Creditreform Rating AG

Rating Sub-Methode

Rating von Unternehmensemissionen

Übersetzung

Creditreform Rating

Neuss, 15. April 2026

Creditreform Rating

Inhaltsverzeichnis

1 EINLEITUNG 3

1.1 ALLGEMEINER HINTERGRUND 3

1.2 ÄNDERUNGEN ZUM METHODENPAPIER RATING VON UNTERNEHMENSEMISSIONEN V.2.0 3

2 ANWENDUNGSBEREICH 3

3 RATING METHODIK 4

3.1 METHODISCHER ANSATZ 4

3.2 EMITTENTENRATINGS VON BB- UND BESSER (NOTCHING-ANSATZ) 5

3.2.1 Rangigkeit (Seniorität) 6

3.2.2 Besicherung 7

3.2.3 Garantien 10

3.2.4 Covenants, Zusicherungen und Gewährleistungen 11

3.2.5 Strukturelle Nachrangigkeit 12

3.2.6 Weitere instrumentenspezifische Risiken und Emissionsmerkmale 13

3.2.6.1 Wirtschaftliche, regulatorische und politische Besonderheiten 14

3.2.6.2 Liquiditätsunterstützende Elemente 14

3.2.6.3 Strukturelle Merkmale der Emission 14

3.2.6.4 Eingeräumte Optionsrechte 15

3.2.6.5 Cashflow-Sicherungsmechanismen bei projektbasierten Emissionen 15

3.3 EMITTENTEN MIT RATINGS VON B+ UND SCHLECHTER (RECOVERY RATING-ANSATZ) 16

3.3.1 Grundlage und Zielsetzung 16

3.3.2 Vorgehensweise 16

3.3.2.1 Festlegung des Ausfallszenarios 17

3.3.2.2 Bewertung des Emittenten 17

3.3.2.3 Bestimmung der Gläubigerforderungen 18

3.3.2.4 Verteilung der Vermögenswerte und Cashflows 19

3.3.2.5 Zuweisung des Recovery Ratings und Notching 19

4 ZUSÄTZLICHE HINWEISE 20

Übersetzung

1 Einleitung

1.1 Allgemeiner Hintergrund

Um die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Ratings der Creditreform Rating AG (CRA) gegenüber Unternehmen, Investoren und der Öffentlichkeit zu gewährleisten, wird die vorliegende Sub-Methodik „Rating für Unternehmensemissionen“ für die Bewertung von Unternehmens- und Projektfinanzierungen offengelegt. Die Methodik wird bei Änderungen der zugrunde liegenden Verfahren aktualisiert. Grundlage für die Anwendung der hier vorgestellten Methodik ist das Vorhandensein eines Ratings des zugehörigen Emittenten. Wir verweisen dazu auf die jeweiligen Methoden. Jedes CRA-Rating basiert auf definierten Grundlagen und Prinzipien (z. B. Ratingprozess, grundlegende Verfahren, festgelegte Ratingskalen und -zusätze). Diese Methoden, die für sie geltenden Grundlagen und Prinzipien der Ratingerstellung sowie der CRA-Verhaltenskodex sind öffentlich auf unserer Website www.creditreform-rating.de zugänglich.

1.2 Änderungen zum Methodenpapier Rating von Unternehmensemissionen v.2.0

Die vorliegende Systematik „Rating von Unternehmensemissionen“ in der Version 3.0 stellt die überarbeitete Vorgängersystematik vom März 2024 dar. Im Folgenden werden die wesentlichen Änderungen dargestellt:

- Erweiterung der Systematik auf Emissionen von Projektgesellschaften
- Inhaltliche Änderung und Ergänzungen in Gliederungspunkten mit teils veränderten Kapitelüberschriften und Einführung neuer Gliederungspunkte
- Umgliederung von Inhalten wie der Einordnung der Notching-Kriterien
- Diverse ergänzende Erläuterungen und Klarstellungen (z.B. zum Wesen des Notchings)
- Änderung in der Tabelle „Notching-Bereiche“ (Guideline) für die Ränge (Super-) Senior Unsecured der Ratingklassen A/BBB und BB; Präzisierung des möglichen Notchings und der Kriterien
- Redaktionelle bzw. sprachliche Überarbeitung

2 Anwendungsbereich

Die vorliegende Methodik definiert den allgemeinen analytischen Rahmen für Rating von Unternehmensemissionen. Ein CRA-Rating von nicht-finanziellen Unternehmens- oder Projektfinanzierungsinstrumenten (nachfolgend auch Emissionsrating) bezieht sich auf eine bestimmte Emission eines wirtschaftlich aktiven Unternehmens oder einer Projektgesellschaft (im folgenden auch Emittent genannt) unter

Übersetzung

Berücksichtigung einer eventuell bestehenden Konzernstruktur. Die Kreditqualität solcher Emissionen wird nach dieser Methodik analysiert und das Ergebnis in eine Ratingnote transformiert. Die Beurteilung von Eigenkapital und Eigenkapitalinstrumenten ist in dieser Methode nicht inkludiert.

Im Rahmen dieser Methodik werden als Emissionen verbriefte Fremd- oder Hybridkapitalinstrumente bzw. Schuldverschreibungen wie Anleihen und Genussscheine verstanden, die der Finanzierung eines Emittenten dienen. Darüber hinaus sind Finanzierungsinstrumente wie Darlehen und Schuldscheindarlehen mittels dieser Methode beurteilbar. Kreditinstitute und deren Emissionen sind durch diese Methode nicht abgedeckt. Wir verweisen hierzu auf die entsprechenden separaten Methodenpapiere der CRA. Ebenso sind Miet- und Leasingverbindlichkeiten in dieser Methode nicht inkludiert.

Ohne Anwendung dieser Methodik kann kein Rückschluss vom Emittentenrating auf ein Emissionsrating gezogen werden.

3 Rating Methodik

3.1 Methodischer Ansatz

CRA trifft ihre Aussagen auf Grundlage dieser Ratingmethodik mit einheitlichen Analyseverfahren, in der emittenten- und emissionsspezifische (Risiko-)Faktoren mithilfe qualitativer und quantitativer Ansätze analysiert werden.

Dabei konzentriert sich CRA insbesondere auf folgende Analysebereiche:

- Rangigkeit (Seniorität)
- Besicherung
- Garantien
- Covenants, Zusicherungen und Gewährleistungen inkl. Cashflow Schutzmechanismen
- Strukturelle Nachrangigkeit
- Weitere instrumentenspezifische Risiken und Emissionsmerkmale

Ausgangspunkt für das Rating eines Finanzinstruments ist in der Regel das Rating des Emittenten. Für Emittentenratings der Klassen AAA und AA wird in der Regel kein Notching zur Bestimmung des Emissionsratings angewendet. In diesem Skalenbereich sind die Ratings des Emittenten und der Emission in der Regel gleich. Ab Ratingstufe A+ (bis einschließlich BB-) erfolgt das Notching auf Basis des individuellen Risikoprofils der Emission. Für Ratings ab B+ und darunter wird, wegen der Ausfallnähe des Ratings,

Übersetzung

ein methodeninternes Recovery Rating in sechs Qualitätsstufen ermittelt, das auf der erwarteten Rückzahlungsquote (Recovery Rate) in einem simulierten Ausfallszenario basiert. Wesentlich für die Einstufung im Recovery Rating ist der Verwertungserlös (Recovery) im Verhältnis zu den noch ausstehenden Gläubigeransprüchen, woraus sich die Recovery Rate berechnet. Aus dieser wird (unter Nebenbedingungen) das Recovery Rating und daraus das Notching abgeleitet.

Als Notching wird die gezielte Anpassung eines Ratings von einem Referenzrating bezeichnet. Im Falle eines Fremdkapitalinstruments (z. B. einer Anleihe) erfolgt die Verwendung des Begriffs, wenn das Emissionsrating (z.B. BBB+) vom Emittentenrating (z.B. BBB), abweichend festgestellt wird, z.B. aufgrund der vertraglichen Ausgestaltung des Finanzinstruments, die bei einem positiven Notching in der Regel die finanzinstrumentenspezifischen Gläubiger besserstellt. Dies dient dazu, risikobezogene Unterschiede zwischen verschiedenen Forderungsebenen (z.B. erstrangig besichert, erstrangig unbesichert, nachrangig, vertragliche Besonderheiten (z. B. Sicherheiten, Covenants) oder einen strukturellen Nachrang angemessen zu berücksichtigen.

Tabelle 1: Übersicht der grundlegenden methodischen Ansätze im Emissionsrating

Emittenten-/Garantenrating:	Ansatz:
AAA bis AA-	In der Regel kein Notching
A+ bis BB-	Notching-Ansatz
B+ bis C	Recovery Rating-Ansatz

3.2 Emittentenratings von BB- und besser (Notching-Ansatz)

Auf Grundlage des Emittentenratings werden die nachfolgend beschriebenen Notching-Kriterien zur Ableitung des Emissionsratings angewendet. Gemäß den beschriebenen Wirkungen der Faktoren und je nach Struktur der Emission kann das Emissionsrating dem Emittentenrating entsprechen bzw. darüber oder darunter liegen.

Ein Notching im Rahmen dieser Methode dient dazu, zusätzliche kreditqualitätsrelevante Faktoren einzupreisen, die durch das Emittentenrating nicht (vollständig) abgedeckt sind. Solche Risiken werden jedoch erst in den mittleren und unteren Ratingstufen zunehmend relevant. Emittenten mit einem Rating im Bereich AAA bis AA- weisen eine hohe finanzielle Stabilität auf. Der Grenznutzen eines systematischen Notchings in Bezug auf die Emission dieser Kreditqualität ist sehr gering und führt mitunter zu einer Überinterpretation der Gläubiger hinsichtlich des Risikounterschieds. Dies, zumal der erwartete Verlust (Expected Loss), aufgrund der geringen Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default; PD), defacto marginal ist. Insofern ist eine Unterscheidung nach weiteren Notchingfaktoren wie z.B. Rangigkeit, Garantie, Sicherheiten und strukturellen Risiken nicht mehr ausschlaggebend. CRA legt höheren Wert auf

Übersetzung

eine Differenzierung dort, wo Notching nicht marginal ist, sondern den größeren Nutzen in Form von Informationsgewinnen für die Gläubiger bietet und die größten Auswirkungen auf die Verlustverteilung und -schwere stattfindet – vor allem in mittleren und unteren Ratingskalenbereichen (A+ bis BB-).

Die folgende Tabelle zeigt die Ausprägung für das maximal anzuwendende positive oder negative Notching für Emissionen, ausgehend von einem Emittentenrating von BB- oder besser, unter Anwendung der in den nachfolgenden Kapiteln beschriebenen Notching-Kriterien (wie z.B. Rangigkeit, Sicherheit, Garantie etc.). Es werden nicht zwangsläufig alle theoretisch möglichen Notchings über die Einzelkriterien addiert.

Tabelle 2: Übersicht Notching-Bereiche (Guideline)

Ratingklasse Emittent	(Super-)Senior Secured	(Super-)Senior Unsecured[1]	Subordinated
AAA/AA	In der Regel kein Notching	In der Regel kein Notching	In der Regel kein Notching
A / BBB	0 bis 2 Notches (Hard cap bei AA-)	-1 bis 2 Notch (Hard cap at AA-)	-2 bis 0 Notches
BB	0 bis 3 Notches	-1 bis 2 Notch	-2 bis 0 Notches

3.2.1 Rangigkeit (Seniorität)

Die vertragliche oder gesetzliche Rangigkeit der Gläubigeransprüche regelt die Verteilung der Vermögenswerte und Zahlungsströme, insbesondere im Falle eines Ausfalls. CRA verwendet dabei eine Rangfolgen-Logik (Wasserfall-Modell), die von den ranghöchsten Forderungen (z. B. Sozialabgaben, Steuern) bis hin zum Eigenkapital reicht. Der Rang der Verbindlichkeiten bestimmt die vorrangige oder nachrangige Bedienung von Gläubigern und wird nachfolgend dargestellt:

1. Alle zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs oder des Insolvenzverfahrens erforderlichen Kosten, einschließlich Personalkosten und Sozialversicherungsbeiträge, Pensionsverpflichtungen, Steuern und sonstige gesetzlich oder vertraglich vorrangige Forderungen, ausgenommen Fremdkapital

[1] In den Ratingklassen A/BBB und BB ist ein Notching von +2 nur in der Kombination Super Senior Unsecured (+1 Notch) in Verbindung mit einer zusätzlichen, werthaltigen Garantie (+1 Notch) gemäß Kapitel 3.2.3 möglich. Senior unsecured Debt ist hingegen auf einen Notching-Bereich von -1 bis 1 begrenzt.

Übersetzung

2. Fremdkapital mit erstrangigen dinglichen Sicherheiten[2] (First Lien)
3. Fremdkapital mit nachrangigen dinglichen Sicherheiten (Second Lien)
4. Vorrangiges unbesichertes Fremdkapital (Super Senior Debt)
5. Nicht nachrangiges, unbesichertes Fremdkapital (Senior Debt)
6. Nachrangiges, unbesichertes Fremdkapital (Subordinated Debt)
7. Mezzanine- oder Hybridkapital
8. Eigenkapital

Wenn der Verwertungserlös (Recovery) aus einer dinglichen Sicherheit nicht zur vollständigen Bedienung der besicherten Forderung ausreicht, nimmt diese Forderung mit ihrem eventuellen Restbetrag ihren vertraglich fixierten (oder gesetzlich vorgegebenen) Rang im Wasserfall ein. Daher ist im Analyseprozess, neben den dinglichen Sicherheiten (siehe Punkt 3.2.1.2), insbesondere die Rangstellung der Verbindlichkeiten zu bewerten, aus der sich ein positives Notching für Super Senior Debt oder ein negatives Notching für nachrangige Verbindlichkeiten ergibt.

Unter Berücksichtigung der vorgenannten Konstellationen wird für eine spezifische Emission eingeschätzt, welcher Anteil der Verwertungserlöse zur Bedienung der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen des Finanzinstruments zur Verfügung steht.

Hinsichtlich einer möglichen strukturellen Rangigkeit verweisen wir auf den Gliederungspunkt 3.2.5.

3.2.2 Besicherung

Sicherheiten stärken die Rückzahlungsquote (Recovery Rate) der begünstigten Gläubiger im Falle eines Zahlungsausfalls direkt – unabhängig von der vertraglichen oder gesetzlichen Rangstellung.

Sicherheiten können dabei in unterschiedlicher Form und Qualität vorliegen, etwa in Form von Grundpfandrechten, verpfändeten Forderungen, Sicherungsabtretungen oder treuhänderisch verwalteten Projektkonten. Sicherheiten werden sowohl hinsichtlich ihrer rechtlichen Durchsetzbarkeit als auch hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Verwertbarkeit im Ausfallszenario analysiert.

[2] Dingliche Sicherheiten sind konkrete Sachwerte oder Rechte auf die ein Kreditnehmer (i.d.R. bei Zahlungsverzug des Schuldners) zur Befriedigung seiner Ansprüche zugreifen kann. Diese sind von Garantien (Personalsicherheiten) zu unterscheiden, welche unter 3.2.3 behandelt werden.

Übersetzung

CRA kann ein positives Notching berücksichtigen, wenn Forderungen mit Sicherheiten unterlegt sind. Dabei wird der von CRA angenommene Verwertungserlös aus der Sicherheit ins Verhältnis zu den Gläubigeransprüchen gestellt, woraus sich die Rückzahlungsquote ergibt. Geschäftsanteile an der Emittentin selbst werden von CRA nicht als Sicherheit betrachtet, da CRA für diese im Ausfall keinen hinreichenden Wert annimmt. Die Bewertung der Sicherheiten erfolgt unter der Annahme eines individuellen Stressszenarios. Je höher die Werthaltigkeit der Sicherheit von den Analysten eingeschätzt wird, desto geringer ist der Abschlag auf ihren Marktwert. CRA greift dabei auf eigene Annahmen und Berechnungen zurück und stützt sich, sofern vorhanden, auf Gutachten. Die Begrenzung eines Up-Notchings auch bei „voller Absicherung" (erwartete Recovery Rate von 100%) hat folgende Gründe:

- Eine hohe Rückzahlungsquote aus der Sicherheit senkt das Verlustrisiko der Gläubiger im Ausfall, nicht aber die Ausfallwahrscheinlichkeit, die nach Ansicht von CRA im Emissionsrating als Parameter verbleiben soll.
- Gläubiger verleihen Kapital grundsätzlich mit der Absicht störungsfrei Zinseinnahmen zu generieren und bei Fälligkeit der Forderung das verliehene Kapital vollständig und fristgerecht zurückzuerhalten. Die Verwertung von Sicherheit ist nicht der originäre Geschäftszweck und meist mit erheblichem Aufwand und Zeitverzug verbunden. Sicherheiten dienen lediglich der Verlustreduzierung. Im besten Fall erhalten Gläubiger ihr ausstehendes Kapital zurück, erzielen aber aus der Verwertung der Sicherheiten keinen Gewinn/Überschuss.
- In der Praxis ist es erfahrungsgemäß selten, dass Gläubiger ihre Forderung im Stressfall fristgerecht und vollständig zurückerhalten – vor allem barwertig/zeitwertbereinigt (z. B. durch Verfahrensdauer oder Marktzyklen bei Immobilienverwertung). Üblicherweise ist eine 100% Rückzahlungsquote im Ausfallereignis dabei selten. Oft haben Gläubiger durch eine vorzeitige oder verspätete Rückzahlung überdies signifikante Opportunitätskosten zu tragen (z.B. Zinsverlust).

CRA beurteilt den Wert von Sicherheiten in Abhängigkeit von ihrer Art anhand verschiedener qualitativer und quantitativer Kriterien sowie auf Basis von Stresstestszenarien. Sicherheiten können, abhängig von ihrer Ausgestaltung oder ihres Verwertungserlöses (Recovery) ein positives Notching (bis zu +3 Notches in Summe) im Emissionsrating bewirken.

Im Rahmen des Ratingprozesses sind bei besicherten Finanzinstrumenten grundsätzlich folgende Aspekte zu berücksichtigen:

Übersetzung

- Ob der Sicherheitengeber der Emittent selbst oder ein Dritter ist; Sicherheiten des Emittenten sind mitunter anfälliger bei Insolvenz. Drittbesicherungen können das Ausfallrisiko mindern, sofern sie belastbar sind. Sie sollten unabhängig von der Insolvenz des Emittenten rechtlich durchsetzbar sein.
- Wert der Sicherheiten im Stresstest-Szenario; der Wert einer Sicherheit verringert sich oft in einem Stressszenario. Eine individuelle Bewertung unter dem Marktwert ist deshalb im Rating sinnvoll. CRA bewertet Sicherheiten daher unter Berücksichtigung spezifischer Wertabschläge.
- Exklusivität und Beständigkeit der Sicherheiten; sind die Sicherheiten exklusiv oder mehrfach belastet und unterliegen sie z.B. Wertschwankungen, Austausch- oder Anfechtungsrisiken.
- Unabhängigkeit der Cashflow-Generierung der Sicherheiten; sind die Cashflows der Sicherheiten unabhängig vom Emittenten zu vereinnahmen, was die Werthaltigkeit der Sicherheit verbessert.
- Möglichkeit, die Sicherheiten getrennt von anderen Vermögenswerten zu verwerten; können die Sicherheiten einzeln abgegrenzt werden und sind nicht von anderen Vermögenswerten abhängig, die nicht im Sicherheitenumfang enthalten sind.
- Zeitpunkt und rechtlicher Rahmen für die Verwertung durch den Gläubiger; ein zu erwartender komplizierter Zugriff sowie eine schleppende Verwertung im Bedarfsfall sind negativ zu beurteilen.

Eine Besicherung führt grundsätzlich zu einer besseren Kreditqualität im Vergleich zu unbesicherten Emissionen – abhängig vom Umfang der Besicherung bzw. deren Wertverhältnis zu den Gläubigeransprüchen. Dennoch ist auch bei vorhandenen Sicherheiten ein positives Notching nicht zwingend. CRA nimmt ein Notching in Bezug auf die sich durch die angenommene Verwertung von Sicherheiten ergebende Recovery Rate nach folgender Guideline vor:

Tabelle 3: Übersicht Notching-Bereiche bei angenommener Verwertung von Sicherheiten nach Recovery-Rate

Emittentenrating	Nicht nachrangig			Nachrangig
Notching	A+	A bis BBB-	BB+ bis BB-	A+ bis BB-
Notching +1	70% bis 100%	70% bis <100%	50% bis <75%	70% bis <100%
Notching +2	--	100%	75% bis <100%	100%
Notching +3	--	--	100%	--

Ausgehend von A+ des Emittenten mit einem besicherten, nicht nachrangigen Finanzinstrument ist das Notching bei einer Recovery Rate von 70% und größer auf +1 begrenzt (hard cap bei AA-; siehe auch

Übersetzung

Tabelle 2). Dies da CRA im Skalenbereich AA- bis AAA auf ein Notching (auch bei vorliegenden Sicherheiten) grundsätzlich verzichtet. Hintergrund ist, dass Emittenten mit einem Rating von A+ auf Grund einer Besicherung nicht bessergestellt werden sollen als Emittenten mit einem Rating von AA-.

Ausgehend von einem Emittentenrating im Bereich A bis BBB- begrenzt Creditreform das Notching bei einem nicht nachrangigen Finanzinstrument in Bezug auf die Einwertung der Sicherheiten auf +2 Notches, da aufgrund der vergleichsweise geringen Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) in diesem Skalenbereich keine nennenswerte Verbesserung in Bezug auf das Gesamtrisiko durch die Sicherheiten mehr zu erwarten/erreichen ist.

Ausgehend von einem Emittentenrating im Bereich BB+ bis BB- begrenzt Creditreform das Notching bei einem nicht nachrangigen Finanzinstrument in Bezug auf die Einwertung der Sicherheiten auf +3 Notches. Hintergrund für die größere Bandbreite ist, dass das Ausfallrisiko des Emittenten (PD) signifikant höher ist als bei Unternehmen mit Investment Grade Rating, weshalb die Bedeutung der Sicherheiten für die Bedienung der Forderung und die Differenzierung der Risiken im Rating zunimmt (höhere Relevanz der Recovery). Dies begründet auch das positive Notching (+1) bereits bei einer Recovery Rate von 50%.

Bei nachrangigen Finanzierungen sieht CRA ein immanent höheres strukturelles Risiko, was mit einem Notching aufgrund der Rangigkeit von -2 Notches belegt wird. CRA nimmt an, dass auch Sicherheiten dies lediglich ausgleichen können (sollen), weshalb das positive Notching bei Vorhandensein von Sicherheiten auf max. +2 Notches begrenzt wird und das Rating der Emission auf diese Weise das Rating des Emittenten nicht übersteigen kann.

Generell gilt, dass ein unbegrenztes Notching dazu führen könnte, dass Emissionen über das Emittentenrating hinaus in unrealistisch hohe Ratingstufen aufsteigen. Die von CRA vollzogene Begrenzung des Notchings spiegelt die Tatsache wider, dass das strukturelle und operative Risiko auch durch die Sicherheiten nicht vollständig ausgeblendet werden kann.

Wenn Finanzinstrumente nicht besichert sind und auch keine Dritt- oder Ersatzausfallabsicherung bereitgestellt wird, erfolgt die Bedienung der vertraglichen Zahlungsverpflichtungen ausschließlich auf Basis der Verwendung von Cashflows in oben genannter Reihenfolge (siehe 3.2.1.1. Rangigkeit).

3.2.3 Garantien

Garantiegeber können staatliche Stellen, verbundene Unternehmen (z. B. Muttergesellschaften), Banken oder andere Drittparteien sein. Von zentraler Bedeutung für die Bewertung ist die Bonität des Garantiegebers, die Reichweite der Garantieverpflichtung (z. B. gesamtschuldnerisch, nachrangig oder begrenzt),

Übersetzung

der Kreis der begünstigten Gläubiger, die rechtliche Durchsetzbarkeit und damit die Werthaltigkeit der Garantie im Falle eines Ausfalls des Emittenten.

Garantien können zu einem Up-Notching im Rating führen, wenn der Garant ein Investment Grade-Rating aufweist. Im Falle einer werthaltigen Garantie kann das Rating des Garanten anstelle des Emittentenratings als Ausgangspunkt für das Emissionsrating herangezogen werden.

Garantien sollten folgende Merkmale aufweisen:

- Rechtswirksam und schriftlich fixiert
- Unwiderruflich und unbedingt (irrevocable and unconditional)
- Vollständige Zahlung von Kapital und aufgelaufenen Zinsen sowie ggf. weiterer vereinbarter Zahlungen, wie z. B. Verzugszinsen
- Pünktliche Leistung der Zahlung
- Gültigkeit über die gesamte Laufzeit des Finanzinstruments bzw. bis zur vollständigen Bedienung der Gläubigeransprüche

Ist die Garantie bereits in das Emittentenrating eingeflossen, wird sie nicht nochmals im Emissionsrating berücksichtigt. Dies gilt z. B. für innerhalb eines Konzerns gegründete Finanzierungsgesellschaften mit eigenem Rating. Diese erhalten in der Regel dasselbe Rating wie das jeweilige Mutterunternehmen (Garantin), basierend auf konzerninternen Verflechtungen (gesellschaftlich, strategisch, finanziell, operativ) und insbesondere auf Haftungsverbindungen.

Die Beurteilung erfolgt für gewöhnlich auf Grundlage der Garantieurkunden, vertraglicher Bestimmungen sowie gegebenenfalls vorliegender externer Ratings oder Bonitätsanalysen des Garantiegebers.

3.2.4 Covenants, Zusicherungen und Gewährleistungen

Wenn Covenants, Zusicherungen und Gewährleistungen als Bestandteil der vertraglichen Bedingungen des Finanzinstruments vereinbart wurden, analysiert CRA im Rahmen des Emissionsratings, ob diese für die Beurteilung der Emission relevant sind und inwieweit sie die Position der Gläubiger der Emission stärken. Covenants können sowohl das Emissionsrating als auch das Unternehmensrating beeinflussen. Entscheidend für die Bewertung des Einflusses von Covenants auf das Emissionsrating sind die Rechte der Gläubiger im Falle einer Covenant-Verletzung. Häufig werden im Rahmen der Transaktion bestimmte Ereignisse definiert, die eine Verstärkung der Besicherung oder eine vorzeitige Rückzahlung (insb. durch vorzeitige Kündigung) der emittierten Wertpapiere auslösen können (Trigger Events). Trigger Events dienen dem Schutz der Gläubiger vor einer Verschlechterung der Bonität des Unternehmens. Aus den definierten Trigger Events lassen sich Szenarien ableiten, die ihrerseits in die quantitativen Analysen des

Übersetzung

Emittenten einbezogen werden können. CRA verwendet (Financial-)Covenants im Emissionsrating zumeist nur als einen das Rating stabilisierenden Hygienefaktor. Ein Notching im Emissionsrating aufgrund von Covenants erfolgt selten und wenn, dann eher in den unteren Ratingklassen (<BB+).

3.2.5 Strukturelle Nachrangigkeit

Wird im Rahmen der Analyse eine strukturelle Nachrangigkeit identifiziert, so weist CRA im Ratingbericht darauf hin. Ein struktureller Nachrang wirkt risikoerhöhend und kann aufgrund dessen zu einem Notching von -1 führen. Eine Strukturelle Nachrangigkeit (Subordination) kann bei nicht nachrangigen, unbesicherten Finanzinstrumenten entstehen, wenn diese auf Ebene der Holdinggesellschaft einer Unternehmensgruppe emittiert werden, während die wesentlichen Cashflows auf Ebene der Tochtergesellschaft(en) generiert werden und sich dort, neben den Hauptvermögenswerten, auch nicht nachrangige, unbesicherte Finanzverbindlichkeiten in erheblichem Umfang befinden. Ein hoher Anteil besicherter Finanzinstrumente innerhalb der Gruppe kann ebenfalls zu struktureller Nachrangigkeit führen.

Upstream-Garantien der Tochtergesellschaften können strukturelle Nachrangigkeit verhindern. Hier ist darauf zu achten, dass die Upstream-Garantie nicht die Gläubiger auf Ebene der Tochtergesellschaft (grundlos) zum Vorteil der Gläubiger der Holdinggesellschaft benachteiligt und die Garantie so anfechtbar ist/sein könnte. Darüber hinaus kann eine hohe Anzahl von Tochtergesellschaften mit eigenen Cashflows, aufgrund einer höheren Granularität, die strukturelle Subordination mitigieren. In diesem Fall kann begründet auf die ansonsten übliche Herabstufung um einen Notch zur Kennzeichnung struktureller Nachrangigkeit verzichtet werden. Bei Ratingobjekten (Holdinggesellschaften) mit einem Rating von A− oder besser kann die strukturelle Subordination aufgrund des guten finanziellen Risikoprofils ebenfalls als nicht wesentlich angesehen werden.

Im Falle einer angenommenen strukturellen Nachrangigkeit führt CRA die folgenden zentralen Prüfschritte durch, wobei eine mit „Ja“ beantwortete Frage die Annahme einer strukturellen Subordination ausschließt oder sie als unwahrscheinlich erscheinen lässt, oder andere Prüfaspekte – wie z. B. Besicherung – vorrangig zu behandeln sind:

Übersetzung

Tabelle 4: Zentrale Prüfungsschritte bei angenommener struktureller Nachrangigkeit

Prüffrage	Bewertungskriterium	Bedeutung
1. Bestehen auf vorgelagerten Konzernebenen (Tochtergesellschaften) keine wesentlichen Finanzverbindlichkeiten?	Konzernstruktur	Ausschlusskriterium; potentieller Nachrang kann ausgeschlossen werden
2. Ist das bewertete Finanzinstrument nachrangig?	Rangfolge	Nachrangigkeit relativiert strukturelle Nachrangigkeit
3. Ist das Finanzinstrument besichert?	Besicherung	Besicherung hat Vorrang in der Rangfolge
4. Ist das Emittentenrating A- oder besser?	Kreditrisiko	Geringes Risiko, strukturelle Nachrangigkeit ist vernachlässigbar
5. Machen besicherte und vorgelagerte Verbindlichkeiten (Tochtergesellschaften) < 50 % der Gesamtschulden im Konzern aus?	Kapitalstruktur	Kein dominierendes Risiko; Nachrangigkeit relativiert oder vernachlässigbar
6. Bestehen Upstream-Garantien, die eine pari-passu-Bedienung sicherstellen?	Vertragsstruktur	Gleichstellung beseitigt Nachrangigkeit
7. Sind die Verbindlichkeiten granular auf vorgelagerte Tochterunternehmen verteilt?	Risikostreuung	Höhere Granularität, geringeres Risiko einer Blockade relativiert strukturelle Nachrangigkeit

3.2.6 Weitere instrumentenspezifische Risiken und Emissionsmerkmale

Für die Beurteilung eines Finanzinstruments werden weitere instrumentenspezifische Risiken und Emissionsmerkmale geprüft. Hierzu zählen u.a.:

- Wirtschaftliche, regulatorische und politische Besonderheiten
- Liquiditätsunterstützende Elemente
- Strukturelle Merkmale der Emission
- Eingeräumte Optionsrechte
- Cashflow-Sicherungsmechanismen bei projektbasierten Emissionen

Diese Elemente können, soweit beurteilbar, ergänzend zur Emittentenrisikobewertung analysiert und im Emissionsrating situationsspezifisch berücksichtigt werden. In der Regel kommen diese bei Projektfinanzierungen zum Tragen oder wirken dann (positiv oder negativ), wenn die Entscheidung über das Rating insgesamt zwischen zwei Ratingstufen zu treffen ist.

Übersetzung

3.2.6.1 Wirtschaftliche, regulatorische und politische Besonderheiten

Die Analyse umfasst unter anderem folgende Faktoren:

- Wirtschaftliche Spezifika: Hierzu zählen beispielsweise marktspezifische Volatilitäten, bestehende Preisbindungen sowie Abhängigkeiten von Subventionen, die die Rückzahlungsfähigkeit der Emission beeinflussen können.
- Regulatorische und politische Rahmenbedingungen: Diese werden insofern berücksichtigt, als sie Auswirkungen auf die Struktur der Emission, die Durchsetzbarkeit von Gläubigeransprüchen oder Restrukturierungsmöglichkeiten haben. Relevante Aspekte sind z. B.:
    - Rechtsrahmen und Gläubigerschutz im jeweiligen Land,
    - Vorhandensein oder Effizienz von Insolvenzverfahren,
    - Kapitalverkehrskontrollen,
    - Üblichkeit von Schuldenschnitten, Moratorien oder Gläubigervorrechten.

3.2.6.2 Liquiditätsunterstützende Elemente

Instrumente wie abrufbare Liquiditätslinien oder vertraglich zugesicherte Mindestliquiditätspuffer können die laufende Bedienung der Zinsverpflichtungen unterstützen. Ihre Existenz wirkt sich stabilisierend auf das Emissionsrating aus, sofern sie substanziell und verlässlich dokumentiert sind.

3.2.6.3 Strukturelle Merkmale der Emission

Die Bewertung berücksichtigt strukturelle Eigenschaften wie:

- Teilrückzahlungen (z. B. Sinking Funds oder Early Amortization)
- Zahlungsintervalle für Zins und Tilgung
- Transaktionskomplexität und potenzielle Gestaltungsrisiken

Die Analyse dieser Merkmale basiert auf der Prüfung relevanter Vertragsunterlagen (z. B. Emissionsbedingungen, nachgelagerte Verträge, juristische Gutachten). CRA führt keine eigene rechtliche Prüfung durch, sondern bildet sich auf Basis der Dokumente eine ratingspezifische Meinung. Eine rechtliche Beratung oder Rechtsmeinung erfolgt ausdrücklich nicht.

Ergeben sich aus der Analyse Hinweise auf Gestaltungsdefizite – etwa durch besonders komplexe oder intransparente Strukturen – können diese negativ in das Emissionsrating einfließen.

Übersetzung

3.2.6.4 Eingeräumte Optionsrechte

Im Rahmen der Emission enthaltene Optionsrechte werden differenziert beurteilt:

- Marktübliche Optionen wie Call-, Put- oder Wandelrechte werden grundsätzlich dem Anlagerisiko zugeordnet und beeinflussen die Ratingentscheidung für das Finanzinstrument nicht unmittelbar. Auswirkungen auf die Kapitalstruktur (z. B. bei Wandelanleihen) können jedoch Eingang in das Emittentenrating finden.
- Gläubigerschützende Optionen, z. B. Put-Optionen bei Covenant-Verstößen oder Trigger-Events, können im Emissionsrating berücksichtigt werden, sofern sie einen wirksamen Schutz der Gläubigerposition darstellen.

3.2.6.5 Cashflow-Sicherungsmechanismen bei projektbasierten Emissionen

Speziell bei projektbezogenen Emissionen werden häufig Mechanismen zur Sicherstellung und Steuerung der Zahlungsströme implementiert. Relevante Mechanismen sind unter anderem:

- Strukturierte Kontenmodelle (Cashflow-Waterfall)
- Debt Service Reserve Accounts (DSRA)
- Ausschüttungssperren bei Unterschreiten bestimmter Schwellenwerte
- Externe Mittelüberwachungspflichten

Zusätzliche Stabilität gegen einen möglichen Ausfall eines Emittenten bieten Stundungsrechte, die im Fall außergewöhnlicher Ereignisse eine temporäre Aussetzung der Zahlungsverpflichtung ermöglichen, ohne dass dies als Ausfall gewertet wird.

CRA bewertet die Wirksamkeit dieser Mechanismen unter folgenden Gesichtspunkten:

- Eindeutigkeit und rechtliche Durchsetzbarkeit der Regelungen
- Operative Verankerung und Funktionalität der Maßnahmen
- Vorhandensein automatisierter Eskalationsmechanismen bei negativen Entwicklungen

Fehlen solche Sicherungsmechanismen oder sind diese nur unzureichend ausgeprägt, kann dies zu einer Verschlechterung des Risikoprofils der Emission (der Projektgesellschaft) führen. Umgekehrt kann ein robust ausgestalteter Cashflow-Schutz mit belastbaren Regelungen stabilisierend oder positiv auf das Rating wirken.

Übersetzung

3.3 Emittenten mit Ratings von B+ und schlechter (Recovery Rating-Ansatz)

3.3.1 Grundlage und Zielsetzung

Bei Emittenten in den Ratingklassen B und C ist ein Ausfall (Default) wahrscheinlicher bzw. der Emittent ist insolvenznäher positioniert, wodurch die erwartete Rückzahlungsquote (Recovery Rate) für Gläubiger an Bedeutung gewinnt. Ab der Ratingstufe von B+ oder schlechter nimmt eine differenzierte Abschätzung der Recovery Rate eine stärkere Rolle im Rating ein. CRA bestimmt aus der abgeschätzten Recovery Rate und weiterer Rahmenfaktoren ein sog. Recovery Rating. Das Recovery Rating gibt CRAs Einschätzung der Rückzahlungsquote in sechs Qualitätsstufen wieder und bildet die Grundlage für das Notching-Spektrum beim Emissionsrating, ausgehend vom Emittentenrating.

3.3.2 Vorgehensweise

Im Recovery Rating Ansatz wird ein hypothetisches Ausfallszenario des Emittenten unterstellt, da in den unteren Ratingkategorien ein erhöhtes Risiko für eine Realisation eines solchen Szenarios besteht. Durch den von CRA gewählten Ansatz werden folgende Aspekte in der Beurteilung eines Emissionsratings berücksichtigt:

- Das Ausfallrisiko wird durch das Emittentenrating dargestellt.
- Das Recovery Rating schätzt die Rückzahlung von Kapital und aufgelaufenen Zinsen im hypothetischen Ausfallszenario ab (Recovery Rate).
- Dadurch vereint das finale Emissionsrating zwei Risikodimensionen.

Diese Methodik bietet Gläubigern ein realistisches und differenziertes Bild der Kreditqualität einer Emission eines Emittenten mit erhöhtem Ausfallrisiko (B+ und darunter).

Der Prozess für den Recovery-Ansatz beinhaltet fünf Stufen:

1. Festlegung des Ausfallszenarios
2. Bewertung des Emittenten (nach Unternehmens- und Liquidationswert)
3. Bestimmung der Gläubigerforderungen
4. Verteilung der Vermögenswerte und Cashflows auf die Gläubiger nach Sicherheiten und Rang ausgehend vom Unternehmens- oder Liquidationswert
5. Ableitung des Recovery-Ratings für die zu beurteilende Emission und Notching, ausgehend vom Emittentenrating

Übersetzung

3.3.2.1 Festlegung des Ausfallszenarios

Der erste Schritt besteht darin, ein Ausfallszenario zu definieren. Für dieses Ausfallszenario werden die Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens gestresst bzw. adjustiert. Das Stressszenario basiert auf Annahmen, die individuell auf das jeweilige Unternehmen und die branchenspezifischen Besonderheiten abgestimmt sind.

3.3.2.2 Bewertung des Emittenten

Bei der Bewertung des Emittenten im Ausfallszenario unterscheidet CRA zwischen zwei Fällen: Fortführung des Unternehmens (Unternehmenswert/Verkauf) und Liquidation. Die Höhe der in beiden Fällen ermittelten Werte bestimmt in der Regel, welches Berechnungsergebnis für den weiteren Prozess des Recovery Ratings verwendet wird. In der Regel verwendet CRA den höheren der beiden ermittelten Werte. Allerdings kann auch die Einschätzung von CRA zur Angemessenheit der Fortführungsannahme entscheidend sein.

Unternehmenswert

Wenn CRA davon ausgeht, dass das Unternehmen als Ganzes veräußert und fortgeführt wird, erfolgt die Ermittlung des Unternehmenswerts in der Regel über einen EBITDA-Multiple.

Kann trotz Fortführungsannahme kein EBITDA-Multiple ermittelt werden, prüft CRA die Anwendung einer anderen geeigneten Bewertungsmethode, z. B. Discounted-Cashflow-Verfahren oder Residualgewinnverfahren. Sollten die verfügbaren Informationen nicht hinreichend sein, z.B. weil diese nicht aktuell genug sind, so wird CRA risikoorientiert strengere Annahmen in den Bewertungsverfahren ansetzten oder von einer Bestimmung des Unternehmenswertes absehen.

Speziell für Projektgesellschaften in der Bauphase gilt, dass CRA aufgrund der fehlenden operativen Tätigkeit einen Unternehmenswert von 0 EUR annimmt. Folglich ist ausschließlich der Liquidationswert bei der Beurteilung heranzuziehen.

Liquidationswert

Der zweite Ansatz im Ausfallszenario ist eine Liquidation des Emittenten bzw. des Konzerns. Es werden Liquidationsquoten für die Vermögenswerte auf Basis marktkonformer Annahmen bestimmt. Die Ermittlung dieser Quoten kann durch Gutachten und Bewertungen externer Dienstleister unterstützt werden, sofern CRA über entsprechende Informationen verfügt.

Die Bewertungen der Vermögenspositionen können je nach Art, Branche, Konjunktur, Marktzyklus und individueller Situation erheblich variieren. Die folgende zusammenfassende Übersicht gibt eine grobe

Übersetzung

Schätzung. Sollten die Daten (Jahresabschlüsse) nicht dem erwartbaren aktuellen Stand entsprechen, so wird CRA bei den Verwertungsquoten darauf achten, eher konservative Annahmen zu treffen.

Tabelle 5: Bandbreite der angenommenen Verwertungsquoten bei der Liquidationswert-Ermittlung

Bilanzposten	Verwertungsquote in %
Immaterielle Vermögenswerte	0–50
Geschäfts- oder Firmenwert (Goodwill)	0
Sachanlagen	25–75
Finanzanlagen	0–100
Vorräte	0–75
Forderungen gegenüber Dritten	60–80
Forderungen ggü. verbundenen Unternehmen	0–80
Forderungen ggü. Gesellschaftern	0
Zahlungsmittel	0

CRA geht in einem Liquidationsverfahren grundsätzlich davon aus, dass ein eventuell bilanzierter Goodwill wertlos ist und dass Forderungen ggü. Gesellschaftern nicht eingetrieben werden können. CRA geht zudem davon aus, dass im Ausfallszenario keine Zahlungsmittel mehr verfügbar sind.

3.3.2.3 Bestimmung der Gläubigerforderungen

Zur Ermittlung der Gläubigeransprüche im Ausfallszenario werden folgende Annahmen getroffen:

- Kontokorrentlinien, Factoring und andere variable Finanzierungen sind vollständig ausgeschöpft
- Es werden keine neuen Fremdkapitalfinanzierungen aufgenommen
- Alle vor der bewerteten Emission fälligen Verbindlichkeiten werden mit gleicher oder ähnlicher Struktur refinanziert
- Liquide Mittel sind gleich null

Ergänzende Annahmen wie erhöhte Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen oder höhere erhaltene Anzahlungen können ebenfalls in das Szenario einfließen.

Darüber hinaus berücksichtigt CRA im Ausfallszenario mögliche Insolvenz- und Restrukturierungskosten sowie potenziell entstehende vorrangige Forderungen, die kein Fremdkapital darstellen, z. B. Personal- und Sozialkosten, nicht rückgedeckte Pensionsverpflichtungen sowie anhängige Rechtsstreitigkeiten. Die Bewertung dieser Forderungen hängt von den individuellen Gegebenheiten des Unternehmens, dem rechtlichen Rahmen sowie dem regulatorischen Umfeld ab.

Übersetzung

3.3.2.4 *Verteilung der Vermögenswerte und Cashflows*

Die nach dem Unternehmens- oder Liquidationswert ermittelten Vermögenswerte und Cashflows werden unter Berücksichtigung des rechtlichen Rahmens auf die Gläubigergruppen verteilt. Im Ergebnis wird ein sog. „Wasserfall" der Gläubigerforderungen aufgestellt, bei der einzelne Gläubigergruppen entsprechend ihrer Rangstellung und etwaiger Sicherheiten bedient werden. Dieses Vorgehen bestimmt die prozentuale Rückzahlungsquote der einzelnen Gläubigergruppen und Finanzinstrumente, darunter auch die des im Rating zu beurteilenden Finanzinstruments.

3.3.2.5 *Zuweisung des Recovery Ratings und Notching*

Die für die zu bewertende Emission ermittelte prozentuale Rückzahlungsquote (Recovery Rate) führt zu einem methodeninternen Recovery-Rating. Das Recovery Rating wird in sechs Qualitätsstufen bzw. Recovery Rating Klassen mit entsprechenden Notching-Auswirkungen auf das Emittentenrating eingeteilt. Dabei ist die Recovery Rate der relevante Faktor, allerdings unter einschränkender Berücksichtigung der Mindestanforderung bzw. des maximalen Anspruchs, wie in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 6: Übersicht Recovery Rating-Klassen

Recovery-Rating Klasse	Recovery Rate in %	Bewertung	Notching	Mindestanforderung / maximaler Anspruch
RR1	100	Exzellent	+3	• Vorrangige oder nicht nachrangige Verbindlichkeiten, die vorrangig an Sicherheiten partizipieren (First Lien)
RR2	80 – <100	Gut	+2	• Vorrangige oder nicht nachrangige Verbindlichkeiten, die nachrangig an Sicherheiten partizipieren (Second Lien) • Vorrangige unbesicherte Verbindlichkeiten (Super Senior)
RR3	60 – <80	Überdurchschnittlich	+1	• Nicht nachrangige, unbesicherte Verbindlichkeiten (senior unsecured)
RR4	30 – <60	Durchschnittlich	0	--
RR5	10 – <30	Unterdurchschnittlich	−1	• Nachrangige unbesicherte Verbindlichkeiten (nachrangig) • Mezzanin- / Hybridkapital
RR6	0 – <10	Schwach	−2	--

Für verschiedene Finanzinstrumente gelten somit Obergrenzen bei der Vergabe von Recovery Ratings. So wird beispielsweise bei einer Recovery Rate von 100 % ein RR1 und die damit verbundene Notching-Anpassung von +3 Notches ausschließlich an vorrangiges bzw. nicht nachrangiges Fremdkapital vergeben, das vorrangig an Sicherheiten partizipiert (First Lien). Ein nachrangiger, unbesicherter Gläubigeranspruch hingegen wird bei einer im Ausfallszenario errechneten Recovery Rate von 65%, anstatt in die

Klasse RR3 „lediglich“ in die Klasse RR5 eingestuft. Nicht nachrangiges, unbesichertes Fremdkapital (Senior Unsecured) kann maximal ein RR3 und damit ein Notching von +1 Notch erreichen.

Das endgültige Emissionsrating spiegelt das Emittentenrating wider, angepasst um emissionsspezifische Faktoren. Daraus ergibt sich die Zuordnung des Recovery Ratings zu dem jeweiligen Emittentenrating.

Sollten Sicherheiten gestellt worden sein, die nicht beim Emittenten bilanziert werden, sondern von Dritten gestellt werden, wie z.B. private Vermögenswerte eines Gesellschafters, so wird CRA diese, wenn sinnvoll einbeziehen und die oben dargestellten Berechnungen adjustieren.

Die Mindestanforderungen bzw. der maximale Anspruch stellt sicher, dass Emissionsratings im Recovery-Ansatz nicht bessergestellt werden, wenn ein Emittent von BB- (Notching Ansatz) auf B+ (Recovery-Ansatz) herabgestuft wird. Im umgekehrten Fall, wenn der Emittent von B+ auf BB- heraufgestuft wird, wird ebenso eine Schlechterstellung des Emissionsratings durch Änderung des Ansatzes vom Recovery-Ansatz auf den Notching-Ansatz verhindert.

Tabelle 7: Mapping Recovery Rating

Unternehmensrating / Recovery	B+	B	B−	CCC	CC	C	SD	D
RR1	BB+	BB	BB−	B+	B	B−	CCC	D
RR2	BB	BB−	B+	B	B−	CCC	CC	D
RR3	BB−	B+	B	B−	CCC	CC	C	D
RR4	B+	B	B−	CCC	CC	C	C	D
RR5	B	B−	CCC	CC	C	C	C	D
RR6	B−	CCC	CC	C	C	C	C	D

Falls sich eine Finanzierung des Emittenten im Ausfall befindet (Rating = D), wird der Emittent mit SD bewertet, es sei denn, der Emittent befindet sich ebenfalls im Ausfall (Insolvenz; Rating = D). Im Falle eines Emittentenratings von SD (wenn z.B. ein anderes Fremdkapitalinstrument nicht vollständig bzw. fristgerecht bedient wurde) bei dem sich das gegenständliche Finanzinstrument noch nicht (formal) im Ausfall befindet, wird CRA die Situation individuell beurteilen. In der Regel wird für die gegenständliche Emission dann ein CCC bis C vergeben.

4 Zusätzliche Hinweise

CRA kann von den oben unter 3.2 und 3.3 genannten Methoden-Kriterien und der Berechnungsmethode abweichen oder andere/zusätzliche Kriterien für die Bewertung von Unternehmensemissionen heranziehen, wenn sie davon überzeugt ist, dass eine Abweichung zu einer plausibleren Ratingeinschätzung

Übersetzung

führt. Eine solche Abweichung würde von CRA in den veröffentlichten Dokumenten offengelegt und begründet.

Übersetzung