



EULER HERMES
Rating



Ratingmigrationen und Ausfälle

Juni 2009

INHALTSVERZEICHNIS

INHALTSVERZEICHNIS	2
EINLEITUNG	3
Ratingverteilung von Erst- und Folgeratings	4
Ausgefallene Unternehmen im Zeitraum 2002-2008	5
Downgrade-Upgrade-Ratio	5
Ratingmigrationen und ausgefallene Unternehmen	6
Anhang : Methodisches Vorgehen	8

EINLEITUNG

Die vorliegende Studie über Ratingmigrationen und Ausfälle der von Euler Hermes Rating vergebenen Emittentenratings hat das Ziel, die Transparenz und die Fähigkeit des Kapitalmarktes zur bestmöglichen Einschätzung von Ratingergebnissen zu fördern.

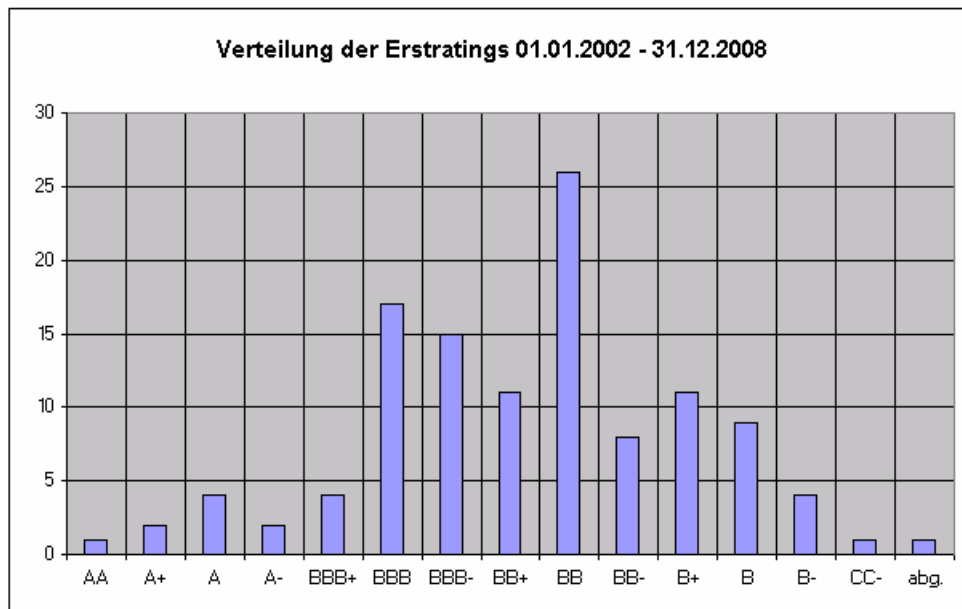
Bei der Interpretation der Ratingmigrationen und Ausfälle dieser Studie ist zu beachten, dass Euler Hermes Rating in 2002 ihre Geschäftstätigkeit aufgenommen hat, während die Anfänge der großen internationalen Ratingagenturen (z. B. Moody's, Fitch Rating, Standard & Poor's) bis zum Beginn des 20. Jahrhunderts zurückreichen. Aufgrund der großen Anzahl vergebener Ratings können die internationalen Ratingagenturen für jede Ratingklasse weltweite - teilweise auch nationale - empirische Ausfallquoten für Unternehmensratings ermitteln. Dies ist Euler Hermes Rating aufgrund der geringen Datenhistorie noch nicht möglich.

Um interessierten Marktteilnehmern trotzdem die Möglichkeit zu geben die Qualität der von Euler Hermes Rating erstellten Unternehmensratings einzuschätzen, werden in der vorliegenden Studie Ratingmigrationen und Ausfälle von gerateten Emittenten veröffentlicht. Als Ergebnis zeigt sich, dass für ein Rating im Zeitablauf die Wahrscheinlichkeit in der gleichen Ratingklasse zu bleiben, größer ist, als in eine andere Ratingklasse zu wandern. Dies zeigt die Stabilität der durch die Euler Hermes Rating vergebenen Kreditwürdigkeitseinstufungen von Unternehmen, die auch in einer Validierung der Bilanzanalysemethodik von Euler Hermes Rating anhand von 30.000 Jahresabschlüssen bestätigt wurde.

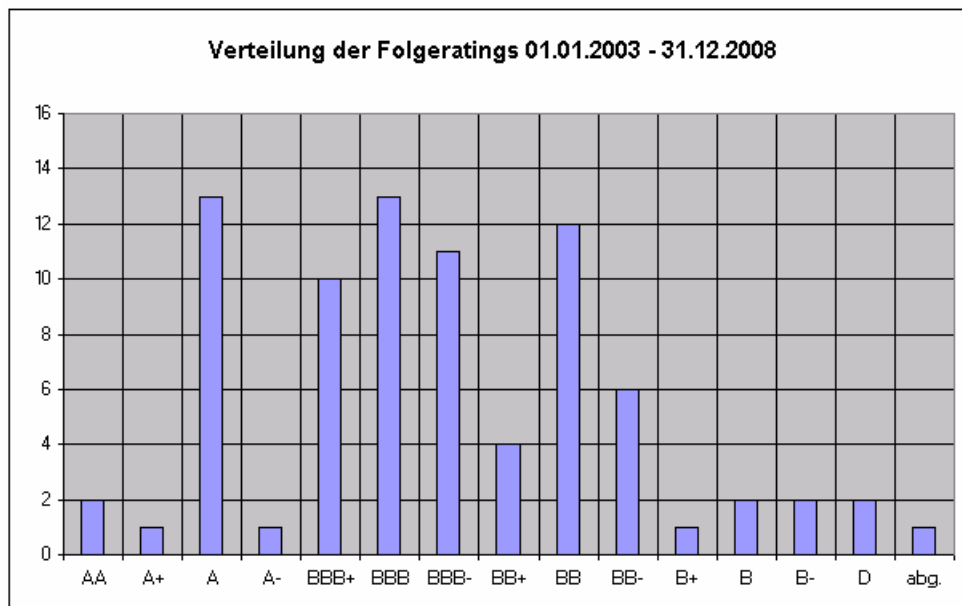
In dem Zeitraum 2003 bis 2008 betrug das Downgrade-Upgrade-Ratio von Folgeratings 0,39, d. h. es wurden im Verhältnis knapp 3 mal so viele Unternehmen in ihrer Bonität heraufgestuft, als herabgestuft. Dies resultiert unter anderem aus der Tatsache, dass sich die deutsche Wirtschaft in den Jahren 2004 bis Mitte 2008 in einem konjunkturellen Aufschwung befand, der dazu führte, dass mehr Unternehmen ihre Bonität verbesserten, als verschlechterten. Insgesamt jedoch blieb die Ratingnotation bei über der Hälfte der nach einem Jahr wiederholt gerateten Unternehmen (55,2 %) gleich. Diese Stabilität liegt im Wesentlichen in dem „rating-through-the-cycle“-Ansatz der Euler Hermes Rating begründet, in dem konjunkturelle Schwankungen bei der Ratingklassifizierung von Unternehmen antizipiert werden.

Ratingverteilung von Erst- und Folgeratings

Euler Hermes Rating hat in den Jahren 2002 bis 2008 insgesamt 197 beauftragte Unternehmensratings vergeben. Hierunter fallen sowohl Erstratings als auch Folgeratings, als auch zwei abgebrochene Ratingverfahren. Die Verteilungen der Ratingnoten sind in den folgenden Grafen veranschaulicht.



Quelle: Euler Hermes Rating GmbH 2009



Quelle: Euler Hermes Rating GmbH 2008

Bei den Erstratings überwiegt die Ratingnote BB, weil die Investitionsgrenze der Investoren, mit denen Euler Hermes Rating zusammenarbeitet, in der Regel BB ist. Folgeratings treten gegenüber Erstratings verstärkt in dem Investmentgrad-Bereich (ab BBB-) auf, weil Unternehmen in der Regel mit einem beauftragten Folgerating ihre verbesserte oder konstant gebliebene „gute Bonität“ gegenüber internen und externen Interessensgruppen bekunden wollen.

Ausgefallene Unternehmen im Zeitraum 2002-2008

In dem Zeitraum zwischen dem Jahr 2002 und dem Jahr 2008 sind von den 116 Unternehmen, die durch Euler Hermes Rating im Rahmen von Erst- und Folgeratings beurteilt wurden, 2 Unternehmen ausgefallen. Beide Unternehmen befanden sich nicht im Monitoring und die Ratingergebnisse waren nicht veröffentlicht, weshalb die Ratings nur eine Zeitpunktbetrachtung waren. Des Weiteren handelt es sich bei einem der zwei Emittentenausfälle um einen Betrugsfall, bei dem neben Euler Hermes Rating auch der zuständige Wirtschaftsprüfer getäuscht wurde. Da es sich bei den ausgefallenen Emittenten nicht um veröffentlichte Ratings handelte, dürfen deren Firmierungen von Euler Hermes Rating nicht genannt werden.

Die folgende Tabelle gibt für die ausgefallenen Unternehmen einen Überblick über deren Ratinghistorie.

	letztes Rating	Datum	Ausfall	Datum
Unternehmen 1	B	März 03	D	September 04
Unternehmen 2	BBB-	März 05	D	Juni 07

Die Tabelle zeigt, dass einer der Emittenten nach einem Jahr ausgefallen ist, der andere nach zwei Jahren. Dementsprechend wurde der eine Emittent bei den durchschnittlichen einjährigen Transition Rates berücksichtigt und der andere bei den durchschnittlichen zweijährigen Transition Rates (siehe „Ratingmigrationen und ausgefallene Unternehmen“).

Downgrade-Upgrade-Ratio

Das Downgrade-Upgrade-Ratio, das das Verhältnis von Downgrades (Herabstufungen) zu Upgrades (Heraufstufungen) bei Folgeratings anzeigt, betrug für die Jahre 2003 bis 2008 bei Euler Hermes Rating 0,39. Das heißt, dass im betrachteten Zeitraum einem Downgrade ungefähr drei Upgrades gegenüberstanden. Diese Verhältnis spiegelt die verbesserte Bonität von Unternehmen im Rahmen des konjunkturellen Aufschwungs wider, den die deutsche Wirtschaft in den Jahren 2004 bis Mitte 2008 erfuhr.

	Downgrades	Upgrades	unchanged	Ausfälle	Summe	Down-Upgrade Ratio
2003	0	0	2	0	2	0,00
2004	2	2	1	1	6	1,00
2005	1	4	7	0	12	0,25
2006	0	6	8	0	14	0,00
2007	2	4	9	0	15	0,50
2008	2	2	5	0	9	1,00
Summe	7	18	32	1	58	0,39

Der überwiegende Teil (55,2 %) der nach einem Jahr vergebenen Folgeratings (siehe einjährige Transition Rates) blieb gegenüber dem Vorjahr konstant (unchanged). Der Grund hierfür liegt in der Ratingmethodik der Euler Hermes Rating, die einen „rating-through-the-cycle“-Ansatz verfolgt.

Ratingmigrationen und ausgefallene Unternehmen

Durchschnittliche einjährige Transition Rates mit Rating Modifier von Unternehmenratings 2002-2008

absolute Anzahl

From / to	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	agb.	Summe
AA																		0
AA-																		0
A+																		0
A				8														8
A-				1	1													2
BBB+						4	1											5
BBB						4	7	2										13
BBB-						2	3	1										6
BB+						1	2	1										4
BB							1		7	1								9
BB-									1	1				1				3
B+										3								3
B													1	1		1		3
B-												1						1
CCC/C														1				1
																gesamt		58

relative Anzahl

From / to	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	agb.	Summe
AA																		
AA-																		
A+																		
A				100,0%														100%
A-				50,0%	50,0%													100%
BBB+						80,0%	20,0%											100%
BBB						30,8%	53,8%	15,4%										100%
BBB-						33,3%	50,0%	16,7%										100%
BB+						25,0%	50,0%	25,0%										100%
BB							11,1%		33,3%	77,8%	11,1%							100%
BB-									33,3%	33,3%	100,0%		33,3%					100%
B+																		100%
B													33,3%	33,3%		33,3%		100%
B-												100,0%						100%
CCC/C														100,0%				100%
																gesamt		100%

Durchschnittliche zweijährige Transition Rates mit Rating Modifier von Unternehmenratings 2002-2008

absolute Anzahl

From / to	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	agb.	Summe
AA	2																	2
AA-																		0
A+			1	1														2
A				6														6
A-				2														2
BBB+						2	1										1	4
BBB						1	6	1			1							9
BBB-						1	4	4								1		6
BB+						1	1	1	1									3
BB									1	1			1					2
BB-										1								1
B+									1									1
B																	1	1
B-														1				1
CCC/C														1				0
																gesamt		40

relative Anzahl

From / to	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	agb.	Summe
AA	100,0%																	100%
AA-																		
A+																		
A				100,0%														100%
A-				100,0%														100%
BBB+						50,0%	25,0%										25,0%	100%
BBB						11,1%	66,7%	11,1%			11,1%							100%
BBB-						16,7%	66,7%	16,7%								16,7%		100%
BB+						33,3%	33,3%	33,3%										100%
BB									50,0%				50,0%					100%
BB-										100,0%								100%
B+									100,0%									100%
B														100,0%				100%
B-														100,0%				100%
CCC/C																		100%
																gesamt		100%

Durchschnittliche dreijährige Transition Rates mit Rating Modifier von Unternehmenratings 2002-2008 (T3)

absolute Anzahl

From / to	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	agb.	Summe
AA																		0
AA-																		0
A+																		0
A				3					1									4
A-				2														2
BBB+						1											1	2
BBB						1	2			1	1							5
BBB-								1										1
BB+						1		2	1									4
BB																		0
BB-																		1
B+																		0
B																		0
B-																		0
CCC/C																		0
																	gesamt	19

relative Anzahl

From / to	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC/C	D	agb.	Summe
AA																		
AA-																		
A+																		
A				75,0%						25,0%								100%
A-				100,0%														100%
BBB+						50,0%												100%
BBB						20,0%	40,0%			20,0%	20,0%							100%
BBB-								100,0%										100%
BB+						25,0%		50,0%	25,0%									100%
BB																		
BB-																		
B+																		
B																		
B-																		
CCC/C																		

Anhang : Methodisches Vorgehen

Berücksichtigte Ratings

Euler Hermes Rating erfasst in ihren Studien über Ratingmigrationen und Ausfallraten alle Vollratings, die an Unternehmen vergeben wurden. Dabei werden nur Emittentenratings erfasst, da Euler Hermes Rating zurzeit keine Emissionen ratet.

In der vorliegenden 2008er Studie über Ratingmigrationen und Ausfälle wurden insgesamt 81 Folgeratings erfasst, die in der Zeit zwischen 2003 und 2008 von Euler Hermes Rating vergeben wurden. Alle berücksichtigten Ratings basieren sowohl auf öffentlichen als auch auf internen Informationen der gerateten Unternehmen. Vor dem Hintergrund der noch geringen Anzahl von Unternehmensratings können aus den Ratingmigrationen und Ausfallraten keine verlässlichen statistischen Aussagen abgeleitet werden.

Emittentenausfall

In der vorliegenden Studie wird ein Emittentenausfall erfasst, wenn ein Schuldner all seinen Zahlungsverpflichtungen aus Finanzverbindlichkeiten nicht mehr nachkommen kann oder wenn der Schuldner bezüglich einer einzelnen Zahlungsverpflichtung ausgefallen ist und Euler Hermes Rating der Meinung ist, dass der Schuldner seinen restlichen Zahlungsverpflichtungen nicht fristgerecht nachkommen wird. Des Weiteren tritt ein Emittentenausfall ein, wenn bezüglich des Emittenten ein Konkursverfahren, ein gerichtlicher oder außergerichtlicher Vergleich eröffnet, ein Antrag auf Insolvenz oder eine Titelvollstreckung gestellt wurde.

Unter den Gegebenheiten, dass ein Emittent bezüglich einer bestimmten Verbindlichkeit oder Verbindlichkeitsklasse ausfällt, jedoch weiterhin fristgerecht seinen Zahlungsverpflichtungen aus anderen Verbindlichkeiten oder Verbindlichkeitsklassen nachkommt, wird der Emittent mit SD (Selective Default) eingestuft. Im Rahmen dieser Studie wird zwischen einem Selective Default und einem Standard-Default nicht unterschieden.

Um einen Ausfall festzustellen, ist Euler Hermes Rating auf Informationen aus dem Markt oder von der gerateten Einheit angewiesen. Generell ist eine geratete Einheit verpflichtet, sofern ihr Rating veröffentlicht ist und dieses sich im Monitoring befindet, Euler Hermes Rating Ausfallereignisse mitzuteilen. Eine vollständige Erfassung ist jedoch nicht möglich. Ein Ausfall einer Verbindlichkeit aus Lieferungen und Leistungen (commercial obligation) führt nicht zum Ausfall des Emittenten. Es wird angenommen, dass ein Emittentenausfall zum frühesten Zeitpunkt stattfand,

- entweder als Euler Hermes Rating den Ratingstatus auf D, SD herabstufte, oder
- zu dem Datum als die betreffende Zahlungsverpflichtung ausblieb, oder
- zu dem Datum als der Emittent zahlungsunfähig wurde, oder zu dem Datum an dem gegen den Emittenten ein Konkursverfahren, ein gerichtlicher oder außergerichtlicher Vergleich eröffnet, ein Antrag auf Insolvenz oder eine Titelvollstreckung beim zuständigen Amtsgericht gestellt wurde.

Wenn ein Unternehmen ausgefallen ist, scheidet es aus dem statistischen Pool der Euler Hermes Rating aus.

Emissionsausfall

Aufgrund des Hervorrufens eines Emittentenausfalls durch einen Emissionsausfall sowie die Berücksichtigung von Selected Defaults in dieser Studie, ist die Definition eines Emissionsausfalls von Bedeutung.

Ein Emissionsausfall tritt ein, wenn ein Emittent seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Kreditinstituten, Finanzinstituten, Factoringinstituten oder Anleihehaltern nicht innerhalb der vertraglichen Vereinbarungen – inklusive eines Zahlungsziels und Toleranzzeitraums – nicht nachgekommen ist. Des Weiteren fallen Emissionen eines Emittenten aus, wenn der Emittent selbst ausfällt. Letzteres gilt nicht, wenn der Emittent nur bezüglich einer bestimmten Verbindlichkeit oder Verbindlichkeitsklasse ausgefallen ist, zu der die betreffende Emission nicht gehört. Es wird weiter angenommen, dass ein Emissionsausfall zum frühesten Zeitpunkt stattfand, entweder

- als Euler Hermes Rating den Ratingstatus auf D (Default) herabstufte oder
- die betreffende Zahlungsverpflichtung ausblieb.

Rating-Pools

Die Gruppierung der Erst- und Folgeratings in Rating-Pools fand für die Jahre 2002 bis 2008 anhand der Jahreszahl der konstituierenden Ratingkomiteesitzungen statt. Das heißt, wenn ein Rating zum Ratingstichtag 10.10.2003 vergeben wurde, dann wurde es dem Rating-Pool des Jahres 2003 zugeordnet. Des Weiteren wurden alle Emittenten, die zwei Jahre in Folge geratet wurden, dem einjährigen Rating-Transition-Pool zugewiesen. Alle Emittenten, die Ratings im Abstand von zwei Jahren aufwiesen (z. B. 2003 und 2005), wurden dem zweijährigen Rating-Transition-Pool zugewiesen und schließlich jene, die im Abstand von drei Jahren Ratings aufwiesen (z. B. 2003 und 2006) in den dreijährigen Rating-Transition-Pool.

Zur Bestimmung der durchschnittlichen einjährigen Transition Rates wurden im einjährigen Rating-Transition-Pool pro Emittent das Ratings des ersten Jahres mit dem des zweiten Jahres verglichen. So wurde z. B. für alle Emittenten der Ratingkategorie BBB untersucht, welches Rating sie ein Jahr später hatten und daraus die Migrationswahrscheinlichkeit der Ratingkategorie berechnet. Diese besagt, wie hoch die Wahrscheinlichkeit für ein Rating der Klasse BBB im Durchschnitt ist, nach einem Jahr in eine andere Ratingklasse zu wandern oder in der gleichen Ratingklasse zu bleiben.

Analog dem Vorgehen bei den einjährigen Transition Rates fand die Ermittlung der zwei- und dreijährigen Transition Rates statt.

Wenn ein Emittent innerhalb eines Jahres mehrmals geratet wurde, z. B. weil es unterjährig zu ratingrelevanten Veränderungen kam, wurde nur das zeitlich letzte Rating im Jahr berücksichtigt. Dies gilt auch im Falle eines Ausfalls. D. h. wenn ein Emittent ein Rating zum Ratingstichtag 12. Mai 2003 (BBB) und ein weiteres Rating zum Ratingstichtag 10. Mai 2004 (BB) aufweist und am 14. Juni 2004 (D) für diesen Emittenten die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens beantragt wurde, dann fließen in den einjährigen Rating-Transition-Pool 2003/2004 nur die Ratings vom 12. Mai 2003 (BBB) sowie vom 14. Juni 2004 (D) ein.

Downgrade-Upgrade-Ratio

Das Downgrade-Upgrade-Ratio besagt, wie das Verhältnis von Ratingabstufungen zu Ratingheraufstufungen ist. Also das Verhältnis von Ratingverschlechterungen zu Ratingverbesserungen. Diesbezüglich wird in den einjährigen Rating-Transition-Pools die Entwicklung der Folgeratings analysiert. Ein Downgrade-Upgrade-Ratio von beispielsweise 0,75 besagt, dass innerhalb des betreffenden Jahres das Verhältnis Downgrades zu Upgrades 3 zu 4 betrug und sich demnach die Bonität der gerateten Unternehmen in dem betrachteten Jahr verbessert hat.

In den Datenpools zur Ermittlung der Downgrade-Upgrade-Ratios wurden nur einjährige Folgeratings berücksichtigt, wobei das jeweils das zuletzt vergebene Rating innerhalb eines Kalenderjahres zählt.