

Euler Hermes Rating GmbH

**Methodik:
Projektrating (allgemein)**

7. April 2017

formal überarbeitet am 14. November 2017



Inhalt

Einführung	1
Projektrisiko	2
Wettbewerbsfähigkeit	2
Wirtschaftlichkeit	2
Cashflow-Stabilität	3
Eventrisiken	4
Gewichtung	5
Finanzrisiko	5
Kapitaldienstfähigkeit	5
Stressszenario-Analyse	6
Gewichtung	7
Anker-Rating	7
Gewichtung der Risikoprofile	7
EHR-Ratingmatrix	7
Stand-Alone-Rating	8
Operationelle Risiken	8
Modifizierung 1	9
Projektrating	9
Öffentlicher Sektor	9
Modifizierung 2	9
Anlagen	
Anlage 1	Herleitung Projektrating (allgemein)
Anlage 2	Definition Finanzkennzahlen

Einführung

Diese Methodik stammt aus dem April 2017 und wurde formal am 14. November 2017 überarbeitet.

In den Grundlagen für die Vergabe von Ratings sowie für weitere Dienstleistungen sind auch die Ratingkategorien dargestellt und näher erläutert, die ab dem 14. November 2017 nicht mehr in dieser Ratingmethodik dargestellt sind.

Transparente Darstellung der Ratingmethodik ohne Auswirkungen auf bestehende Ratingnotationen

Die vorliegende allgemeine Methodik für Projektratings (allgemeine Projektrating-Methodik) ersetzt die Projektrating-Methodik aus dem März 2012. Die überarbeitete Methodik verfolgt insbesondere das Ziel, die Vorgehensweise im Rahmen der Erstellung von Projektratings durch die Euler Hermes Rating GmbH (EHR) transparenter darzustellen, sodass die relevanten Ratingkriterien und deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation für Kunden, Investoren und interessierte Dritte nachvollziehbarer werden. Mit der überarbeiteten Methodik sind keine Veränderungen der Ratingkriterien, Gewichtungen oder Bewertungsmaßstäbe verbunden, sodass die Anwendung dieser Methodik nicht zu einer Veränderung von Ratingnotationen führen wird.

Typische Projekte kommen aus den Bereichen Infrastruktur, Logistik und Versorgung

Die hier vorliegende Projektrating-Methodik ist eine Ergänzung der Grundlagen für die Vergabe von Ratings sowie für weitere Dienstleistungen, die auf unserer Website verfügbar sind. Die Projektrating-Methodik adressiert grundsätzlich sämtliche Projekt- bzw. Zweckgesellschaften, deren Geschäftsgegenstand eine zweckbestimmte und oftmals begrenzte Nutzungsdauer (fremd-)finanzierter Vermögenswerte vorsieht, sofern diese nicht durch eine spezifizierte Ratingmethodik abgedeckt werden. Typische Projekte fallen regelmäßig in die Kategorien Infrastruktur, Logistik und Versorgung. Für das Emissionsrating eines Finanzinstrumentes ist darüber hinaus die Emissionsrating-Methodik, die ebenfalls auf unserer Website verfügbar ist, relevant. Die Projektrating-Methodik ist nicht anwendbar für das Rating strukturierter Finanzierungen, bei denen die Emission mit einem zugrunde liegenden Forderungspool verbunden ist.

Einzelfallbezogene Einschätzungen sind integraler Bestandteil der Methode

Wie bei jeder ihrer Ratingmethodiken verwendet die Euler Hermes Rating GmbH die nachfolgenden methodischen Grundlagen als Orientierung und Leitlinie für den Ratingprozess. Das Ergebnis des Entscheidungsprozesses im Einzelfall liegt jedoch im Ermessen des Ratingkomitees. Da jedes Rating eine Meinung der Analysten und der Ratingagentur darstellt, sind einfallabhängige Einschätzungen und Bewertungen ein integraler Teil der Methodik. Dies erfordert auch, dass die Projektrating-Methodik unterschiedliche Finanzierungs- und Organisationsstrukturen zulässt, die individuell bewertet werden. Die vorliegende Methodik stellt somit die Rahmenbedingungen für die Analyse dar und wird kontinuierlich weiterentwickelt.

Gewichtung von Projektrisiken und Finanzrisiken

Die Methodik für das Rating von Projektfinanzierungen ist in die beiden Kernanalysebereiche Projektrisiko und Finanzrisiko unterteilt. In den folgenden Abschnitten werden diese Analysebereiche sowie die einzelnen ratingrelevanten Faktoren erläutert. Zudem erfolgt eine Darstellung der Gewichtungen dieser Faktoren sowie deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation unter Berücksichtigung von Modifikationen für projektspezifische operationelle Risiken und externe Einflüsse. Eine Übersicht aller Faktoren sowie die Herleitung des Projektratings sind in Anlage 1 dargestellt.

Projektrisiko

Interne und externe Markteinschätzungen als Ausgangspunkt der Risikoanalyse

Ausgangspunkt für die Analyse des Projektrisikos sind im Hinblick auf das Markt- und Wettbewerbsumfeld zum einen vom Emittenten zur Verfügung gestellte Informationen, zum anderen interne und externe Marktanalysen. Externe Informationen umfassen hierbei im Wesentlichen Branchenanalysen, ergänzende Informationen oder Expertengutachten sowie Informationsmaterial von Wirtschaftsinstituten und -verbänden. Informationen über die Cashflow-Qualität erhalten die Analysten aus den Dokumentationen der Projektfinanzierung, vertraglichen Vereinbarungen sowie im Rahmen von Managementgesprächen.

Analyse der Wirtschaftlichkeit sowie der Rahmenbedingungen für Markt- und Wettbewerb

Die Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit eines Projektes gibt erste wichtige Anhaltspunkte für dessen langfristige Kapitaldienstfähigkeit (Zins- und Tilgung der Projektfinanzierung). In diesem Zusammenhang werden vor allem die Rahmenbedingungen im Markt- und Wettbewerbsumfeld, welche Auswirkungen auf den künftigen Projektverlauf haben können, untersucht.

Wettbewerbsfähigkeit

Analyse der Wettbewerbsintensität und Wettbewerbsposition

Bei der Analyse der Wettbewerbsfähigkeit wird zunächst die aktuelle und zukünftige Wettbewerbsintensität, welcher die Produkte und Dienstleistungen aus dem Projekt ausgesetzt sind bzw. sein werden, ermittelt. Darüber hinaus wird die aktuelle und zukünftige Wettbewerbsposition, insbesondere mit Blick auf die Kostenstruktur, die geografische Lage und den technischen Fortschritt bewertet. Die Analyseergebnisse der Ratingfaktoren Wettbewerbsintensität und Wettbewerbsposition bestimmen die Wettbewerbsfähigkeit des Projektes.

Wettbewerbsfähigkeit	Bewertungsparameter
<ul style="list-style-type: none">WettbewerbsintensitätWettbewerbsposition	<ul style="list-style-type: none">Inwieweit sind Produkte und Dienstleistungen aus dem Projekt bzw. daraus abgeleitete Endprodukte dem Wettbewerb ausgesetzt?Grad der Wettbewerbsfähigkeit der Produkte und Dienstleistungen aus dem Projekt bzw. der daraus ableitbaren Endprodukte, insbesondere mit Blick auf die Kostenstruktur, geografische Lage und den technischen Fortschritt

Wirtschaftlichkeit

Analyse struktureller Nachfragetreiber für Produkte und Dienstleistungen aus dem Projekt

Bei der Analyse der Wirtschaftlichkeit werden zunächst die strukturellen Nachfragetreiber für die Produkte und Dienstleistungen aus den Projekten bzw. aus den daraus ableitbaren Endprodukten bewertet. Ein wesentlicher Bestandteil ist darüber hinaus die Analyse der Vertragsstrukturen, insbesondere im Hinblick auf einen fairen Interessenausgleich aller wichtigen Vertragspartner.

Wirtschaftlichkeit	Bewertungsparameter
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Strukturelle Nachfrage ▪ Vertragsstrukturen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Besteht eine strukturelle Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen aus dem Projekt bzw. aus den daraus abgeleiteten Endprodukten? ▪ Sind die Vertragsstrukturen sinnvoll gestaltet, insbesondere im Hinblick auf die Balance ökonomischer Interessen (Preise, Rechte, Pflichten) aller wichtigen Vertragspartner?

Analyse bestehender Verträge und sonstiger Vereinbarungen

Diese Ratingfaktoren spielen insbesondere bei Projekten mit hohen Preis- und Nachfragerisiken eine wichtige Rolle. Aber auch Projekte, deren Produkte und Dienstleistungen mit Abnahmeverträgen unterlegt sind, müssen in Bezug auf ihre langfristige Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit validiert werden. EHR vertritt die Meinung, dass die Zuverlässigkeit von Abnahmeverträgen grundsätzlich eine Funktion der wirtschaftlichen Attraktivität ist. Je geringer die Wirtschaftlichkeit, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass Abnahmeverträge gekündigt oder angepasst werden.

Analyse rechtlicher und vertraglicher Rahmenbedingungen sowie technischer und operativer Faktoren

Die Bewertung der Wirtschaftlichkeit basiert unter anderem auf den bestehenden Abnahmeverträgen. Zusätzlich müssen aber auch vertragliche Vereinbarungen über den Bezug von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen, Betriebsführungs- und Wartungsmaßnahmen, Sicherungsgeschäfte (Hedging) sowie andere Dienstleistungen auf ihre langfristige Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit untersucht werden.

Cashflow-Stabilität

Analyse von Sensitivitäten gegenüber Preis- und Nachfrageschwankungen sowie möglichen Ungleichgewichten bei Kostenstrukturen

Zur Bewertung der Cashflow-Stabilität werden zunächst die rechtlichen und vertraglichen Rahmenbedingungen sowie die technischen und operativen Risikofaktoren während der Projektlaufzeit analysiert und bewertet. Hierbei ist es vor allem wichtig zu ermitteln, inwieweit der Emittent die projektbasierten Cashflows kontrollieren kann und welche Güte die bestehenden Vertragsstrukturen haben. Mögliche Eventrisiken werden in einem separaten Analyseschritt ermittelt (vgl. „Eventrisiken“) und gesondert betrachtet. Die Bewertung der Cashflow-Stabilität ist das wichtigste Element bei der Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit von Projektfinanzierungen.

Nachhaltigkeit der Projekt-Cashflows

Vertragliche und strukturelle Schwächen sowie Fristenkongruenzen können zu instabilen Projekt-Cashflows führen

EHR bewertet die Nachhaltigkeit und Prognosegüte der Projekt-Cashflows auf der Basis rechtlicher, regulatorischer und vertraglicher Rahmendaten während der Finanzierungsperiode. Hierbei werden insbesondere die Sensitivitäten dieser Cashflows gegenüber Preis- und Nachfrageschwankungen (Preis- und Mengenrisiken) sowie gegenüber der Volatilität von Aufwendungen (Kostenrisiken) analysiert. Zu diesem Zweck greift EHR regelmäßig auch auf externe Gutachten zurück (z. B. Ertrags- und Rechtsgutachten, Marktpreisprognosen). Darüber hinaus bewertet EHR die Planungssicherheit von Erträgen und Aufwendungen aus dem Projekt, insbesondere im Hinblick auf ein mögliches Ungleichgewicht bei Erträgen und Aufwendungen. Diese könnten sich beispielsweise aus vertraglichen und strukturellen Schwächen sowie aus Fristenkongruenzen ergeben.

Analyse von Risiken bzgl. Betriebsunterbrechungen

Vertragliche Schwächen können vorliegen, wenn in einem ein Projekt trotz Risiken bei der Rohstoff- und Anlagenverfügbarkeit feste Lieferverpflichtungen vereinbart worden sind. Strukturelle Schwächen bestehen dann, wenn die Projektgesellschaft bei festen Lieferverpflichtungen externen Preis- und Verfügbarkeitsrisiken unterliegt. In diesem Zusammenhang können auch Währungsrisiken eine wichtige Rolle spielen (Transaktionsrisiken). Fristenkongruenzen umfassen

diejenigen Fälle, bei denen Investitionskosten nur zeitverzögert durch entsprechende Erträge kompensiert werden können (zum Beispiel in regulierten Bereichen).

Technische und operative Risiken

Analyse der technologischen Komponenten und der Qualität von Projektpartnern

Technische oder operative Risiken können zu Ausfällen bzw. Betriebsunterbrechungen bei der Cashflow-generierenden Einheit (CGU) führen und somit das Projekt erheblich schwächen. Insbesondere bei fehlender Diversifizierung kann es in der Folge zu Umsatzausfällen, höheren Aufwendungen, höheren Investitionsausgaben und / oder Vertragsstrafen im Rahmen von Abnahmeverträgen kommen.

Technische und operative Risikoelemente ergeben sich unter anderem durch projektspezifische Eigenschaften und Konstruktionsmerkmale. EHR bewertet unter anderem technische Konzepte, technologische Komponenten und Prozesse sowie die Qualität von Projektpartnern (z. B. die Einsatzbereitschaft und Erfahrung von Sponsoren und externen Dienstleistern). Hierbei wirkt sich der Einsatz hinreichend erprobter Technologien und Prozesse (z. B. durch historische Erfahrungswerte), ausgereifter Produktionsverfahren sowie hinreichend erfahrener Betreiber risikomindernd aus. So können sich beispielsweise im Rahmen von Windpark- oder Photovoltaikprojekten Produkt- und Performancegarantien, wie sie von den Herstellern der Anlagen oft angeboten werden, positiv auf die Bewertung auswirken, da technische Kernkomponenten der Anlagen einen Großteil der Projektkosten darstellen und einen entscheidenden Einfluss auf die Erträge haben.

Technische Risiken	Operative Risiken
<ul style="list-style-type: none"> Historische Erfahrungswerte, Track-Record Komplexität, insbesondere hohe Anforderungen an Verfügbarkeit, Qualität der Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe Höhe der Erhaltungsinvestitionen 	<ul style="list-style-type: none"> Erfahrungen / Qualität des Projektbetreibers Engagement der Eigenkapitalgeber

Eventrisiken

Eventrisiken bergen erhebliche Risiken für Projektfinanzierungen

Unvorhergesehene Ereignisse können zu erheblichen Planabweichungen bei den Erträgen und Aufwendungen führen, welche je nach Art und Struktur des Projektes nicht oder nur teilweise kompensierbar sind. Im schlimmsten Fall können unvorhergesehene Ereignisse sogar zu einem Totalausfall führen.

Eventrisiken	Bewertungsparameter
<ul style="list-style-type: none"> Änderungen im Regulierungsumfeld, im Steuerrecht und in der Gesetzgebung Force Majeure Events Lieferunterbrechungen bei den Roh- Hilfs- und Betriebsstoffen Störungen im Absatzmarkt und in der Infrastruktur Beschädigung oder Zerstörung von projektbasierten Vermögensgegenständen Unterbrechungen beim Versicherungsschutz 	<ul style="list-style-type: none"> Anzahl möglicher Eventrisiken Eintrittswahrscheinlichkeit der Eventrisiken Value at Risk der Eventrisiken

Gewichtung

Analystenbasierte Gewichtung der Teilbereiche

Zur Bewertung des Projektrisikos erfolgt eine analystenbasierte Gewichtung der Teilbereiche Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftlichkeit, Cashflow-Stabilität sowie Eventrisiken. Entscheidend ist hierbei, welche Merkmale als wesentlich für die zukünftige Entwicklung des Projektes angesehen werden. Aus dieser Gewichtung folgt die Einordnung des Projektrisikos in fünf Bewertungskategorien:



Finanzrisiko

Analyse des Financial Models und historischer Daten

Die Grundlage für die Finanzanalyse bildet das durch die Projektinhaber (Sponsoren) erstellte Financial Model, das die gesamte Projektentwicklung abdeckt (einschließlich Konstruktionsphase, Betriebsphase und ggf. Rückbauphase). Eine ggf. vorhandene Projekthistorie wird im Wesentlichen anhand von Jahres-, Quartals- oder Monatsreportings bewertet. Die Einschätzung der finanziellen Flexibilität erfolgt insbesondere über die Analyse künftig erzielbarer Free-Cashflows sowie der verfügbaren Liquidität (inklusive Reservekonten für Kapitaldienst und Wartungen).

Kritische Würdigung der Modellparameter und Stressszenario-Analyse des Financial Models

Das durch die Projektinhaber zur Verfügung gestellte Financial Model wird durch die Analysten plausibilisiert und zunächst hinsichtlich der Kapitaldienstfähigkeit und Finanzierungsstruktur analysiert. Die Bewertung der auf dieser Basis ermittelten Kennzahlen erfolgt anhand eines EHR-internen Kennzahlenschemas. Die Projektinhaber stellen darüber hinaus detaillierte Informationen zum Financial Model sowie zu den zugrunde gelegten Annahmen zur Verfügung. Hierbei werden alle wesentlichen Modellparameter einer kritischen Würdigung unterzogen und die Auswirkung verschiedener Stressszenarien oder Simulationsrechnungen auf die Kapitaldienstfähigkeit untersucht. Hierbei sollen die Stressszenarien bzw. die Wahrscheinlichkeitsverteilung simulierter Parameter den Mindestanforderungen von EHR bzgl. relevanter Kennzahlen standhalten.

Kapitaldienstfähigkeit

DSCR in Abhängigkeit vom Projektrisiko und von Liquiditätsreserven

Bei der Bewertung der projektbasierten Cashflow-Entwicklung berücksichtigen wir deren Fähigkeit zur Kapitaldienstdeckung für alle Zins- und Tilgungsleistungen. Die Bewertung der Kapitaldienstfähigkeit erfolgt hierbei insbesondere auf Basis der Debt Service Coverage Ratio (DSCR). In Abhängigkeit vom Projektrisiko (vgl. Kapitel Projektrisiko) nehmen die Anforderungen an die Mindest- und Durchschnittshöhe sowie die Stabilität dieser Kennzahl zu oder ab. Liquidität aus dem Kapitaldienst- oder Wartungsreservekonto werden hier nicht in die Berechnung der Kapitaldienstfähigkeit einbezogen. Für diese Konten gelten einzelfallspezifische Mindestanforderungen (z. B. 6 Monate Kapitaldienst bzw. Wartungsbudget). Abweichungen von diesem Standard können unter Umständen die Anforderungen an den DSCR erhöhen bzw. verringern.

Bewertung der Eigenkapitalquote, Verschuldung und Tilgungsstruktur

Neben der Kapitaldienstfähigkeit ist auch die Bewertung der Finanzierungsstruktur ein wichtiger Bestandteil der Analyse. Eine wesentliche Rolle spielt hierbei die Höhe des Eigenkapitalanteils der Projektinhaber bzw. Sponsoren in Relation zur Höhe der Verschuldung sowie die Bewertung der geplanten Tilgungsstruktur. Projektfinanzierungen basieren regelmäßig auf den Cashflows zeitlich befristeter Konzessionen, Rechte oder Lizenzen (zum Beispiel Projektrechte oder regulierte Preise) mit unsicheren Annahmen für Zeiträume nach Ablauf solcher Fristen. Bei vollständiger Tilgung der Projektfinanzierung innerhalb regulierter (Förder-)Zeiträume stellen wir deshalb geringere Anforderungen an den DSCR als bei einer Teilamortisation.

Bewertung der Anschlussfinanzierungsrisiken

Bei einer Teilamortisation wird darüber hinaus die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Anschlussfinanzierung bewertet. Hierbei müssen Annahmen über den zukünftigen Nettobarwert des Projektes im Zeitpunkt der Anschlussfinanzierung getroffen werden. Eine erfolgreiche Anschlussfinanzierung ist unter anderem abhängig von der Höhe der Restschuld, der weiteren Verfügbarkeit von Projektrechten, Konzessionen und Lizenzen sowie der Marktentwicklung, dem technischen Fortschritt oder stillen Reserven. EHR bewertet die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Anschlussfinanzierung unter anderem mit Hilfe von Cashflow-Modellen oder auf Basis von stichtagsbezogenen Multiplikatoren (z. B. EBITDA-Multiplikatoren).

Wesentliche Kennzahlen zur Bewertung der Kapitaldienstfähigkeit:

Kennzahlen	Parameter
<ul style="list-style-type: none"> Kapitaldienstdeckungsgrad (DSCR) Cashflow-Deckung Loan Life Coverage Ratio (LLCR) 	<ul style="list-style-type: none"> CFADS / (Zins + Tilgung) FFO / Gesamtverschuldung Barwert künftiger Cashflows / Restschuld

Stressszenario-Analyse

Kritische Würdigung wesentlicher Modellparameter und Ableitung von Stressszenarien

Im Rahmen der erweiterten Analyse des Basisszenarios werden alle wesentlichen Modellparameter einer kritischen Würdigung unterzogen und die Auswirkungen hieraus abgeleiteter Stressszenarien auf die Kapitaldienstfähigkeit untersucht. In diesen Szenarien werden Abweichungen wesentlicher Erträge und Aufwendungen simuliert. Gegenstand dieser Abweichungsanalyse können beispielsweise Simulationsrechnungen hinsichtlich divergierender Preis- und Mengenentwicklungen sein. Hierbei wird maßgeblich das Ziel verfolgt, die Sensitivität der Projekt-Cashflows zu messen und zu bewerten, insbesondere gegenüber den möglichen Eventrisiken, technischen Risiken und operativen Risiken (vgl. Kapitel Projektrisiko).

Erkenntnisse über Nachhaltigkeit und Stabilität der Kapitaldienstfähigkeit

Im Bereich der Erneuerbaren Energien gehören hierzu z. B. Simulationen zu der Höhe der Wartungsaufwendungen und Energieproduktion. Die Einschätzung von EHR basiert hierbei grundsätzlich auf konservativen Szenarien mit entsprechend hohen Eintrittswahrscheinlichkeiten. In Abhängigkeit vom Grad der Projektdiversifizierung und der Simulationsparameter können die Mindestanforderungen an die Eintrittswahrscheinlichkeit in Abhängigkeit vom ermittelten Projektrisiko variieren. Für ausgewählte Variablen werden darüber hinaus konkrete Break-Even-Werte (DSCR=1,0) ermittelt. Die Ergebnisse der Szenarioanalyse liefern wesentliche Erkenntnisse in Hinblick auf die Stabilität und Nachhaltigkeit der Kapitaldienstfähigkeit während der Projektlaufzeit.

Wesentliche Instrumente der Stressszenario-Analyse sind:

Instrumente

- Marktpreisszenarien, Inflation, Zinsen (z. B. Pöyry-/IHS-/CERA-Szenarien)
- Nachfrage- / Bedarfsszenarien
- Wahrscheinlichkeitsverteilungen / Monte-Carlo-Simulation
- Break-Even-Analyse (Zielwertsuche DSCR=1,0)
- Eventrisiken und Eintrittswahrscheinlichkeiten
- Kombination verschiedener Stressszenarien

Gewichtung

Deckungs-Kennzahlen mit höchster Gewichtung

Bei der Bewertung des Finanzrisikos werden insbesondere die Erkenntnisse aus der Szenarioanalyse genutzt. Die Auswirkungen auf die Deckungs-Kennzahlen haben dabei die höchste Gewichtung. Die Einordnung des Finanzrisikos erfolgt in sechs Bewertungskategorien:



Anker-Rating

Gewichtung der Risikoprofile

Auf der Grundlage der Einschätzung des Projekt- und Finanzrisikos wird das Anker-Rating für das jeweilige Projekt bestimmt. Das Anker-Rating führt das Projekt- und Finanzrisiko zu einem (Teil-)Rating zusammen. Mögliche operationelle Risiken oder externe Einflüsse durch den öffentlichen Sektor bleiben hierbei zunächst unberücksichtigt.

EHR-Ratingmatrix

Asymmetrische Gewichtung von Projekt- und Finanzrisiko

Durch die vorangegangene Bewertung der beiden Risikoprofile wird das Anker-Rating bestimmt. Die Gewichtung der Risikoprofile hängt im Wesentlichen von der Ausprägung des Finanzrisikos ab. Bei einem erhöhten Finanzrisiko des betrachteten Projekts ist das Finanzrisikoprofil für die Herleitung des Anker-Ratings von wesentlicher Bedeutung, bei einem geringeren Finanzrisiko nimmt die Bedeutung des Projektrisikos zu. Daraus ergibt sich eine asymmetrische Gewichtung. Für ein Anker-Rating im Investmentgrade sind daher insbesondere die Anforderungen an das Finanzrisikoprofil entsprechend hoch. In diesem Zusammenhang führt ein erhöhtes Finanzrisiko in der Regel zu einem (teilweise deutlich) unterdurchschnittlichen Anker-Rating.

Die Gewichtung des Projekt- und Finanzrisikoprofils erfolgt über die EHR-Ratingmatrix, in der die jeweiligen Bewertungen der Risikoprofile zu einem Anker-Rating verdichtet werden:

Projektrisiko	Finanzrisiko					
	sehr gering	gering	moderat	leicht erhöht	erhöht	stark erhöht
sehr gering	AAA / AA+	AA	A-	BBB-	BB-	B-
gering	AA	A+	BBB+	BB+	B+	CCC
moderat	AA-	A	BBB	BB	B	CCC-
leicht erhöht	A	BBB+	BB+	BB-	B-	CC
stark erhöht	BBB	BB+	BB-	B	CCC+	C

Die Matrix dient den Analysten als Anhaltspunkt. Begründete einzelfallbezogene Abweichungen von dieser Vorgehensweise sind somit grundsätzlich möglich.

Stand-Alone-Rating

Operationelle Risiken

Operationelle Risiken werden unabhängig vom Projekt- und Finanzrisiko identifiziert und bewertet. Diese beziehen sich hierbei vorrangig auf die projektspezifischen Strukturen und Prozesse.



Bewertung der Projektierungs-, Bau- und Vermarktungsrisiken

Die Existenz typischer Projektierungs-, Bau- und Vermarktungsrisiken führt regelmäßig zu einer negativen Modifizierung des Anker-Ratings. Die Voraussetzungen hierfür können nach planmäßiger Fertigstellung und erfolgreichem Anlauf des Projektes wiederum entfallen. Bei der Bewertung werden insbesondere Instrumente zur Begrenzung der typischen Risiken aus Baukostenüberschreitungen, Zeitverzögerungen, Anlaufschwierigkeiten oder Liquiditätsengpässen während der Bauphase analysiert.

Bewertung der Beziehungen aller Projektbeteiligungen zueinander

Bei der Bewertung des Managements werden insbesondere Personenabhängigkeiten sowie die Qualifikation externer Stakeholder analysiert. Bei Bedarf werden auch die Regelungen zur Corporate Governance kritisch bewertet. Hierbei stehen insbesondere die Interessen-, Aufsichts- und Anreizstrukturen sowie die Transparenz der Projektsituation und -entwicklung für externe Stakeholder im Vordergrund. Steuerungsfähigkeit, Transparenz, Effizienz und Nachhaltigkeit bilden den Fokus im Rahmen der Analyse der Organisation. Im Bereich der Planungs- und Steuerungsinstrumente wird bewertet, inwieweit die vorhandenen Planungs- und Steuerungsinstrumente sowie das Risikomanagementsystem den Projektbeteiligten eine angemessene Entscheidungsgrundlage für die Projektsteuerung bieten.

Analyse des Wertschöpfungsprozesses und rechtlicher Risiken

Bei der Analyse der leistungswirtschaftlichen Prozesse wird die Effizienz und Flexibilität der projektspezifischen Wertschöpfungsprozesse bewertet. Vor dem Hintergrund der jeweiligen Projektstruktur werden die Kontrahentenrisiken wichtiger Dienstleister sowie weitere Transaktionsrisiken bewertet (z. B. durch Rechts- und Steuergutachten). Bei der Bewertung von rechtlichen Risiken sind insbesondere Risiken aus laufenden Rechtsstreitigkeiten oder -verfahren von Bedeutung.

Modifizierung 1

Stand-Alone-Rating als Modifizierung des Anker-Ratings

Im Hinblick auf die Bewertung der operationellen Risiken und eine gegebenenfalls vorzunehmende Modifizierung des Anker-Ratings besteht die Grundannahme, dass sämtliche internen Strukturen und Prozesse angemessen von den Projektbeteiligten beherrscht werden, sodass sich eine entsprechende Modifizierung in der Regel negativ auswirken wird. Das Ausmaß dieser Modifizierung wird individuell und analytensbasiert bestimmt und kann gegebenenfalls zu erheblichen (negativen) Anpassungen führen. In begründeten Einzelfällen kann die Modifizierung in einer geringfügigen Verbesserung des Stand-Alone-Ratings resultieren.

Als Ergebnis der Modifizierung 1 ergibt sich das Stand-Alone-Rating, das eine Aussage über das eigenständige Rating des jeweiligen Projektes trifft.

Projektrating

Öffentlicher Sektor

Ausgehend vom Stand-Alone-Rating kann die Bonität des zu bewertenden Projektes durch einen öffentlichen Hintergrund beeinflusst werden

Einfluss durch den öffentlichen Sektor

Bestehen qualifizierte Stimm- bzw. Kontrollrechte oder sind die Inhaber des Projektes mehrheitlich dem öffentlichen Sektor zuzuordnen, werden mögliche ratingbeeinflussende Sachverhalte überprüft. Hierbei ist zu unterscheiden, ob ein direkter / rechtlicher Einfluss besteht oder sich aus der vorhandenen Bedeutung des Projektes ein indirekter / faktischer Einfluss ableiten lässt. Bei einem faktischen Einfluss wird anhand verschiedener Kriterien einzelfallbezogen die Wahrscheinlichkeit und Fähigkeit abgeschätzt, dass gegebenenfalls temporäre Interventionen durch den öffentlichen Sektor unternommen werden.

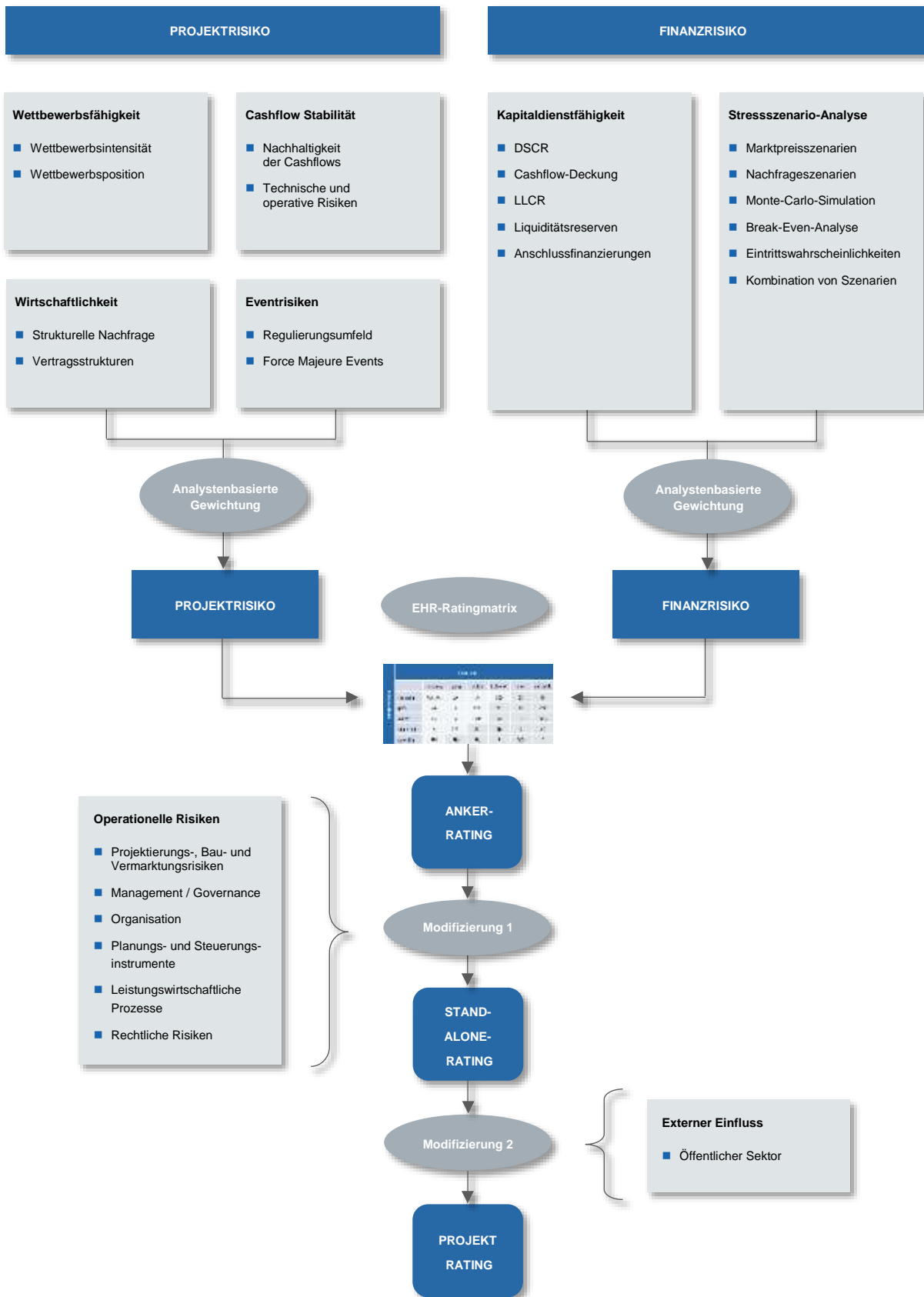
Modifizierung 2

Projektrating als Ergebnis der Modifizierung des Stand-Alone-Ratings

Nach der Bewertung möglicher externer Einflüsse durch den öffentlichen Sektor wird die entsprechende Modifizierung des Stand-Alone-Ratings vorgenommen. In Abhängigkeit der jeweiligen Ausgestaltungen kann die Modifizierung positiv oder negativ ausfallen. Ausschlaggebend ist hierbei auch das Rating des öffentlichen Sektors. Das jeweilige Ausmaß der Modifizierung wird grundsätzlich einzelfallbezogen und analytensbasiert festgelegt.

Als Ergebnis der Modifizierung 2 ergibt sich abschließend das Projektrating, das eine Aussage über die Bonität des jeweiligen Projektes bzw. der jeweiligen Projektgesellschaft trifft.

Anlage 1: Herleitung Projektrating (allgemein)



Anlage 2: Definition Finanzkennzahlen

Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

DSCR
Zähler
Cash Flow Available for Debt Service (CFADS): Cashflow aus laufender Projektstätigkeit - wesentliche Wartungsaufwendungen
Nenner
Kapitaldienst: Zins- und Tilgungsleistungen

Annual Debt Service Coverage Ratio (ADSCR)

ADSCR
Zähler
Annual Cash Flow Available for Debt Service (ADCSR): Cashflow aus laufender Projektstätigkeit (p. a.) - wesentliche Wartungsaufwendungen (p. a.)
Nenner
Kapitaldienst (p. a.)

Loan Life Coverage Ratio (LLCR)

LLCR
Zähler
Net Present Value of Cash flow Available for Debt Service: Barwert künftiger CFADS
Nenner
Restschuld

FFO / Total Debt
Zähler
Funds from Operations (FFO): CFADS - Zinsaufwendungen
Nenner
Restschuld + Leasingverbindlichkeiten

Kontakt:

Torsten Schellscheidt
Senior Rating Analyst

Matthias Peetz
Senior Rating Analyst

Euler Hermes Rating GmbH

Friedensallee 254
22763 Hamburg
Tel.: +49 (0) 40 88 34 - 640
Fax: +49 (0) 40 88 34 - 6413
Website: www.ehrg.de
E-mail: torsten.schellscheidt@eulerhermes-rating.com
E-mail: matthias.peetz@eulerhermes-rating.com

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 SUBSEQUENT 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