerst hohe Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Vertragsverlängerung; und mäßige internationale Diversifikation; und begrenzte Zuliefererkonzentration.	Mehrere Geschäftssegmente mit breitem Produktangebot in mindestens einem Kernsegment; und gut diversifiziert am Hauptmarkt mit gewisser potenzieller Kundenkonzentration; und Volumen langfristiger Verträge potenziell begrenzt, wobei kurzfristige Verträge generell verlängert werden dürften; und hauptsächlich auf Inlandsmarkt ausgerichtet, bei gewisser internationaler Diversifikation; und moderate Zuliefererkonzentration.	Operiert in einigen wenigen Geschäftssegmenten mit breitem Portfolio in mindestens einem Segment oder in einem äußerst breiten Geschäftssegment. Gewisse Diversifizierung am Hauptmarkt mit moderater Kundenkonzentration; oder Volumen langfristiger Verträge begrenzt, wobei die meisten kurzfristigen Verträge verlängert werden dürften; oder hauptsächlich auf den Inlandsmarkt ausgerichtet, bei gewisser kontinentaler Ausrichtung; oder moderate Zuliefererkonzentration.	Operiert in einigen wenigen Geschäftssegmenten, gleichwohl mit starker Abhängigkeit von einem oder zwei Segmenten mit hoher Kundenkonzentration oder operiert in breitem Geschäftssegment mit begrenztem Kundenrisiko; oder Anzahl langfristiger Verträge äußerst begrenzt, wobei die meisten kurzfristigen Verträge verlängert werden dürften; oder hohe Zuliefererkonzentration mit gewissem Disruptionsrisiko.	Operiert in nur einem engen Geschäftssegment mit hoher Kundenkonzentration; oder wenige langfristige Verträge, bei ungewisser Verlängerung von mehr als der Hälfte der kurzfristigen Verträge; oder äußerst hohe Zuliefererkonzentration mit wesentlichem Disruptionsrisiko.

## FAKTOR 3: FINANZPROFIL (GEWICHTUNG: 70 %)

### Gründe für die Berücksichtigung

Auch bei Betrachtung des KMU-Universums spielt die absolute Größe weiterhin eine wichtige Rolle, wenn die Kreditwürdigkeit von zwei Unternehmen miteinander verglichen wird. Unabhängig von der Positionierung durch die Größe in einer bestimmten Branche bzw. einem bestimmten Segment spiegeln sich in der absoluten Größe mehrere Aspekte wider, die das Geschäftsprofil eines Unternehmens (z. B. höhere finanzielle Flexibilität) und letztlich dessen Widerstandsfähigkeit gegenüber Risiken beeinflussen.

Die Rentabilität ist ein Indikator für die Fähigkeit eines Unternehmens, die Wettbewerbsfähigkeit aufrechtzuerhalten. Dies schließt ausreichende Reinvestitionen ein, um den Betrieb und das Unternehmenswachstum zu stützen. Kennzahlen für das Entschuldungspotenzial und die Zinsdeckung ermöglichen Einblicke in die finanzielle Flexibilität und die langfristige Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens. Die Kapitalstruktur eines Unternehmens gibt Aufschluss darüber, inwieweit das Unternehmen geneigt ist, Investitionen oder den täglichen Geschäftsbetrieb mit Fremdkapital statt mit Eigenkapital zu finanzieren. Aus diesem Grund kann eine an der Kapitalausstattung gemessene hohe Verschuldung auf höhere Zinsverbindlichkeiten hinweisen, die Fähigkeit zur bedarfsgerechten Beschaffung zusätzlicher Finanzmittel einschränken und letztlich zu Covenant-Verletzungen im Rahmen von Bankfinanzierungen oder sonstigen Finanzierungsvereinbarungen führen.

### Wie dies in die Scorecard einfließt

#### GRÖSSE

**Umsatz:** Gesamtumsatz in Millionen Euro.

#### PROFITABILITÄT

**Ergebnis auf das eingesetzte Kapital (ROCE = Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) / Nettofinanzverbindlichkeiten + Eigenkapital):** Das Ergebnis auf das eingesetzte Kapital gibt Aufschluss darüber, in welchem Ausmaß ein Unternehmen mit dem in das Geschäft investierten Kapital Gewinne erzielt.

#### ENTSCHULDUNGSPOTENZIAL

**Gesamtverbindlichkeiten / Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA):** Diese Kennzahl gibt Aufschluss über das Ausmaß, in dem ein Unternehmen im Verhältnis zu seinen Gewinnen Fremdmittel aufgenommen hat.

**Operativer Kapitalfluss (FFO) / Gesamtverbindlichkeiten** ist ein Indikator für die Fähigkeit eines Unternehmens, die Tilgung ausstehender Verbindlichkeiten zu leisten. Konkret handelt es sich um eine Schätzung für die Cashflow-Generierung ohne Gewinne (oder Verluste) aus der Veräußerung von Sachanlagen, da diese nicht als wiederkehrende Erträge betrachtet werden.

#### KAPITALSTRUKTUR

Die **Eigenkapitalquote** gibt Aufschluss über die Kapitalstruktur der Bilanz. Dabei ist das Eigenkapital der Zähler und das Gesamtkapital der Nenner.

**Verschuldungsgrad:** Der Zähler umfasst die Finanzverbindlichkeiten, während der Nenner der Summe aus Finanzverbindlichkeiten und Eigenkapital entspricht.

#### ZINSDECKUNG

**EBIT / Zinsaufwand** ist ein Deckungsverhältnis, das gewissen Aufschluss über den „Spielraum“ bietet, den die Gewinne des Emittenten bei der Schuldenbedienung ermöglichen.

Unterfaktor	Kennzahl	Gewichtung	AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
<b>Größe</b>	Umsatz (in Mio. EUR)*	5%	> 155	155 - 120	120 - 50	50 - 20	20 - 10	≤ 10
<b>Profitabilität</b>	ROCE (%)*	10%	> 55	55- 18	18 - 14	14 - 10	10 - 5	≤ 5
<b>Entschul- dungspoten- zial</b>	Gesamtverbindlichkeiten/ EBITDA (x)**	15%	< 0.75	0.75 - 2	2 - 4	4 - 10	10 - 125	≥ 125
	FFO/Gesamt-verbindlichkeiten (%)*	12.5%	> 110	110 - 35	35 - 20	20 - 10	10 - 0	≤ 0
<b>Kapitalstruktur</b>	Eigenkapitalquote (%)*	12.5%	> 70	70 - 45	45 - 30	30 - 15	15 - 2.5	≤ 2.5
	Verschuldungsgrad (%)*	10%	< 10	10 - 20	20 - 40	40 - 65	65 - 97.5	≥ 97.5
<b>Zinsdeckung</b>	EBIT/Zinsaufwand (x)*	5%	> 35	35 - 6.5	6.5 - 4	4 - 2	2 - 1	≤ 1

\* Für die lineare Bewertungsskala entsprechen AA bzw. die höheren Endpunktwerte: Umsatz = 200, ROCE = 100, FFO/Gesamtverbindlichkeiten = 210, Eigenkapitalquote = 100, Verschuldungsgrad = 0 und EBIT/Zinsaufwand = 75. Ein Wert, der gleich oder besser ist als der höhere Endpunkt entspricht einem numerischen Wert von 0,5. CCC bzw. die unteren Endpunktwerte entsprechen: Umsatz = 0, ROCE = -100, FFO/Gesamtverbindlichkeiten = -30, Eigenkapitalquote = - 10, Verschuldungsgrad = 120 und EBIT/Zinsaufwand = -15. Ein Wert, der gleich oder schlechter ist als der untere Endpunkt entspricht einem numerischen Wert von 20,5.

\*\* Um die Bewertung am unteren Ende der Skala zu vereinfachen, ziehen wir das umgekehrte Verhältnis heran, d. h. EBITDA/Gesamtverbindlichkeiten. Dieser Vorgang vereinfacht die Umrechnung des metrischen Werts in einen numerischen Wert, was durch lineare Interpolation auf Basis der Position innerhalb der Scorecard-Bandbreite erfolgt. Beispielsweise beträgt die einem B entsprechende Spanne (d. h. in Bezug auf EBITDA/Gesamtverbindlichkeiten und als prozentualer Wert) 0,8 % - 10 % (d.h.  $1/125 \cdot 100 = 0,8\%$  und  $1/10 \cdot 100 = 10\%$ ); damit gilt für CCC bzw. die untere Schwelle  $\leq 0,8\%$ . Für die lineare Bewertungsskala entspricht CCC oder der untere Endpunkt -40. Ist EBITDA/Gesamtverbindlichkeiten -40 oder niedriger, entspricht dies einem numerischen Wert von 20,5. Für die lineare Bewertungsskala entspricht AAA oder der höhere Endpunkt 245. Ein Wert von 245 oder höher entspricht einem numerischen Wert von 0,5.

## NOTCHING-FAKTOREN

### Liquidität

Die Liquidität kann sich insbesondere bei KMU wesentlich auf das Rating auswirken. So reagieren KMU in ihrem normalen Geschäftsbetrieb stärker auf ungünstige Ereignisse als große Unternehmen, während ihr Zugang zu Finanzierungsquellen eingeschränkter bleibt. Andererseits kann Liquidität unter Umständen nicht aussagekräftig genug sein, um zwischen zwei Unternehmen mit vergleichbarem Kreditprofil zu unterscheiden. Daher ist es angemessener, Liquidität als Notching-Faktor zu berücksichtigen.

Unabhängig von den Möglichkeiten für den Zugang zu Finanzierungsquellen erhöht eine schwache Liquiditätsposition – die auf die Finanzpolitik eines Unternehmens oder auf ein unvorhergesehenes Ereignis zurückzuführen sein kann – jedoch das Ausfallrisiko. Beispielsweise sind bestimmte Sektoren (z. B. Einzelhandel) großen Schwankungen ihrer Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen im Hinblick auf saisonabhängige Bestände ausgesetzt. Dies kann zu einem gewissen Liquiditätsdruck mit Folgeeffekten führen, darunter der eingeschränkte Zugang zu Krediten oder Unterbrechungen der Lieferkette, da Verkäufer Zweifel an der Zahlungsfähigkeit haben können. Schlussendlich kann bereits allein Liquiditätsdruck negative Ratingveränderungen mit sich bringen.

Ein wesentlicher Schritt bei der Analyse der Liquiditätsposition eines Unternehmens besteht in der Regel darin, die gegenwärtige Fähigkeit des Unternehmens, seinen kurzfristigen Verbindlichkeiten mit kurzfristigen Vermögenswerten nachzukommen, zu bewerten. Kennzahlen wie die „Current Ratio“ (Quotient aus verfügbaren liquiden Mitteln sowie jederzeit veräußerbaren Wertpapieren und kurzfristigen Verbindlichkeiten) können dabei wichtige Anhaltspunkte liefern<sup>(2)</sup>. Des Weiteren ziehen wir künftige Treasury-Zyklen heran (unter Einbezug unserer Prognose für den operativen und den Kapital-Cashflow), um das Vorhandensein und das Ausmaß etwaiger unterjähriger Finanzierungslücken einzuschätzen, die im Zeitablauf eintreten und unsere Bewertung des Liquiditätsrisikos eines Unternehmens belasten könnten.

Weil Kennzahlen wie die Current Ratio oder das Zinsdeckungsverhältnis nicht vollumfänglich Aufschluss über die Liquiditätsposition eines Unternehmens geben, ergänzen wir unsere Analyse mit einer Klärung der Frage, wie viele sonstige interne und externe Finanzierungsquellen ein Unternehmen im Bedarfsfall mobilisieren kann. Dabei berücksichtigen wir Quellen wie ungenutzte zugesicherte Bankkreditlinien oder freie Vermögenswerte, die bei schwierigen wirtschaftlichen Verhältnissen verwertet werden könnten.

2. Liegt diese Kennzahl über 1, weist dies in der Regel auf eine gute Liquiditätsposition hin. Eine niedrigere Kennzahl würde hingegen eine schwache Liquiditätsreserve und die Notwendigkeit, auf Cashflows oder externe Finanzierung zurückzugreifen, signalisieren.

Ebenso konzentrieren wir uns bei unserer Analyse auf das Verhältnis eines Unternehmens zu dessen Bank(en). In der Regel unterhalten KMU und ihre Kreditgeber eine Beziehung, die über das einfache Verhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner hinausgeht. Gleichzeitig führen ein geringerer Professionalisierungsgrad und das von Kreditinstituten bei KMU erwartet höhere Risiko zu einem Underwriting-Prozess und einer Überwachung, die im Normalfall die Schaffung eines Vertrauensverhältnisses erfordern.

Das Vorhandensein einer solchen Beziehung kann die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens stützen, da wir davon ausgehen, dass das Bankinstitut eine finanzielle Verschlechterung mit potenziell höherem Zahlungsausfallrisiko verhindern würde, indem es angemessene Beratung und im Bedarfsfall die notwendige Überbrückungsfinanzierung bietet, um Abwärtsspiralen zu vermeiden. Ebenso können wir bei der Bewertung des Zugangs eines Unternehmens zu externer Liquidität die Verschuldung heranziehen, da eine hohe Verschuldung in bestimmten Fällen die Fähigkeit eines Unternehmens einschränken kann, Kreditvereinbarungen zu verlängern oder neues Kapital aufzunehmen.

## Notching-Anpassungen für Liquidität

	Liquidität mit positivem Einfluss	Liquidität mit neutralem Einfluss	Liquidität mit negativem Einfluss	Liquidität mit stark negativem Einfluss	Liquidität mit sehr stark negativem Einfluss
<b>Notching-Anpassung</b>	+1*	0	-1	-2	-3
<b>Richtlinien</b>	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken Bedarf für Geschäftsbetrieb (einschließlich Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate oder länger. Zur Finanzierung von Investitionen können externe Liquiditätslinien genutzt werden. Liquiditätslinien größtenteils ungenutzt; und Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen äußerst wahrscheinlich in Phasen mit Turbulenzen für die Kapitalmärkte oder operativen Schwierigkeiten für das Unternehmen; und Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel durch Veräußerung von Vermögenswerten oder Geschäftsbereichen vorhanden, aber moderat; und Einhaltung von Covenants praktisch sicher und Unternehmen dürfte Verstöße problemlos absorbieren, bei voraussichtlich geringen Auswirkungen auf die Liquiditätsposition.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken Bedarf für Geschäftsbetrieb (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst im Allgemeinen über 12 Monate. Externe Liquiditätslinien werden in der Regel genutzt, um Anlageninvestitionen und einen kleinen Teil des Working Capitals ganz oder teilweise zu finanzieren; und moderater ungenutzter Puffer für Liquiditätslinien verfügbar; und Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen wahrscheinlich und ausreichend in Phasen mit Turbulenzen für die Kapitalmärkte oder operativen Schwierigkeiten für das Unternehmen; und Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel durch Veräußerung von Vermögenswerten oder Geschäftsbereichen vorhanden, aber begrenzt; und Einhaltung von Covenants äußerst wahrscheinlich und Unternehmen dürfte Verstöße problemlos absorbieren, bei voraussichtlich moderaten Auswirkungen auf die Liquiditätsposition.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken Bedarf für Geschäftsbetrieb (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate zum Großteil, jedoch nicht vollständig. Externe Liquiditätslinien zur Finanzierung aller bzw. der meisten Anlageinvestitionen, eines moderaten Anteils des Working Capitals und ggf. der allgemeinen Geschäftstätigkeit erforderlich, nur kleiner ungenutzter Puffer von Liquiditätslinien permanent verfügbar; oder Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen wahrscheinlich, jedoch volumenmäßig begrenzt. Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel vorhanden, jedoch äußerst begrenzt; oder Einhaltung von Covenants bei potenzieller Notwendigkeit erneuter Aushandlung ungewisser, Verstöße dürften sich stark in der Liquidität niederschlagen.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken kaum Bedarf für den Großteil des Geschäftsbetriebs (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate. Externe Liquiditätslinien notwendig zur Finanzierung von Anlageinvestitionen, einem Großteil des Working Capitals und einem moderaten Teil der allgemeinen Geschäftstätigkeit; oder Liquiditätslinien permanent größtenteils genutzt; oder Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen unwahrscheinlicher und volumenmäßig äußerst begrenzt. Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel vernachlässigbar, eingeschränkt durch mangelnde Verfügbarkeit von Vermögenswerten, verminderten Wert von Transaktionen oder kurzfristig negativen Auswirkungen von Veräußerungen von Geschäftsbereichen; oder wesentliches Risiko von Covenant-Verletzungen mit voraussichtlicher Notwendigkeit für Neuaushandlung, wobei sich Verstöße stark in der Liquidität niederschlagen dürfte.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken nicht Bedarf für den Großteil des Geschäftsbetriebs (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate. Externe Liquiditätslinien erforderlich, um sämtliche Anlageinvestitionen, einen sehr großen Teil des Working Capitals und einen großen Teil der allgemeinen Geschäftstätigkeit zu finanzieren. Liquiditätslinien praktisch vollständig genutzt; oder Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen unwahrscheinlich und äußerst begrenzt. In der Regel keine Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel; oder Covenant-Verletzungen äußerst wahrscheinlich, bei begrenztem Spielraum für Neuverhandlung, wobei sich Verstöße sehr stark in der Liquidität niederschlagen dürften.

\* Positive Notching-Anpassungen verbessern den Wert, der mit dem Ergebnis gemäß Scorecard verbunden ist (d. h. er wird niedriger), wohingegen negative Notching-Anpassungen den Wert verschlechtern (d. h. er wird höher).

## Schuldenstruktur

Die Schuldenstruktur wirkt sich wesentlich auf die Sensitivität eines Unternehmens gegenüber Ereignisrisiken wie Währungs- und Zinsvolatilität oder Refinanzierungsrisiko aus. Dabei kann sich unsere Bewertung negativ, neutral oder in äußerst seltenen Fällen positiv im abschließenden Rating niederschlagen. So können wir das Rating insbesondere dann um einige Stufen herabsetzen, wenn die Verschuldung einer Organisation umfangreiche nicht-abgesicherte Positionen (im Hinblick auf Währungen und feste gegenüber variablen Zinssätzen) oder uneinheitliche Fälligkeitsprofile mit umfangreichen und kurzfristig anstehenden Rückzahlungsterminen aufweist.

### Notching-Anpassungen für Schuldenstruktur<sup>(3)</sup>

	Schuldenstruktur mit positivem Einfluss	Schuldenstruktur mit neutralem Einfluss	Schuldenstruktur mit negativem Einfluss	Schuldenstruktur mit stark negativem Einfluss
<b>Notching-Anpassung</b>	+1*	0	-1	-2
<b>Richtlinien</b>	Schuldenstruktur zeichnet sich durch eindeutige Diversifizierung aus, außerdem kein oder sehr begrenztes Refinanzierungsrisiko mit einer typischerweise tilgenden Schuldenstruktur sowie kein nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	Schuldenstruktur konzentriert sich im Allgemeinen auf einige wenige Quellen; und begrenztes Refinanzierungsrisiko mit einer typischerweise tilgenden Schuldenstruktur; und kein oder nur sehr wenig nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	Schulden konzentrieren sich auf eine einzige Quelle und/oder moderates Refinanzierungsrisiko in Bezug auf Endfälligkeiten; oder nur wenig nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	Schulden konzentrieren sich auf eine einzige Quelle und/oder hohes Refinanzierungsrisiko in Bezug auf kurzfristig anstehende Endfälligkeiten; oder Unternehmen hat wesentliches nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.

\* Positive Notching-Anpassungen verbessern den Wert, der mit dem Ergebnis gemäß Scorecard verbunden ist (d. h. er wird niedriger), wohingegen negative Notching-Anpassungen den Wert verschlechtern (d. h. er wird höher).

## Strategisches und operatives Management

Die Qualität des strategischen und operativen Managements ist ein wesentlicher Faktor, der die Bonität eines KMU stützt. In Die Unternehmenspolitik in KMU kann in einigen Fällen weniger Kontrollen/Überwachung unterliegen als in größeren Unternehmen, die unter unabhängigem Einfluss der Anteilseigner stehen. Die Bewertung der Umsetzung von Geschäftsplänen im Zeitablauf kann helfen, die Geschäftsstrategien, -politik und -philosophien der Geschäftsleitung zu bewerten. Außerdem wird hierdurch die Leistung der Geschäftsführung im Vergleich zu Wettbewerbern und unseren Prognosen eingeschätzt. Eine langfristige Stabilität gibt dem Analysten Aufschluss über die wahrscheinliche zukünftige Leistung der Geschäftsführung in Krisensituationen. Außerdem kann sie Anhaltspunkte für die Neigung der Geschäftsleitung, signifikant von bekannt gegebenen Plänen und Richtlinien abzuweichen, bieten.

Strategische und finanzielle Entscheidungen wirken sich wesentlich auf die künftige Bonität aus. Werden die Entwicklung von Geschäfts- oder Finanzbedingungen vorweggenommen bzw. erfolgt eine entsprechende Anpassung, ist dies unseres Erachtens positiv für die Stärke des Geschäftsprofils eines Unternehmens und letztlich dessen finanzielle Solidität. Wird beispielsweise nur zurückhaltend oder überhaupt nicht in Wachstum oder Erneuerung investiert – was den positiven Effekt der kurzfristigen Erhaltung von Liquidität mit sich bringt –, kann ein Unternehmen langfristig einen Wettbewerbsnachteil erleiden. Gleichwohl ist das reine Vorhandensein solcher aus Rating-Perspektive grundsätzlich positiv zu beurteilender Finanz- und Strategiepläne nicht ausreichend; es besteht auch dann weiterhin die Gefahr, dass diese nach ihrer Umsetzung nicht die erwarteten Vorteile erbringen. Entsprechend konzentriert sich unsere Bewertung auf die Fähigkeit und die Neigung der Geschäftsleitung, eine Politik umzusetzen, die den zukünftigen Geschäftsbetrieb unterstützt. Dies stellen wir den damit verbundenen Risiken gegenüber.

Bei der Bewertung der Fähigkeiten der Geschäftsleitung für das strategische und operative Management finden unter anderem folgende Faktoren Berücksichtigung: bisherige Bilanz der Geschäftsleitung bei der Reaktion auf wichtige Ereignisse, darunter Veränderungen der Kreditmärkte und des Liquiditätsumfelds, Rechtsverfahren, wettbewerbsbedingte Herausforderungen sowie Belastungen durch die regulatorischen Rahmenbedingungen. Erfolg bei der Einführung neuer Produkte oder strategischer Initiativen (wie einer Änderung einer Produktionsplattform) Einblicke in die Umsetzungskapazität eines Unternehmens bieten.

3. Ein nicht abgesichertes Währungsexposure birgt in der Regel ein höheres Risiko als ein nicht abgesichertes Exposure gegenüber variabel verzinslichen Schuldtiteln, da Währungsbewegungen im Normalfall unter sonst gleichbleibenden Umständen plötzlich eintreten und vergleichsweise stärker ausfallen.

Jenseits der strategischen Vision eines Unternehmens bleibt die betriebliche Leistungsfähigkeit von entscheidender Bedeutung, da diese der Fähigkeit zur Umsetzung der Strategie zugrunde liegt. Allgemein betrachtet spielt sie unseres Erachtens eine wichtige Rolle bei der Erbringung der betrieblichen Leistung und dem quantitativen Kreditprofil eines Unternehmens. Ein Unternehmen mit hoher betrieblicher Leistungsfähigkeit kann unter sonst gleichen Umständen besser in der Lage sein, seine Wettbewerbsstellung gewinnbringend zu nutzen und strategische Zielsetzungen umzusetzen, um Geschäftsmöglichkeiten zu erfassen oder Marktpositionen zu festigen, ohne seine finanzielle Solidität zu gefährden. Letztlich kann dies ebenfalls in einem Finanzprofil resultieren, das besser ist als bei Wettbewerbern mit geringerer Umsetzungsfähigkeit. Bedingt durch ihre Größe können KMU gegebenenfalls eingeschränkt in der Lage sein, eine hohe betriebliche Leistungsfähigkeit zu erreichen.

Bei der Bewertung der betrieblichen Leistungsfähigkeit berücksichtigen wir einerseits qualitative Informationen, die Aufschluss über die Fähigkeit eines Unternehmens, grundlegende operative Aufgaben oder Geschäftspläne rasch umzusetzen, geben. Andererseits fließen quantitative Daten, die sich auf die Effizienz des „Working Capital-Managements“ beziehen, ein.

Unsere Bewertung der Umsetzungskapazität von KMU stützen wir hauptsächlich auf eine historische Betrachtung der Fähigkeit – in Bezug auf Planmäßigkeit und Vollständigkeit –, operative oder strategische Zielsetzungen gemäß den Entscheidungen der Geschäftsleitung umzusetzen. Beispielsweise würde der operative Erfolg bei der Einführung neuer Produkte oder strategischer Initiativen (wie einer Änderung einer Produktionsplattform) Einblicke in die Umsetzungskapazität eines Unternehmens bieten.

Schließlich betrachten wir auch das Working Capital-Management als relevanten Indikator für die Bewertung der betrieblichen Leistungsfähigkeit, da es die Fähigkeit aufzeigt, das Unternehmen unter Abstimmung der für das Tagesgeschäft benötigten Liquidität zu steuern. Die Qualität des Working Capital-Managements erfassen wir in der Regel durch eine quantitative Bewertung von Verbindlichkeiten, Forderungen und Lagerbeständen. Dabei gilt, dass das Working Capital-Management im Normalfall umso besser ist, je kürzer der Bargeldzyklus und je geringer die Differenz zwischen der Außenstandsdauer der Verbindlichkeiten (Kreditorenlaufzeit) und der Forderungen (Debitorenlaufzeit)<sup>(4)</sup> ausfällt.

## Notching-Anpassungen für strategisches und operatives Management

	Strategisches und operatives Management mit positivem Einfluss	Strategisches und operatives Management mit neutralem Einfluss	Strategisches und operatives Management mit negativem Einfluss	Strategisches und operatives Management mit stark negativem Einfluss
<b>Notching-Anpassung</b>	+1*	0	-1	-2
<b>Richtlinien</b>	Strategische Zielsetzungen und Planung entsprechen äußerst hohen Standards und werden durch äußerst ausgeprägte Fähigkeit zur Operationalisierung unterstützt. Unternehmen besitzt äußerst klare, ganzheitliche und strukturierte Vision potenzieller Chancen und Risiken für das Unternehmen sowie der Maßnahmen, die zur Erhaltung und/oder Verbesserung der geschäftlichen Nachhaltigkeit erforderlich sind; und äußerst realistische Planung; und tägliche Operationalisierung und Umsetzung strategischer Pläne äußerst stark ausgeprägt und unterstützt durch robusten Überwachungs- und Berichtsrahmen sowie durchdachte und effiziente betriebliche Strategien bei Abweichungen vom Plan.	Unternehmen besitzt klare strategische Pläne und Operationalisierung weist angemessene Qualität auf. Unternehmen besitzt eindeutige und strukturierte Vision der wichtigsten potenziellen Chancen und Risiken des Unternehmens sowie einiger der Maßnahmen, die zur Erhaltung der geschäftlichen Nachhaltigkeit erforderlich sind; und realistische Planung; und tägliche Operationalisierung und Umsetzung der strategischen Pläne angemessen; und Abweichungen vom Plan sind möglich, wirken sich jedoch in der Regel nur eingeschränkt aus und werden im Allgemeinen dank eines angemessenen Überwachungs- und Berichtsrahmens korrigiert.	Unternehmen besitzt schwache strategische Zielsetzungen oder Operationalisierung, weswegen es seine Fähigkeit zur Bewahrung der Wettbewerbsposition letztlich verlieren könnte. Strategie stützt sich auf vergleichsweise begrenzte Bewertung geschäftlicher Risiken und Chancen; oder Unternehmen ist kaum in der Lage, die zur Anpassung der Geschäftstätigkeit erforderlichen Veränderungen geordnet und kontrolliert umzusetzen; oder Planung generell optimistisch, wobei die tägliche Operationalisierung und Umsetzung strategischer Pläne infolge substantieller Defizite des Überwachungs- und Berichtsrahmens häufig von selbst auferlegten Zielen abweicht; oder Gegenmaßnahmen in der Regel nicht ausreichend, um Abweichung auszugleichen.	Unternehmen besitzt äußerst schwache oder überhaupt keine strategischen Zielsetzungen und Operationalisierung, weswegen es seine Fähigkeit zur Bewahrung der Wettbewerbsposition letztlich verlieren könnte. Sofern vorhanden, stützt sich Strategie auf äußerst begrenzte oder überhaupt keine Bewertung geschäftlicher Risiken und Chancen; oder äußerst schwach ausgeprägte Fähigkeit, die für entsprechende Anpassungen des Geschäftsbetriebs erforderlichen Änderungen geordnet und kontrolliert umzusetzen; oder Planung in der Regel zu optimistisch, und Unternehmen erreicht nur selten seine Ziele; oder Abweichungen vom Plan werden infolge des äußerst schwachen Überwachungs- und Berichtsrahmens überhaupt oder fast nicht korrigiert.

\* Positive Notching-Anpassungen verbessern den Wert, der mit dem Ergebnis gemäß Scorecard verbunden ist (d. h. er wird niedriger), wohingegen negative Notching-Anpassungen den Wert verschlechtern (d. h. er wird höher).



Gleichrichtung der Interessen zwischen Anteilseignern/Eigentümern (bei eigentümergeführten Gesellschaften) und der KMU-Geschäftsleitung kommt in der Regel der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens zugute. Im Hinblick auf die Beteiligungsstruktur dürften die finanziellen Interessen in einer eigentümergeführten Gesellschaft oder einem Familienunternehmen am besten aufeinander abgestimmt sein. Darüber hinaus dürfte dort die Bereitschaft der Anteilseigner, die Interessen des KMU zu unterstützen, am größten sein. Bei diesen Unternehmen würden wir generell einen zeitnahen Entscheidungsprozess erwarten, um den Geschäftsbetrieb bei ungünstigen Ereignissen aufrechtzuerhalten. Auch öffentlicher Anteilsbesitz oder eine starke lokale Verwurzelung des Unternehmens (z. B. wichtiger Arbeitgeber) würden die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens positiv beeinflussen, da wir in diesem Fall eine höhere Bereitschaft lokaler Interessenträger, im Bedarfsfall entgegenkommende Entscheidungen zu treffen, erwarten.

Andererseits betrachten wir eine Politik, die schuldenfinanzierte Ausschüttungen an die Anteilseigner (auch wenn bei KMU weniger wahrscheinlich) befürworten, generell als weniger günstig. Gleiches gilt für übermäßige Barausschüttungen, die die Liquidität beeinträchtigen, oder Ausschüttungen von Unternehmenswert, die die Interessen der Anteilseigner effektiv über die Interessen der Gläubiger stellen oder uns dazu veranlassen würden, von einer höheren Toleranz gegenüber finanziellen Risiken auszugehen.

Unsere Bewertung befasst sich in der Regel auch mit der Art der Rechtsstruktur der Organisation, um das Ausmaß einzuschätzen, in dem Anteilseigner oder Eigentümer direkt finanziell dafür haften. Bei Anteilseignern oder Eigentümern, deren Bilanz bei einer Liquidation direkt Forderungen von Gläubigern ausgesetzt ist, ist die Wahrscheinlichkeit höher, dass sie sich selbst schützen und die für den Fortbestand des Unternehmens erforderlichen Entscheidungen treffen.

Um das Risiko von Störungen der Kontinuität der Geschäftsführung zu bemessen, können wir insbesondere bei Familienunternehmen oder eigentümergeführten Gesellschaften, bei denen die Geschäftskontinuität durch Verlust oder Beeinträchtigung des Know-hows der jeweiligen Geschäftsleitung Schaden nehmen könnte, Nachfolgerisiken bewerten. Hängt die Geschäftsleitung von bestimmten Schlüsselpersonen ab, ist die Geschäftstätigkeit des Unternehmens gefährdet, da das Risiko des Weggangs dieser Personen wesentlich und die Fähigkeit zur zeitnahen Umsetzung angemessener Ersatzlösungen risikobehaftet ist.

Auch die Neigung der Geschäftsleitung zu Fusionen und Übernahmen wird mit einem Schwerpunkt auf der Art der Transaktionen (d. h. Kernkompetenz oder neuer Geschäftsbereich) und der Finanzierungsentscheidungen bewertet. Die Häufigkeit und Wesentlichkeit von Übernahmen und der entsprechenden Finanzierungsentscheidungen stellen wichtige Aspekte dar. Wurden in der Vergangenheit schuldenfinanzierte oder bonitätsverändernde Übernahmen durchgeführt, wäre der Wert für den Unterfaktor hierdurch generell niedriger.

**Notching-Anpassungen für Governance und Finanzpolitik**

	Governance und Finanzpolitik mit positivem Einfluss	Governance und Finanzpolitik mit neutralem Einfluss	Governance und Finanzpolitik mit negativem Einfluss	Governance und Finanzpolitik mit stark negativem Einfluss
<b>Notching-Anpassung</b>	+1*	0	-1	-2
<b>Richtlinien</b>	Beteiligungsstruktur verweist auf äußerst positive Gleichrichtung von Interessen. Fokus der Anteilseigner auf langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ausgerichtet; und Risiko der Unterbrechung von Governance-Struktur und Strategie inexistent bzw. praktisch inexistent.	Beteiligungsstruktur unterstützt nicht langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens bzw. belastet diese nicht; und Risiko der Unterbrechung der Governance-Struktur unwahrscheinlich.	Beteiligungsstruktur verweist auf schlechte Gleichrichtung von Interessen. Fokus der Anteilseigner auf kurzfristige finanzielle Vorteile statt auf langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ausgerichtet; oder Risiko der Unterbrechung von Governance-Struktur und Strategie wahrscheinlich.	Beteiligungsstruktur verweist auf äußerst schlechte Gleichrichtung von Interessen. Fokus der Anteilseigner stark auf kurzfristige finanzielle Vorteile statt auf langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ausgerichtet; oder Risiko der Unterbrechung von Governance-Struktur und Strategie äußerst wahrscheinlich.

\* Positive Notching-Anpassungen verbessern den Wert, der mit dem Ergebnis gemäß Scorecard verbunden ist (d. h. er wird niedriger), wohingegen negative Notching-Anpassungen den Wert verschlechtern (d. h. er wird höher).

## Annahmen und Grenzen und Rating-Überlegungen ohne Berücksichtigung in der Scorecard

Die dieser Ratingmethodik zu Grunde liegende Scorecard unterstützt Einfachheit und Transparenz. Dementsprechend stellen die drei allgemeinen Rating-Faktoren und die vier Notching-Faktoren in der Scorecard keine abschließende Behandlung aller Überlegungen, die für Ratings von KMU von Bedeutung sind, dar.

In unsere Ratings fließen auch Einschätzungen der zukünftigen Entwicklung ein. In bestimmten Fällen können unsere Einschätzungen der zukünftigen Entwicklung auf vertraulichen Informationen beruhen, die wir nicht offenlegen können. In anderen Fällen bewerten wir die zukünftigen Ergebnisse unter Berücksichtigung von vergangener Leistung, Branchentrends, Handlungen von Wettbewerbern oder sonstigen Faktoren. In beiden Fällen besteht das Risiko, dass die tatsächliche Entwicklung wesentlich von unserer Einschätzung abweicht. Faktoren, durch die es zu Abweichungen kommen kann, können beispielsweise unvorhergesehene Änderungen der folgenden Faktoren umfassen: makroökonomisches Umfeld und allgemeine Lage am Finanzmarkt, Branchenwettbewerb, disruptive Technologien sowie aufsichtsrechtliche Maßnahmen und Rechtsverfahren.

Die Kreditqualität einheimischer Emittenten ist zudem stark mit der Bonität des Landes, in dem sie operieren, korreliert. Unter bestimmten Umständen kann dies zu Einschränkungen führen.

Bei der Auswahl der Kennzahlen für die Scorecard in dieser Ratingmethodik haben wir bestimmte wichtige Faktoren wie den externen Einfluss oder Ereignisrisiken nicht explizit einbezogen. Für diese Faktoren würde ein Ranking nach Ratingkategorie in einer Scorecard eine zu hohe Präzision implizieren, was das relative Ranking bestimmter Emittenten gegenüber allen anderen bewerteten Emittenten angeht. Darüber hinaus kann es Faktoren geben, die schwer zu quantifizieren sind oder die nur in einigen Fällen einen wesentlichen Einfluss auf die Kreditqualität haben. Diese Faktoren sind ebenfalls nicht explizit in der Scorecard enthalten. Dennoch können Analysten solche zusätzlichen Faktoren qualitativ berücksichtigen, sodass diese Faktoren die abschließenden Ratings beeinflussen können. Ratings können damit wesentlich von dem Ergebnis gemäß Scorecard abweichen.

Ebenso können Ratings Umstände widerspiegeln, unter denen die Gewichtung eines bestimmten Faktors wesentlich von der in der Scorecard dargestellten Gewichtung abweicht. Beispielsweise ist das Zinsdeckungsverhältnis ein Aspekt, der auf der Scorecard in einer festen Gewichtung berücksichtigt wird. In einigen Fällen kann dieser Aspekt entscheidend für ein Rating werden und eine wesentlich höhere effektive Gewichtung aufweisen. Ein extrem schwaches, mit geringer Liquidität einhergehendes Zinsdeckungsverhältnis erhöht beispielsweise das Ausfallrisiko.

## WEITERE RATING-ÜBERLEGUNGEN

Ratings schließen unter Umständen eine Reihe zusätzlicher Überlegungen ein. Dazu zählen unter anderem: Rechtsstruktur/externer Einfluss, Berichterstattung und Transparenz, Ereignisrisiko und sonstige einschränkende Faktoren.

### Rechtsstruktur/ externer Einfluss

Die Eigentümerstruktur kann das Rating eines bestimmten Unternehmens positiv beeinflussen, sofern der/die Eigentümer eine höhere Bonität aufweist/aufweisen (bzw. eine voraussichtlich bessere Kreditwürdigkeit) und das Unternehmen für die Eigentümer von strategischer Bedeutung ist. Das Ausmaß, in dem wir die Bonitätsverbesserung, die einem Unternehmen durch seine Eigentümerstruktur widerfahren kann, berücksichtigen, hängt letztlich von der Fähigkeit und der Bereitschaft der Muttergesellschaft (z. B. auf Basis der strategischen Bedeutung, die das Unternehmen für die Gruppe besitzt), das Unternehmen bei finanziellen Engpässen zu unterstützen, ab. Umgekehrt kann eine Muttergesellschaft mit niedrigerem Rating (bzw. mit voraussichtlich schlechterer Kreditwürdigkeit) zu einer Herabstufung des Ratings der Tochtergesellschaft führen.

In bestimmten Fällen können wir entweder aufgrund der teilweisen/vollständigen öffentlichen Beteiligung oder der öffentlichen Bedeutung des Unternehmens (z. B. bei grundlegenden Dienstleistungen) in Betracht ziehen, dass eine Regierung bei anormaler Wirtschaftslage eine gewisse finanzielle Unterstützung leisten würde, um wesentliche finanzielle Engpässe auszugleichen. In diesen Fällen ist es wahrscheinlich, dass wir eine Rating-Heraufstufung vornehmen, um die zu erwartende Unterstützung zu berücksichtigen.

Weitere Formen eines externen Einflusses können unter anderem Garantien sein.

### Berichterstattung und Transparenz

Die Grundlage der Finanzanalyse bilden Jahresabschlüsse und ähnliche Dokumente. Dementsprechend lässt sich die finanzielle Stärke einer Organisation am besten bewerten, wenn eine präzise und umfassende Darstellung der Unternehmensfinanzen (einschließlich außerbilanzieller Positionen) vorliegt. Verzögerungen bei der Offenlegung der Unternehmensfinanzen oder fehlerhafte Informationen können zu einer unpräzisen Einschätzung der zugrunde liegenden Kreditrisiken eines Unternehmens führen. Darüber hinaus kann dies auf ein Versagen interner Kontrollen hinweisen. Dies könnte letztlich dazu führen, dass wir diese Aspekte in negativer Weise bei unserer Bewertung der Kreditwürdigkeit des Unternehmens einbeziehen.

### Ereignisrisiko

Des Weiteren berücksichtigen wir die Möglichkeit, dass ein unerwartetes Ereignis eine plötzliche und starke Verschlechterung der Kreditwürdigkeit eines Emittenten nach sich ziehen könnte. Typische Sonderereignisse umfassen Fusionen und Übernahmen, Veräußerungen von Vermögenswerten, Abspaltungen, Programme zur Restrukturierung der Kapitalstruktur, Rechtsstreitigkeiten und Ausschüttungen an Anteilseigner.

Zu den Ereignisrisiken zählen auch Schadensereignisse. Tatsächlich reagieren KMU – aufgrund ihrer allgemein geringeren Größe und der stärkeren Konzentration ihrer Produktionseinheiten – auf Schadensereignisse wie Umweltkatastrophen, soziale Bewegungen (z. B. Streiks) oder sonstige Ereignisse, die den normalen Geschäftsbetrieb stark beeinträchtigen können (Maschinenausfälle, Baurisiko, usw.), in der Regel empfindlicher als Großunternehmen. Auch wenn diese Risiken und die Fähigkeit eines Unternehmens, mit ihnen umzugehen, größtenteils in unsere Bewertung des Geschäftsprofils einfließen, berücksichtigen wir ebenfalls die Möglichkeit, dass solche Ereignisse plötzlich ein solches Ausmaß annehmen können, dass umfassende und bisweilen langwierige Unterbrechungen des Geschäftsbetriebs und eine schwerwiegende Beeinträchtigung des Bonitätsprofils gegeben sind.

### Einschränkende Faktoren

Darüber hinaus berücksichtigen wir in bestimmten Fällen, dass einige Faktoren das Ergebnis gemäß Scorecard überstimmen und das Rating, das eine Organisation erreichen kann, begrenzen können. Beispiele sind unter anderem eine erst seit sehr kurzer Zeit operierende Organisation, eine begrenzte Liquidität und schlechte Kreditwürdigkeit in Verbindung mit einer bevorstehenden Endfälligkeit oder ein ausgeprägter Mangel an internen Kontrollen.

# Anhang 1: Scorecard

	Gewichtung Unterfaktoren	AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
<b>Faktor 1: Sektorprofil (12,5 %)</b>							
Sektorvolatilität	7,5 %	Sehr niedrige historische Volatilität und voraussichtlich im Zeitablauf stabile Struktur. Die Auswirkung etwaiger Verschlechterungen ist voraussichtlich äußerst gering mit einer umfassenden und schnellen Erholung.	Geringe historische Volatilität im Sektor und voraussichtlich begrenztes Risiko einer Verschlechterung. Die Auswirkung etwaiger Verschlechterungen ist voraussichtlich sehr gering mit einer umfassenden und schnellen Erholung.	Voraussichtlich geringe bis moderate historische Volatilität im Sektor und gewisses Verschlechterungsrisiko mit kurzfristiger Aussicht auf eine Erholung und geringfügiger Auswirkung.	Moderate historische oder erwartete moderate Volatilität im Sektor mit mittelfristiger Aussicht auf Erholung oder moderater Auswirkung.	Moderate bis hohe historische oder erwartete Volatilität im Sektor mit langwieriger Aussicht auf Erholung oder hoher Auswirkung.	Sehr hohe historische oder erwartete Volatilität im Sektor mit sich hinziehender Erholung oder sehr starker Auswirkung.
Sektorausblick	5 %	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte sich mittelfristig signifikant und fortwährend verbessern.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte sich mittelfristig wesentlich verbessern.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte sich mittelfristig leicht verbessern.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte mittelfristig insgesamt stabil bleiben.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte mittelfristig leicht negativ ausfallen.	Das grundsätzliche Geschäftsumfeld des Sektors dürfte mittelfristig sehr negativ ausfallen.
<b>Faktor 2: Geschäftsprofil (17,5 %)</b>							
Wettbewerbsposition	10 %	Marktanteil spiegelt eine geringe Anzahl starker Marktteilnehmer wider. Unternehmensgröße zählt zu den größten seines/seiner Geschäftssegments(e); und Unternehmen bietet kaum kopierbare Produkte/Dienstleistungen und profitiert von gutem Ruf/Know-how mit sehr geringem, wenn überhaupt vorhandenem Risiko, Marktanteile an andere Wettbewerber zu verlieren; und äußerst geringe Wahrscheinlichkeit des Wettbewerbs durch neue Marktteilnehmer; und hohe Preissetzungsmacht; und sehr ausgeprägte Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen.	Höchster Marktanteil in Geschäftssegment(en) infolge begrenzten Wettbewerbs. Unternehmen größer als der Durchschnitt der Mitbewerber in dem/den jeweiligen Geschäftssegment(en); und Produkt-/Dienstleistungsangebot des Unternehmens bietet hohen Wettbewerbsvorteil gegenüber Angebot von Mitbewerbern, wodurch das Risiko künftiger Marktanteilsverluste (die wir für begrenzt halten) niedrig ist; und überdurchschnittliche Preissetzungsmacht; und ausgeprägte Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen.	Zählt in dem/den jeweiligen Segment(en) zu den Marktführern und übersteigt geringfügig die durchschnittliche Größe von Mitbewerbern; und Produkt-/Dienstleistungsangebot des Unternehmens bietet mittelmäßige Wettbewerbsvorteile gegenüber Mitbewerbern, wodurch das Risiko künftiger Marktanteilsverluste (die wir für begrenzt halten) moderat ausfällt; und Preissetzungsmacht vorhanden, aber aufgrund mäßiger Differenzierung von Produkten/Dienstleistungen begrenzt; und überdurchschnittliche Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen.	Durchschnittlicher Marktanteil in Kernmärkten oder durchschnittliche Unternehmensgröße; oder Produkt-/Dienstleistungsangebot bietet geringe Wettbewerbsvorteile gegenüber Mitbewerbern, oder fehlende Differenzierung von Produkten/Dienstleistungen und niedrige Umstellungskosten fördern Eintritt neuer Marktteilnehmer und schaffen moderates künftiges Wettbewerbsrisiko mit potenziellem Verlust einiger Marktanteile; oder mäßige Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragestrukturen einzustellen; oder Unternehmen ist starker Nischenanbieter in Kernmärkten oder -segmenten.	Unterdurchschnittliche Marktanteile oder durchschnittliche Marktanteile, die in der Regel leicht neuen Marktteilnehmern oder vorhandenen Mitbewerbern zufallen können, da das Produkt-/Dienstleistungsangebot bis zu einem gewissen Ausmaß leicht ersetzbar ist und Umstellungskosten entweder nicht gegeben oder äußerst niedrig sind; oder unterdurchschnittliche Unternehmensgröße und schwach ausgeprägte Fähigkeit, sich auf veränderte Nachfragemuster einzustellen; oder Unternehmen ist kleiner lokaler Anbieter oder ein Nischenanbieter in Kernmärkten oder -segmenten.	Stark unterdurchschnittliche Marktanteile oder durchschnittliche Marktanteile mit äußerst ausgeprägter Anfälligkeit gegenüber Abnahme bzw. rückläufigen Marktanteilen; oder Produkt-/Dienstleistungsangebot wird bereits (bzw. voraussichtlich) durch Angebot von Mitbewerbern ersetzt; oder äußerst kleiner Anbieter im Vergleich zu wichtigen Mitbewerbern; oder extrem eingeschränkte Fähigkeit, Produktangebot umzustellen; oder Unternehmen ist äußerst kleiner Nischenanbieter in Kernmärkten oder -segmenten.
Konzentrationsrisiko	7,5 %	Mehrere Geschäftssegmente und breites Produktspektrum in den meisten Segmenten; und Abnehmermarkt gut diversifiziert bei äußerst begrenzter Kundenkonzentration; und Verträge größtenteils langfristig mit äußerst hoher Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Vertragsverlängerung; und geografische Ausrichtung impliziert hohe internationale Diversifikation; und keine nennenswerte Zuliefererkonzentration.	Mehrere Geschäftssegmente mit breitem Produktangebot in zahlreichen Segmenten; und Abnehmermarkt bei minimaler Kundenkonzentration relativ gut diversifiziert; und Verträge größtenteils langfristig oder äußerst hohe Wahrscheinlichkeit kurzfristiger Vertragsverlängerung; und mäßige internationale Diversifikation; und begrenzte Zuliefererkonzentration.	Mehrere Geschäftssegmente mit breitem Produktangebot in mindestens einem Kernsegment; und gut diversifiziert am Hauptmarkt mit gewisser potenzieller Kundenkonzentration; und Volumen langfristiger Verträge potenziell begrenzt, wobei kurzfristige Verträge generell verlängert werden dürften; und hauptsächlich auf Inlandsmarkt ausgerichtet, bei gewisser internationaler Diversifikation; und moderate Zuliefererkonzentration.	Operiert in einigen wenigen Geschäftssegmenten mit breitem Portfolio in mindestens einem Segment oder in einem äußerst breiten Geschäftssegment. Gewisse Diversifizierung am Hauptmarkt mit moderater Kundenkonzentration; und Volumen langfristiger Verträge begrenzt, wobei die meisten kurzfristigen Verträge verlängert werden dürften; oder hauptsächlich auf den Inlandsmarkt ausgerichtet, bei gewisser kontinentaler Ausrichtung; oder moderate Zuliefererkonzentration.	Operiert in einigen wenigen Geschäftssegmenten, gleichwohl mit starker Abhängigkeit von einem oder zwei Segmenten mit hoher Kundenkonzentration oder operiert in breitem Geschäftssegment mit begrenztem Kundenrisiko; oder Anzahl langfristiger Verträge äußerst begrenzt, wobei die meisten kurzfristigen Verträge verlängert werden dürften; oder hohe Zuliefererkonzentration mit gewissem Disruptionsrisiko.	Operiert in nur einem engen Geschäftssegment mit hoher Kundenkonzentration; oder wenige langfristige Verträge, bei ungewisser Verlängerung von mehr als der Hälfte der kurzfristigen Verträge; oder äußerst hohe Zuliefererkonzentration mit wesentlichem Disruptionsrisiko.

	Gewichtung Unterfaktoren	AA oder höher	A	BBB	BB	B	CCC oder niedriger
<b>Faktor 3: Finanzprofil (70 %)</b>							
Umsatz (in Mio. EUR)*	5%	> 155	155 - 120	120 - 50	50 - 20	20 - 10	≤ 10
ROCE (%)*	10%	> 55	55- 18	18 - 14	14 - 10	10 - 5	≤ 5
Gesamtverbindlichkeiten/ EBITDA (x)**	15%	< 0.75	0.75 - 2	2 - 4	4 - 10	10 - 125	≥ 125
FFO/Gesamt- verbindlichkeiten (%)*	12.5%	> 110	110 - 35	35 - 20	20 - 10	10 - 0	≤ 0
Eigenkapitalquote (%)*	12.5%	> 70	70 - 45	45 - 30	30 - 15	15 - 2.5	≤ 2.5
Verschuldungsgrad (%)*	10%	< 10	10 - 20	20 - 40	40 - 65	65 - 97.5	≥ 97.5
EBIT/Zinsaufwand (x)*	5%	> 35	35 - 6.5	6.5 - 4	4 - 2	2 - 1	≤ 1

\* Für die lineare Bewertungsskala entsprechen AA bzw. die höheren Endpunktwerte: Umsatz = 200, ROCE = 100, FFO/Gesamtverbindlichkeiten = 210, Eigenkapitalquote = 100, Verschuldungsgrad = 0 und EBIT/Zinsaufwand = 75. Ein Wert, der gleich oder besser ist als der höhere Endpunkt entspricht einem numerischen Wert von 0,5. CCC bzw. die unteren Endpunktwerte entsprechen: Umsatz = 0, ROCE = -100, FFO/Gesamtverbindlichkeiten = -30, Eigenkapitalquote = -10, Verschuldungsgrad = 120 und EBIT/Zinsaufwand = -15. Ein Wert, der gleich oder schlechter ist als der untere Endpunkt entspricht einem numerischen Wert von 20,5.

\*\* Um die Bewertung am unteren Ende der Skala zu vereinfachen, ziehen wir das umgekehrte Verhältnis heran, d.h. EBITDA/Gesamtverbindlichkeiten. Dieser Vorgang vereinfacht die Umrechnung des metrischen Werts in einen numerischen Wert, was durch lineare Interpolation auf Basis der Position innerhalb der Scorecard-Bandbreite erfolgt. Beispielsweise beträgt die einem B entsprechende Spanne (d. h. in Bezug auf EBITDA/Gesamtverbindlichkeiten und als prozentualer Wert) 0,8 % - 1 0% (d.h.  $1/125 \cdot 100 = 0,8\%$  und  $1/10 \cdot 100 = 10\%$ ); damit gilt für CCC bzw. die untere Schwelle  $\leq 0,8\%$ . Für die lineare Bewertungsskala entspricht CCC oder der untere Endpunkt -40. Ist EBITDA/Gesamtverbindlichkeiten -40 oder noch niedriger, entspricht dies einem numerischen Wert von 20,5. Für die lineare Bewertungsskala entspricht AAA oder der höhere Endpunkt 245. Ein Wert von 245 oder höher entspricht einem numerischen Wert von 0,5.

### Notching-Faktoren

	+1	0	-1	-2	-3
Liquidität	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken Bedarf für Geschäftsbetrieb (einschließlich Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate oder länger. Zur Finanzierung von Investitionen können externe Liquiditätslinien genutzt werden. Liquiditätslinien größtenteils ungenutzt; und Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen äußerst wahrscheinlich in Phasen mit Turbulenzen für die Kapitalmärkte oder operativen Schwierigkeiten für das Unternehmen; und Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel durch Veräußerung von Vermögenswerten oder Geschäftsbereichen vorhanden, aber moderat; und Einhaltung von Covenants praktisch sicher und Unternehmen dürfte Verstöße problemlos absorbieren, bei voraussichtlich geringen Auswirkungen auf die Liquiditätsposition.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken Bedarf für Geschäftsbetrieb (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst im Allgemeinen über 12 Monate. Externe Liquiditätslinien werden in der Regel genutzt, um Anlageninvestitionen und einen kleinen Teil des Working Capitals ganz oder teilweise zu finanzieren; und moderater ungenutzter Puffer für Liquiditätslinien verfügbar; und Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen wahrscheinlich und ausreichend in Phasen mit Turbulenzen für die Kapitalmärkte oder operativen Schwierigkeiten für das Unternehmen; und Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel durch Veräußerung von Vermögenswerten oder Geschäftsbereichen vorhanden, aber begrenzt; und Einhaltung von Covenants äußerst wahrscheinlich und Unternehmen dürfte Verstöße problemlos absorbieren, bei voraussichtlich moderaten Auswirkungen auf die Liquiditätsposition.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken Bedarf für Geschäftsbetrieb (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate zum Großteil, jedoch nicht vollständig. Externe Liquiditätslinien zur Finanzierung aller bzw. der meisten Anlageinvestitionen, eines moderaten Anteils des Working Capitals und ggf. der allgemeinen Geschäftstätigkeit erforderlich, nur kleiner ungenutzter Puffer von Liquiditätslinien permanent verfügbar; oder Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen wahrscheinlich, jedoch volumenmäßig begrenzt. Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel vorhanden, jedoch äußerst begrenzt; oder Einhaltung von Covenants bei potenzieller Notwendigkeit erneuter Aushandlung ungewisser, Verstöße dürften sich stark in der Liquidität niederschlagen.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken kaum Bedarf für den Großteil des Geschäftsbetriebs (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate. Externe Liquiditätslinien notwendig zur Finanzierung von Anlageinvestitionen, einem Großteil des Working Capitals und einem moderaten Teil der allgemeinen Geschäftstätigkeit; oder Liquiditätslinien permanent größtenteils genutzt; oder Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen unwahrscheinlicher und volumenmäßig äußerst begrenzt. Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel vernachlässigbar, eingeschränkt durch mangelnde Verfügbarkeit von Vermögenswerten, verminderten Wert von Transaktionen oder kurzfristig negativen Auswirkungen von Veräußerungen von Geschäftsbereichen; oder wesentliches Risiko von Covenant-Verletzungen mit voraussichtlicher Notwendigkeit für Neuaushandlung, wobei sich Verstöße stark in der Liquidität niederschlagen dürfte.	Rücklagen und intern generierte Barmittel decken nicht Bedarf für den Großteil des Geschäftsbetriebs (ohne Investitionsaufwand) und Schuldendienst über 12 Monate. Externe Liquiditätslinien erforderlich, um sämtliche Anlageinvestitionen, einen sehr großen Teil des Working Capitals und einen großen Teil der allgemeinen Geschäftstätigkeit zu finanzieren. Liquiditätslinien praktisch vollständig genutzt; oder Zugang zu weiteren externen Finanzierungsquellen unwahrscheinlich und äußerst begrenzt. In der Regel keine Fähigkeit zur zeitnahen Beschaffung alternativer Barmittel; oder Covenant-Verletzungen äußerst wahrscheinlich, bei begrenztem Spielraum für Neuverhandlung, wobei sich Verstöße sehr stark in der Liquidität niederschlagen dürften.
Schuldenstruktur	Schuldenstruktur zeichnet sich durch eindeutige Diversifizierung aus, außerdem kein oder sehr begrenztes Refinanzierungsrisiko mit einer typischerweise tilgenden Schuldenstruktur sowie kein nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	Schuldenstruktur konzentriert sich im Allgemeinen auf einige wenige Quellen; und begrenztes Refinanzierungsrisiko mit einer typischerweise tilgenden Schuldenstruktur; und kein oder nur sehr wenig nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	Schulden konzentrieren sich auf eine einzige Quelle und/oder moderates Refinanzierungsrisiko in Bezug auf Endfälligkeiten; oder nur wenig nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	Schulden konzentrieren sich auf eine einzige Quelle und/oder hohes Refinanzierungsrisiko in Bezug auf kurzfristig anstehende Endfälligkeiten; oder Unternehmen hat wesentliches nicht-abgesichertes Exposure gegenüber Fremdwährungen, variabel verzinslichen Schuldtiteln oder Derivaten.	

**Notching-Faktoren**

	+1	0	-1	-2
Strategisches und operatives Management	<p>Strategische Zielsetzungen und Planung entsprechen äußerst hohen Standards und werden durch äußerst ausgeprägte Fähigkeit zur Operationalisierung unterstützt. Unternehmen besitzt äußerst klare, ganzheitliche und strukturierte Vision potenzieller Chancen und Risiken für das Unternehmen sowie der Maßnahmen, die zur Erhaltung und/oder Verbesserung der geschäftlichen Nachhaltigkeit erforderlich sind; und äußerst realistische Planung; und tägliche Operationalisierung und Umsetzung strategischer Pläne äußerst stark ausgeprägt und unterstützt durch robusten Überwachungs- und Berichtsrahmen sowie durchdachte und effiziente betriebliche Strategien bei Abweichungen vom Plan.</p>	<p>Unternehmen besitzt klare strategische Pläne und Operationalisierung weist angemessene Qualität auf. Unternehmen besitzt eindeutige und strukturierte Vision der wichtigsten potenziellen Chancen und Risiken des Unternehmens sowie einiger der Maßnahmen, die zur Erhaltung der geschäftlichen Nachhaltigkeit erforderlich sind; und realistische Planung; und tägliche Operationalisierung und Umsetzung der strategischen Pläne angemessen; und Abweichungen vom Plan sind möglich, wirken sich jedoch in der Regel nur eingeschränkt aus und werden im Allgemeinen dank eines angemessenen Überwachungs- und Berichtsrahmens korrigiert.</p>	<p>Unternehmen besitzt schwache strategische Zielsetzungen oder Operationalisierung, weswegen es seine Fähigkeit zur Bewahrung der Wettbewerbsposition letztlich verlieren könnte. Strategie stützt sich auf vergleichsweise begrenzte Bewertung geschäftlicher Risiken und Chancen; oder Unternehmen ist kaum in der Lage, die zur Anpassung der Geschäftstätigkeit erforderlichen Veränderungen geordnet und kontrolliert umzusetzen; oder Planung generell optimistisch, wobei die tägliche Operationalisierung und Umsetzung strategischer Pläne infolge substanzieller Defizite des Überwachungs- und Berichtsrahmens häufig von selbst auferlegten Zielen abweicht; oder Gegenmaßnahmen in der Regel nicht ausreichend, um Abweichung auszugleichen.</p>	<p>Unternehmen besitzt äußerst schwache oder überhaupt keine strategischen Zielsetzungen und Operationalisierung, weswegen es seine Fähigkeit zur Bewahrung der Wettbewerbsposition letztlich verlieren könnte. Sofern vorhanden, stützt sich Strategie auf äußerst begrenzte oder überhaupt keine Bewertung geschäftlicher Risiken und Chancen; oder äußerst schwach ausgeprägte Fähigkeit, die für entsprechende Anpassungen des Geschäftsbetriebs erforderlichen Änderungen geordnet und kontrolliert umzusetzen; oder Planung in der Regel zu optimistisch, und Unternehmen erreicht nur selten seine Ziele; oder Abweichungen vom Plan werden infolge des äußerst schwachen Überwachungs- und Berichtsrahmens überhaupt oder fast nicht korrigiert.</p>
Governance und Finanzpolitik	<p>Beteiligungsstruktur verweist auf äußerst positive Gleichrichtung von Interessen. Fokus der Anteilseigner auf langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ausgerichtet; und Risiko der Unterbrechung von Governance-Struktur und Strategie inexistent bzw. praktisch inexistent.</p>	<p>Beteiligungsstruktur unterstützt nicht langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens bzw. belastet diese nicht; und Risiko der Unterbrechung der Governance-Struktur unwahrscheinlich.</p>	<p>Beteiligungsstruktur verweist auf schlechte Gleichrichtung von Interessen. Fokus der Anteilseigner auf kurzfristige finanzielle Vorteile statt auf langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ausgerichtet; oder Risiko der Unterbrechung von Governance-Struktur und Strategie wahrscheinlich.</p>	<p>Beteiligungsstruktur verweist auf äußerst schlechte Gleichrichtung von Interessen. Fokus der Anteilseigner stark auf kurzfristige finanzielle Vorteile statt auf langfristige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens ausgerichtet; oder Risiko der Unterbrechung von Governance-Struktur und Strategie äußerst wahrscheinlich.</p>

## Anhang 2: Definitionen der Kennzahlen

Quantitative Bonitätskennzahlen können einige analytische Bereinigungen in der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und der Bilanz beinhalten. Analysten können darüber hinaus gewisse analytische Anpassungen vornehmen, um Eigenschaften eines KMU zu berücksichtigen.

### Größe

#### Umsatz

Gesamtumsatz (in Mio. EUR)

### Profitabilität

#### ROCE

##### Zähler

Betriebsergebnis (= EBIT)

##### Nenner

Nettofinanzverbindlichkeiten + Eigenkapital (= eingesetztes Kapital)

#### Finanzverbindlichkeiten

Anleihen

+ Verbindlichkeiten gegenüber Banken

+ Sonstige verzinsliche Verbindlichkeiten

+ Operating Lease-Verbindlichkeiten

+ Anpassungen für ABS- / Factoring-Transaktionen

### Entschuldungspotenzial

#### Gesamtverbindlichkeiten / EBITDA

##### Zähler

Bilanzsumme – Eigenkapital

##### Nenner

EBITDA

#### FFO / Gesamtverbindlichkeiten

##### Zähler

Operativer Kapitalfluss

##### Nenner

Bilanz - Eigenkapital

#### Operativer Kapitalfluss

Jahresüberschuss

+ Abschreibungen

+ Latente Ertragsteuern

+ Ausschüttungen an Minderheitsbeteiligungen

+ Sonstige zahlungsunwirksame Positionen

### Kapitalstruktur

#### Eigenkapitalquote

##### Zähler

Eigenkapital

##### Nenner

Bilanzsumme

#### Verschuldungsgrad

##### Zähler

Finanzverbindlichkeiten

##### Nenner

Finanzverbindlichkeiten + Eigenkapital

### Zinsdeckung

#### EBIT / Zinsaufwand

##### Zähler

Betriebsergebnis (= EBIT)

##### Nenner

Zinsaufwand

## Anhang 3: Weiterführende Publikationen

Ratings für deutsche KMU werden im Wesentlichen mit dieser Ratingmethodik erstellt. Darüber hinaus können weitere allgemeine methodische Überlegungen für Ratings von Emittenten und Finanzinstrumenten relevant sein.

Weiterführende Publikationen, darunter auch in diesem Bericht genannte Methodiken, finden sich auf unserer Website.

Für weitere Informationen verweisen wir auch auf unsere Veröffentlichung „Grundlagen zur Erstellung von Ratings“, ebenfalls auf unserer Website.



## Disclaimer

© 2017 Euler Hermes Rating GmbH ("EHRG") and/or its licensors and affiliates. All rights reserved.

**CREDIT RATINGS ISSUED BY EHRG ARE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND EHRG'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. EHRG DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND, IN THE CASE OF ISSUANCE-LEVEL CREDIT RATINGS, ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S OPINIONS INCLUDED IN EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NEITHER A PROSPECTUS NOR A SUBSTITUTE FOR INFORMATION ASSEMBLED AND PRESENTED BY COMPANIES OR ISSUERS FOR INVESTORS REGARDING THE PURCHASE OF A SECURITY OR FOR ASSESSING THE CREDITWORTHINESS OF A RATED ENTITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR EHRG'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. EHRG ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, CONDUCT ITS OWN INDEPENDENT ANALYSES, CREDIT ASSESSMENTS AND OTHER VERIFICATIONS AND EVALUATIONS OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.**

EHRG'S CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE EHRG'S CREDIT RATINGS OR EHRG'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUB-SEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT EHRG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by EHRG from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. EHRG adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources EHRG considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, EHRG is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the EHRG publications.

Please note that summaries of contracts, laws and other documents contained in any EHRG publication, rating report or other materials cannot replace careful study of the relevant complete texts.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by EHRG. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, on the part of, or any contingency within or beyond the control of, EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY EHRG IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

The dissemination and use of an EHRG rating report may be prohibited by law in certain jurisdictions. Any persons who come into the possession of such information should inquire about and comply with any prohibitions that may be in place. EHRG assumes no liability of any kind with respect to such dissemination and use of any rating in any jurisdiction whatsoever.

Euler Hermes Rating GmbH