



# Neue Ratingmethodik für mittelständische Unternehmen in Deutschland

**Ein Drittel der mittelständischen Unternehmen in Deutschland mit einem "Investment Grade" Finanzprofil**

13. Juni 2017

## Zusammenfassung

- Unsere Analyse zeigt, dass ca. ein Drittel der mittelständischen Unternehmen in Deutschland, die wir untersucht haben, ausschließlich basierend auf ihrem Finanzprofil mit BBB oder höher bewertet werden würde. Das Finanzprofil ist ein wesentliches Element der Scorecard unserer neuen, unter **TRIBRating** veröffentlichten KMU Ratingmethodik.
- Für eine umfassende Bewertung des Finanzprofils ist es unter Umständen notwendig, dass die Analysten die Finanzdaten eines Unternehmens angemessen bereinigen. Diese analytischen Bereinigungen können sich erheblich auf das endgültige Rating auswirken.
- Zusätzlich zum Finanzprofil müssen im Ratingprozess für mittelständische Unternehmen Risiken im Geschäfts- und Sektorprofil sowie weitere qualitative Risiken analysiert werden. Eine umfassende Bewertung dieser auf die Zukunft ausgerichteten Ratingkriterien ist wichtig, um eine angemessene Bewertung des Kreditrisikos eines Unternehmens zu erhalten.
- Erst das Zusammenwirken eines belastbaren quantitativen Modells mit dem Wissen erfahrener Ratinganalysten ermöglicht verlässliche Ratings für mittelständische Unternehmen in Deutschland.

## Ein Drittel der mittelständischen Unternehmen, die untersucht wurden, weisen ausschließlich auf Basis des Finanzprofils eine Bewertung von BBB oder höher auf

Grundlage dieser Methodik sind unsere Analyse des deutschen Mittelstandes sowie die umfassende Erfahrung bei der Bewertung der Risiken kleiner und mittelständischer Unternehmen. Wesentliche Teile dieser Methodik stützen sich auf Daten und Statistiken von ca. 39.000 Unternehmen mit Finanzdaten von 2002 bis 2015 sowie Umsätzen, die üblicherweise zwischen 10 und 500 Mio. € liegen. Unsere Analyse zeigt, dass rund ein Drittel der ca. 24.000 untersuchten Unternehmen im deutschen Mittelstand, deren Daten im Rahmen der Entwicklung der neuen Methodik verwendet wurden, ausschließlich auf Basis ihres Finanzprofils mit BBB oder höher bewertet werden können. Das Finanzprofil ist ein wesentliches Element der Scorecard innerhalb unserer neuen, unter **TRIBRating** veröffentlichten KMU Ratingmethodik.

Die Methodik wurde unter anderem auf Basis eines ökonometrischen Modells, das eine zweijährige Ausfallwahrscheinlichkeit schätzt<sup>1</sup>, entwickelt. Dieses Modell ermöglicht es, diejenigen Finanzkennzahlen auszuwählen, die wir für die Prognose von Ausfällen<sup>2</sup> als besonders aussagekräftig erachten. Zudem können wir damit die Gewichtung, d.h. die relative Bedeutung jeder Kennzahl innerhalb des Finanzprofils, sowie die Bewertungsbandbreiten der einzelnen Finanzkennzahlen festlegen.

### Kontakt

Kai Gerdes  
Direktor

Dr. Sascha Heller  
Senior Rating Analyst

**TRIB**  
RATING

Für den Mittelstand

Euler Hermes Rating GmbH  
Friedensallee 254  
22763 HAMBURG  
Tel : +49(0) 40/88 34 6464  
Fax : +49(0) 40/88 34 6413  
info@tribrating.com  
www.tribrating.com

TRIBRating ist eine Marke der  
Euler Hermes Rating GmbH.

<sup>1</sup> Wir schätzen ein Ausfallwahrscheinlichkeiten-Modell (PD-Modell) mit einem zweijährigen anstatt eines einjährigen Zeithorizonts, um die Anzahl der Beobachtungen, die der Modellschätzung und der Entwicklung des Finanzprofils zugrunde gelegt werden können, zu maximieren. Das Finanzprofil soll zudem eher langfristige statt kurzfristige Entwicklungen berücksichtigen.

<sup>2</sup> Im Rahmen der Modellentwicklung haben wir einen Ausfallindikator eingesetzt, der sowohl Informationen zu Insolvenzen als auch bestimmte Zahlungsstörungen nutzt, um Ausfallereignisse bestmöglich abzubilden.

Während die KMU-Ratingmethodik sowohl quantitative als auch qualitative Faktoren enthält, beziehen sich die historischen Daten, die hier analysiert wurden, nur auf den quantitativen Teil und somit im Wesentlichen auf das Finanzprofil als Element der Scorecard.

Wie in den Diagrammen 1 und 2 dargestellt, wurde etwa ein Drittel der untersuchten mittelständischen Unternehmen ausschließlich auf Basis des Finanzprofils mit BBB oder höher (Investmentgrade-Bereich) bewertet. Der größte Anteil der Unternehmen fiel in den BB-Bereich.

In Diagramm 3 sind die ein-, zwei- und dreijährigen kumulativen Ausfallraten nach Ratingkategorien dargestellt, die vom Finanzprofil abgeleitet wurden. Je niedriger diese Ratingkategorie ist, desto höher ist im Allgemeinen die Ausfallrate. Dies zeigt, dass die aus dem Finanzprofil abgeleiteten Ratings im Hinblick auf Ausfallereignisse eine hohe Prognosegüte besitzen<sup>3</sup>.

Diagramm 1: Verteilung des Finanzprofils nach Ratingkategorien

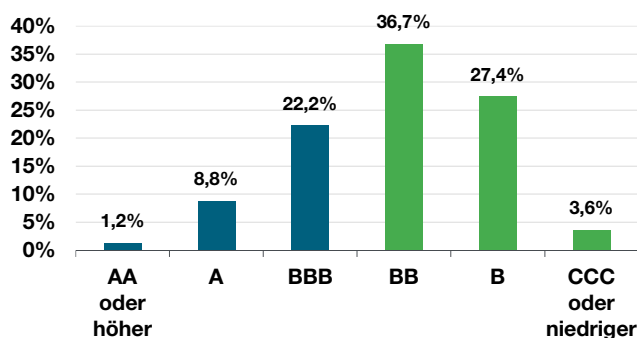


Diagramm 2: Verteilung des Finanzprofil nach Ratingkategorien

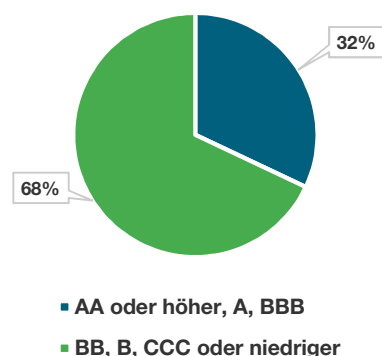
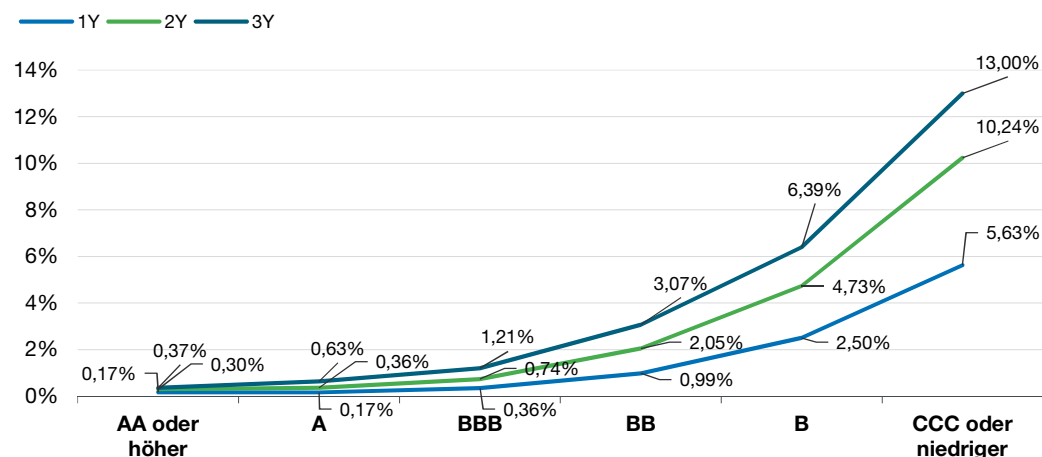


Diagramm 3: 1-, 2- und 3-jährige kumulative Ausfallraten nach Ratingkategorien (abgeleitet aus dem Finanzprofil)



Um die Trennschärfe des Finanzprofils zu bewerten, berechnen wir die Average Defaulter Position (AP), die eine weitverbreitete Maßgröße zur Bestimmung der Trennschärfe von Ratingmodellen ist. Danach weist in einem zweijährigen Zeitraum vor Ausfall ein ausgefallenes mittelständisches Unternehmen innerhalb der Stichprobe ein Finanzprofil auf, das regelmäßig schlechter als das von 74% der verbliebenen Unternehmen, die untersucht wurden, ist.

<sup>3</sup> Im Hinblick auf den Entwicklungsdatenbestand stellt die Ausfallrate in der Kategorie „AA oder höher“ eine Ausnahmen dar, da diese höher als in der „A“ Kategorie ist. Der Grund hierfür ist die geringe Anzahl an Unternehmen, die in den Bereich „AA oder höher“ fallen.

Diese Ergebnisse lassen sich für verschiedene Stichproben nachweisen. Es ist davon auszugehen, dass die Berücksichtigung qualitativer Merkmale innerhalb der Methodik die Trennschärfe weiter verbessert.

## **Analytische Bereinigungen sind eine wesentliche Voraussetzung für verlässliche Ratings im Mittelstand**

### **Analytische Bereinigungen sind ein wesentlicher Bestandteil bei der Bewertung des Finanzprofils**

Zur Bewertung des Finanzprofils mittelständischer Unternehmen werden die Größe, die Profitabilität, das Entschuldungspotenzial, die Kapitalstruktur sowie die Zinsdeckung herangezogen. Wesentliche Voraussetzungen für eine präzise Bewertung des Finanzprofils sind sachgerechte analytische Bereinigungen der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Kapitalflussrechnung. Durch die analytische Anpassung der Finanzdaten kann das Ergebnis der Analyse und damit die Qualität des Ratings maßgeblich beeinflusst werden.

Hinsichtlich der Erstellung der Strukturbilanz stehen hierbei zwei Themen im Vordergrund. Zum einen gilt es, die Werthaltigkeit der ausgewiesenen Vermögensgegenstände, wie beispielsweise Geschäfts- und Firmenwerte, zu hinterfragen bzw. zu bereinigen. Zum anderen sind bei der Erstellung der Strukturbilanz gegebenenfalls analytische Anpassungen der Kapitalstruktur vorzunehmen, die insbesondere hinsichtlich der Ermittlung des wirtschaftlichen Eigenkapitals von Bedeutung sein können.

Im Rahmen der Erstellung der Struktur-Gewinn- und Verlustrechnung ist insbesondere die Nachhaltigkeit und operative Bedeutung von Ertrags- und Aufwandspositionen zu hinterfragen, sodass die Analysten auf Basis dieser Fragestellungen gegebenenfalls analytische Anpassungen vornehmen. Bei der Bereinigung der Kapitalflussrechnung nehmen die Analysten gegebenenfalls Umgliederungen einzelner Position vor. Zielsetzung ist hierbei eine sachgerechte Zuordnung der einzelnen Cashflows aus einer wirtschaftlichen Perspektive.

### **Mögliche Auswirkungen analytischer Bereinigungen auf die Ratings mittelständischer Unternehmen**

Verglichen mit einer Analyse ausschließlich auf Basis unbereinigter Finanzdaten können die analytischen Bereinigungen sowohl zu einer Verbesserung als auch zu einer Verschlechterung des Finanzrisikos führen. Die möglichen Auswirkungen werden auf Basis der nachfolgend dargestellten Szenarien verdeutlicht. Ausgangspunkt dieser Szenario-betrachtung ist jeweils ein Unternehmen mit einem Finanzprofil auf Basis unbereinigter Finanzdaten von BB.

## Beispiel: Analytische Bereinigungen

### Unternehmen 1

Unternehmen 1 finanziert sich unter anderem durch bilanziell als Verbindlichkeit ausgewiesenes Mezzanine-Kapital. Die vertragliche Ausgestaltung dieses Finanzierungsinstruments erlaubt gemäß Kriterien der Methodik eine Berücksichtigung des Mezzanine-Kapitals als wirtschaftliches Eigenkapital, sodass sich die Kapitalstruktur durch die analytische Anpassung verbessert. In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Unternehmens sind im nicht unerheblichen Ausmaß außerordentliche Restrukturierungsaufwendungen aus der Schließung eines Geschäftsbereichs enthalten, die im Rahmen der Analyse bereinigt und den außerordentlichen Positionen zugewiesen werden.

Die vorgenommenen Anpassungen führen neben einer Verbesserung der Kapitalstruktur auch zu einer Verbesserung der Profitabilität sowie des Entschuldungspotenzials und der Zinsdeckungsrelationen. Durch die vorgenommenen analytischen Bereinigungen verbessert sich das Finanzprofil in diesem Szenario von BB (unbereinigt) auf BBB- und somit auf ein Investmentgrade-Niveau.

### Unternehmen 2

Unternehmen 2 weist nach einer im Vorjahr durchgeführten Übernahme in nicht unerheblichem Ausmaß Geschäfts- und Firmenwerte in der Bilanz aus. Nach Einschätzung der Ratinganalysten sind diese immateriellen Vermögenswerte nicht vollständig werthaltig, sodass diese Position zu 20% bereinigt wird. Eine in den sonstigen betrieblichen Erträgen ausgewiesene Position bezieht sich auf den Abgang von Anlagevermögen, der aus einer Sale-and-lease-back Transaktion resultiert und somit nicht dem operativen Bereich des Unternehmens zuzurechnen ist.

Die getätigten analytischen Anpassungen führen bei diesem Unternehmen neben der Verschlechterung der Kapitalstruktur auch zu einer Abschwächung der Profitabilität sowie des Entschuldungspotenzials und der Zinsdeckungsrelationen. Das Finanzprofil verschlechtert sich in diesem zweiten Szenario von BB (unbereinigt) auf B+ und weist damit ein erhöhtes Ausfallrisiko auf.

---

Insgesamt zeigen die beiden betrachteten Szenarien, dass sachgerechte analytische Bereinigungen zu teilweise substanzialen Veränderungen der Bewertung führen können und somit die Qualität der Analyse stark beeinflussen können.

## Umfassende Bewertung zukunftsbezogener Ratingkriterien zur Verbesserung der Qualität von Ratings im Mittelstand

Basierend auf der Analyse des Finanzprofils werden im Rahmen des Ratings von Mittelstandsunternehmen das Geschäftsrisiko, das Sektorrisiko sowie weitere qualitative Faktoren analysiert. Eine präzise Bewertung dieser zukunftsbezogenen Faktoren ist für eine risikoadäquate Bewertung der Unternehmen von wesentlicher Bedeutung. Beim Rating von mittelständischen Unternehmen ist hierbei insbesondere ein grundlegendes Verständnis der spezifischen Charakteristika dieser Unternehmen erforderlich.

### Bewertung des Geschäftsprofils

Die Bestimmung des Geschäftsrisikos erfolgt auf der Grundlage der Bewertung der Wettbewerbsposition und des Konzentrationsrisiko, die unseres Erachtens die wesentlichen Unterfaktoren zur Erfassung des Geschäftsrisikos von Mittelständlern darstellen.

Die Analyse der Wettbewerbsposition basiert auf einer qualitativen Bewertung der Frage, wie ein Unternehmen aufgrund seiner inhärenten Geschäftsmerkmale innerhalb einer Branche und insbesondere gegenüber seinen unmittelbaren Wettbewerbern positioniert ist und zukünftig positioniert sein wird. Andere Faktoren umfassen die Größe des Unternehmens im Vergleich zu den Wettbewerbern, die gegenwärtigen und erwarteten Marktanteile, das Ausmaß des Leistungs-/ Produktangebots sowie die Kostenposition und/ oder die Fähigkeit zur Kostenkontrolle.

Der Einbeziehung des Konzentrationsrisikos liegt die Annahme zugrunde, dass Unternehmen mit mehreren Geschäftssegmenten und mit einem breiten Produktspektrum in der Regel über nachhaltigere Ertragsströme verfügen als Wettbewerber mit einem en-

geren Geschäftsfokus. Die Einschätzung des Konzentrationsrisikos erfolgt auf Basis einer dimensionsübergreifenden Bewertung der potenziellen Konzentrationsrisiken (Segmente, Regionen, Kunden, Lieferanten).

### **Bewertung des Sektorprofils**

Bei der Bestimmung des Sektorrisikos von Mittelstandsunternehmen werden insbesondere die Sektorvolatilität und der Sektorausblick als Unterfaktoren bewertet. Da die einzelnen Branchen unterschiedlich auf Schwankungen, die mit Konjunktur-, Markt- oder Innovationszyklen zusammenhängen, reagieren, ist die Bewertung der Sektorvolatilität aus unserer Sicht von großer Bedeutung.

Da sich veränderte Marktbedingungen eines Sektors mit hoher Wahrscheinlichkeit auch auf die Bonität des betrachteten Unternehmens auswirken, ist darüber hinaus der mittelfristige Sektorausblick von wesentlicher Bedeutung für die Bewertung des Sektorrisikos mittelständischer Unternehmen.

### **Bewertung der Notching-Faktoren und weiterer Rating-Überlegungen**

Durch die vier Notching-Faktoren Liquidität, Schuldenstruktur, strategisches und operatives Management sowie Governance und Finanzpolitik werden ergänzend gegebenenfalls weitere ratingrelevante Faktoren einbezogen, die jedoch nicht vollumfänglich skalierbar sind und daher nicht im Rahmen des Finanzrisikos, des Geschäftsrisikos oder des Sektorrisikos berücksichtigt werden. Hierbei kann sich die Bewertung der Faktoren negativ, neutral oder in äußerst seltenen Fällen positiv im Rating niederschlagen. Die Bewertung bezieht sich dabei auf die Einschätzung der Ratinganalysten, wie sich die Ausprägung dieser Faktoren auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens auswirken könnte.

Im Rahmen der Einbeziehung weiterer ratingrelevanter Überlegungen werden insbesondere die Faktoren Rechtsstruktur/ Externer Einfluss, Berichterstattung und Transparenz, Ereignisrisiken sowie weitere einschränkende Faktoren bewertet.

Insgesamt zeigt sich, dass eine präzise Bewertung der qualitativen Kriterien, bei der die Charakteristika mittelständischer Unternehmen angemessen berücksichtigt werden, von wesentlicher Bedeutung für eine risikoadäquate und vorausschauende Bewertung des Kreditrisikos dieser Unternehmen ist.

### **Beispiel: Bewertung der zukunftsbezogenen Ratingkriterien**

#### **Unternehmen 1**

Die im Unternehmen 1 angefallenen außerordentlichen Restrukturierungsaufwendungen beziehen sich auf die Schließung eines sehr volatilen Geschäftsbereichs, für den darüber hinaus mittelfristig ein deutlich rückläufiges Marktvolumen erwartet wurde. Auch wenn sich die Diversifizierung des Unternehmens durch die Schließung des Geschäftsbereichs etwas reduzierte, führt diese strategische Maßnahme insgesamt jedoch zu einer Verbesserung des Sektorprofils der Unternehmensgruppe.

Die zukunftsbezogene Bewertung der qualitativen Faktoren führt in diesem Szenario dazu, dass sich das Rating des Unternehmens gegenüber der Bewertung des Finanzprofils um einen Notch auf BBB verbessert.

#### **Unternehmen 2**

Die vom Unternehmen 2 ausgewiesenen Geschäfts- und Firmenwerte beziehen sich auf eine im Vorjahr durchgeführte Übernahme eines Unternehmens, das aufgrund seiner geringen Größe und seines geringen Marktanteils über eine vergleichsweise schwache Wettbewerbsposition verfügt. Des Weiteren hat das Unternehmen einen sehr begrenzten Kundenkreis, sodass erhöhte Kundenabhängigkeiten bestehen.

Im Rahmen der Bewertung der qualitativen Faktoren führt die vom Unternehmen 2 getätigte Übernahme dazu, dass sich das Geschäftsrisiko der Unternehmensgruppe insgesamt erhöht und sich das Rating gegenüber der Bewertung des Finanzprofils um einen Notch auf B abschwächt.

## **Die neue Ratingmethodik findet bei mittelständischen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors Anwendung**

Die neue, unter TRIBRating - eine Marke der Euler Hermes Rating GmbH - veröffentlichte KMU-Ratingmethodik ist eine neue Ratingmethodik, die bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen in Deutschland außerhalb des Finanzsektors Anwendung findet. Teil dieser Ratingmethodik ist eine Scorecard, die die wesentlichen Faktoren für die Vergabe von Ratings an mittelständische Unternehmen erklärt.

Die Scorecard beinhaltet ein sogenanntes "Grid" mit drei allgemeinen Faktoren: zwei qualitative Faktoren (Sektor- und Geschäftsprofil) und ein quantitativer Faktor (Finanzprofil). Diese drei allgemeinen Faktoren, die weitere Unterfaktoren umfassen können, werden um vier Notching-Faktoren ergänzt. Das Finanzprofil umfasst mehrere Unterfaktoren mit verschiedenen Kennzahlen, die anhand der Jahresabschlüsse des Unternehmens berechnet werden.

## **Die Methodik baut auf einem umfassenden Datenbestand mittelständischer Unternehmen in Deutschland auf**

Basis für die Methodikentwicklung war ein initialer Datenbestand von rund 39.000 deutschen Mittelständlern im Zeitraum von 2002 bis 2015, in der Regel mit Umsätzen zwischen 10 und 500 Mio. € und Informationen über Ausfallereignisse. Im Anschluss wurde die Anzahl der Unternehmen auf ca. 37.000 reduziert (Grund: Jahresabschlüsse zwei Jahre vor Ausfall nicht verfügbar), im weiteren Verlauf auf rund 24.000 (Grund: Ausschluss von Unternehmen, um die ursprüngliche Verteilung von Risikokategorien, die über alternative Maßgrößen festgelegt wurden, beizubehalten). Um die Stabilität des Modells zu testen, wurde dieser Datenbestand in einen Entwicklungsdatenbestand (zwei Drittel) sowie einen Testdatenbestand (ein Drittel) unterteilt. Im Ergebnis waren die Verteilungen der Ratingkategorien robust, d.h. sehr ähnlich in unterschiedlichen Teilstichproben (weitere Informationen hierzu finden Sie in der aktuellsten Validierungsstudie von EH Rating unter <https://www.ehrg.de>).

## 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