
Erweitertes Feld von Finanzierungsmöglichkeiten für Deutschlands Kommunen

Kreditanalysten:

Alois Strasser | Frankfurt | +49 69 33 999 240 | alois.strasser@standardandpoors.com
Sabine Dähn | Frankfurt | +49 69 33 999 244 | sabine.daehn@standardandpoors.com

Medienkontakt:

Doris Keicher | Frankfurt | +49 69 33 999 225 | doris.keicher@standardandpoors.com

FRANKFURT (Standard & Poor's) 06. April 2016 --- Die Finanzierung des deutschen Kommunalsektors wird sich in den nächsten Jahren deutlich verändern, was sich in einer größeren Diversifikation von Finanzierungsquellen widerspiegeln wird. Neben der nach wie vor dominierenden Stellung von Bankdarlehen in der Kommunalfinanzierung, werden andere Finanzierungsquellen unserer Meinung nach stärker in den Vordergrund rücken.

Überblick

- Angesichts der schwierigen Marktbedingungen bei gleichzeitig hohem Anlagedruck dürfte die Versicherungsbranche ihr Engagement gegenüber dem kommunalen Sektor ausweiten, da diese nach langfristigen, generell hochwertigen Investments mit höheren Renditen im Vergleich zu Landes- und Bundesanleihen sucht.
- Förderkredite etwa der Europäischen Investitionsbank, der Landes- und Bundesförderbanken werden weiterhin die Finanzierung komplementieren, insbesondere im Hinblick auf Infrastrukturprojekte.
- Obwohl die traditionelle Finanzierung über Banken unverändert ihren hohen Anteil beibehalten wird, dürften Kommunen verstärkt den Kapitalmarkt durch Anleiheemissionen beanspruchen.

Da regulatorische Anforderungen an Banken den Druck auf die Konditionengestaltung bei Kommunalkrediten erhöhen dürften, erwarten wir, dass eine wachsende Anzahl von Kommunen und auch Kommunalunternehmen den Kapitalmarkt durch Anleiheemissionen anzapfen werden. Damit eröffnen sich weitere Finanzierungsmöglichkeiten für ausländische Investoren, welche Kapitalmarktinstrumente bevorzugen, allerdings in der Regel nur solche mit einem externen Rating.

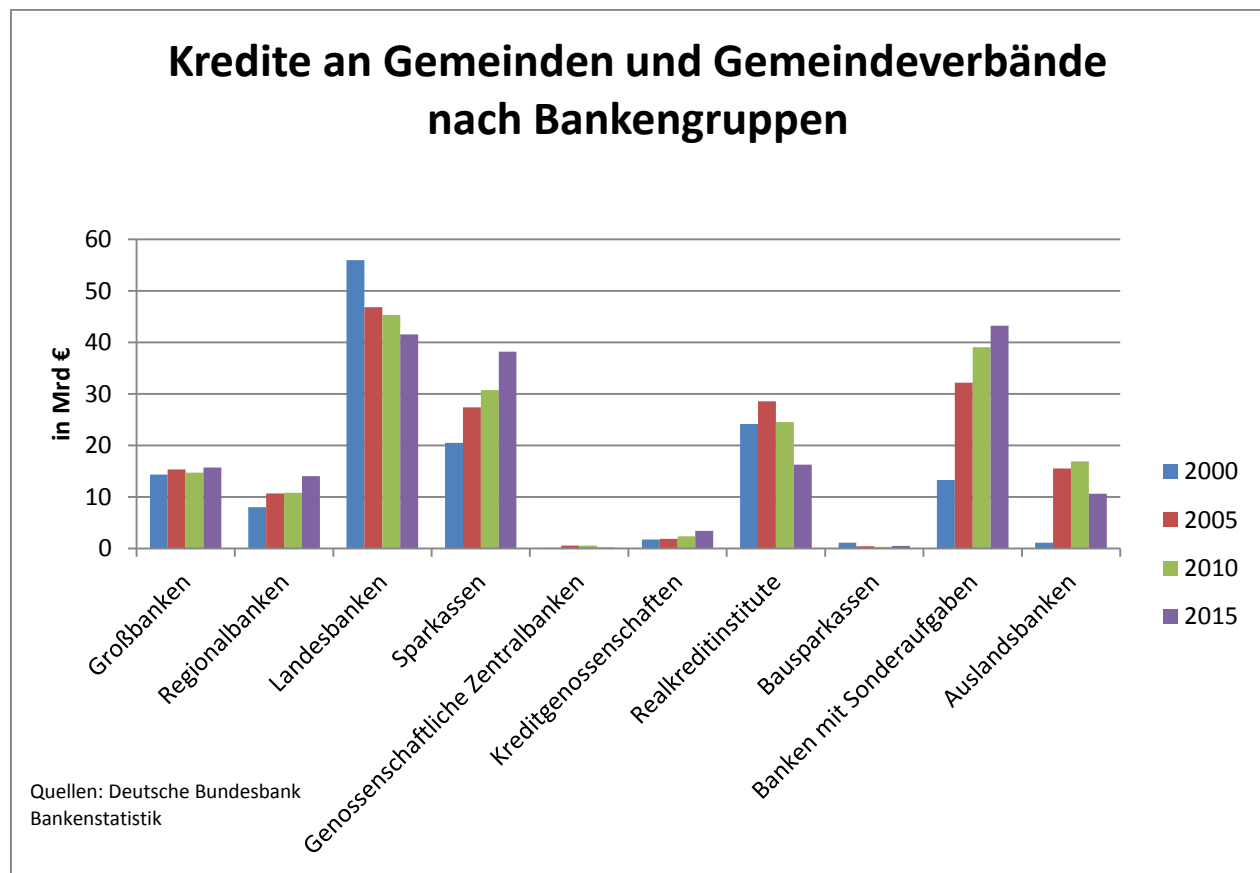
Jede Diversifizierung des Investorenkreises schafft also Anreize für Kommunen, ein unabhängiges externes Rating zu veröffentlichen. Dies erleichtert besonders Versicherungen und internationalen Investoren eine transparente Einschätzung des Kreditrisikos einzelner deutscher Kommunen im Vergleich zu kommunalen Schuldnern innerhalb Deutschlands als auch in anderen Ländern. Die Kreditrisiken von Kommunen können

unserer Meinung nach erheblich voneinander abweichen, auch wenn deren Kreditqualität im allgemeinen sehr hoch sein dürfte.

Höheres Engagement von Sparkassen und Förderbanken

Wenn man die Finanzierung von Kommunen und Kommunalverbänden nach Bankengruppen als Maßstab heranzieht, haben sich die Finanzierungsquellen deutscher Kommunen bereits in den vergangenen 15 Jahren stark verändert. Besonders Landesbanken und Realkreditinstitute haben ihr Ausleihungsvolumen gegenüber Kommunen und Kommunalverbänden verringert, wohingegen Sparkassen und öffentliche Förderbanken die Lücke gefüllt und sich stärker engagiert haben. Wir beobachten seit 2000 auch eine stärkere Finanzierungstätigkeit ausländischer Banken, auch wenn diese seit 2010 wieder etwas rückläufig ist (siehe Grafik 1 und 2).

Grafik 1:

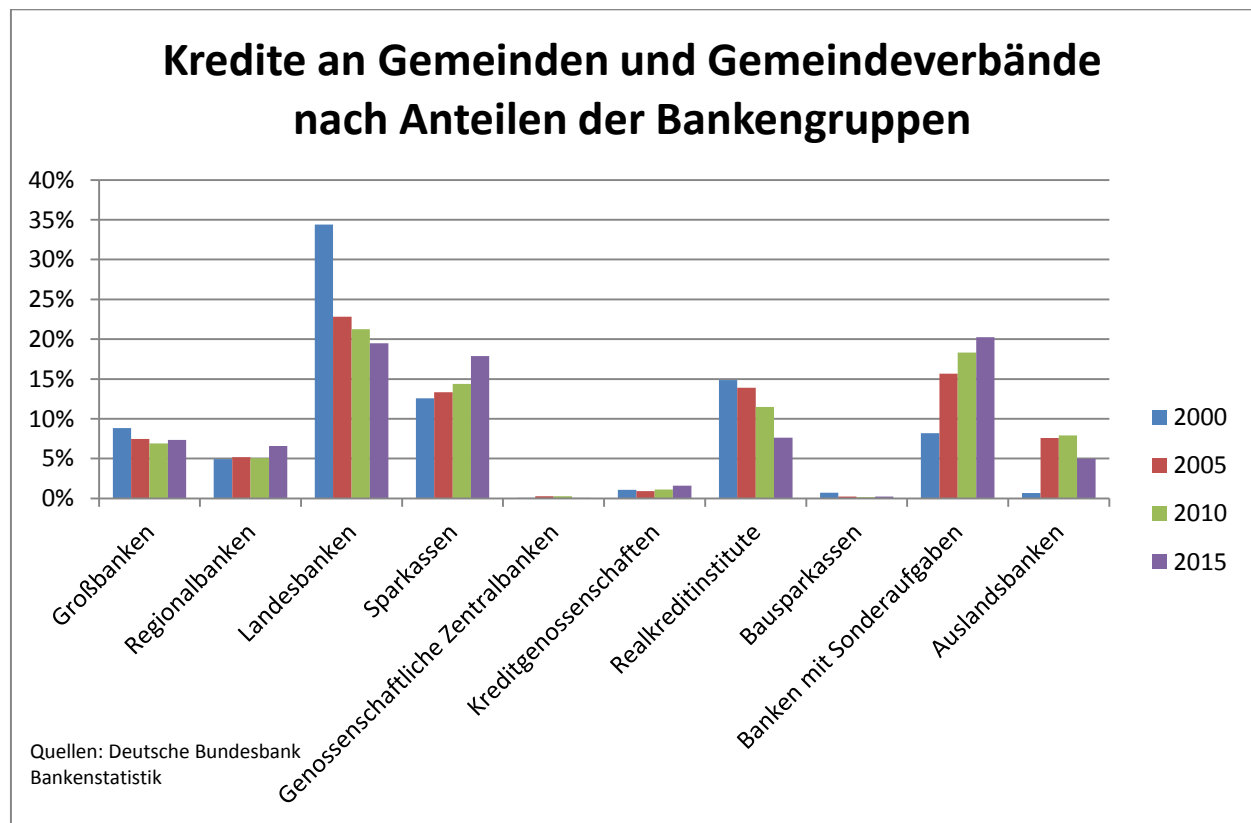


Während Landesbanken im Jahr 2000 noch 34% der Schulden des kommunalen Sektors abdeckten, hat sich ihr Anteil bis 2015 auf nunmehr 19% fast halbiert. Im selben Zeitraum ist auch der Anteil der Realkreditinstitute auf 8% von 15% geschrumpft, während Sparkassen und Förderbanken ihren Anteil 2015 auf 18% und 20% erhöht haben, dies verglichen mit 13% und 8% im Jahr 2000. Sparkassen haben aufgrund der kommunalen Trägerschaften enge Beziehungen zu Kommunen, und Förderbanken werden von Ländern und Bund getragen, welche Finanzierungen aufgrund von politischen Förderprogrammen zur Verfügung stellen. Die zugrundeliegenden Daten deuten unseres Erachtens auf eine Veränderung des Finanzierungsumfelds für die deutschen Kommunen hin, im Besonderen auf eine stetige Abschwächung ihrer Finanzierungsmöglichkeiten.

Wir führen dies darauf zurück, dass einige Bankengruppen, die eine geringere Nähe zum öffentlichen Sektor haben, heute weniger als noch vor 15 Jahren geneigt sind, Finanzmittel für Kommunen zur Verfügung zu stellen.

Während deutsche Realkreditinstitute bei der Finanzierung des deutschen Kommunalsektors generell aktiv waren, sind ihre Ausleihungen zwischen 2000 und 2015 um ein Drittel geschrumpft. Im Vergleich dazu ging jedoch ihre Kreditvergabe an deutsche Bundesländer und an Schuldner, die von deutschen Bundesländern garantiert wurden im selben Zeitraum noch wesentlich deutlicher zurück, nämlich um etwa 85% von €175 Mrd. auf €27 Mrd.. Ausschlaggebend dafür war, dass die Renditekurve öffentlicher Pfandbriefe, die die Renditen der unterlegten Ausleihungen an Bundesländer widerspiegeln, im Vergleich zu den Anleiherenditekurven einzelner Bundesländer sich für deren Kreditabteilungen als weniger attraktiv darstellten, somit die Finanzierungskosten mit eigenen Anleiheemissionen günstiger waren. Der deutsche Kommunalsektor finanzierte sich in vergangenen Jahrzehnten primär durch Bankkredite und -darlehen mit amortisierender Tilgungsstruktur, und verzichtete fast komplett darauf, den Kapitalmarkt zu nutzen.

Grafik 2:



Das Fälligkeitsprofil in der Kommunalfinanzierung hat sich seit 2000 ebenfalls maßgeblich verändert. Der Anteil langfristiger Finanzierungen ist von 90% auf 75% geschrumpft. Eine entsprechend gewichtigere Rolle spielen heute daher kurzfristige Finanzierungen.

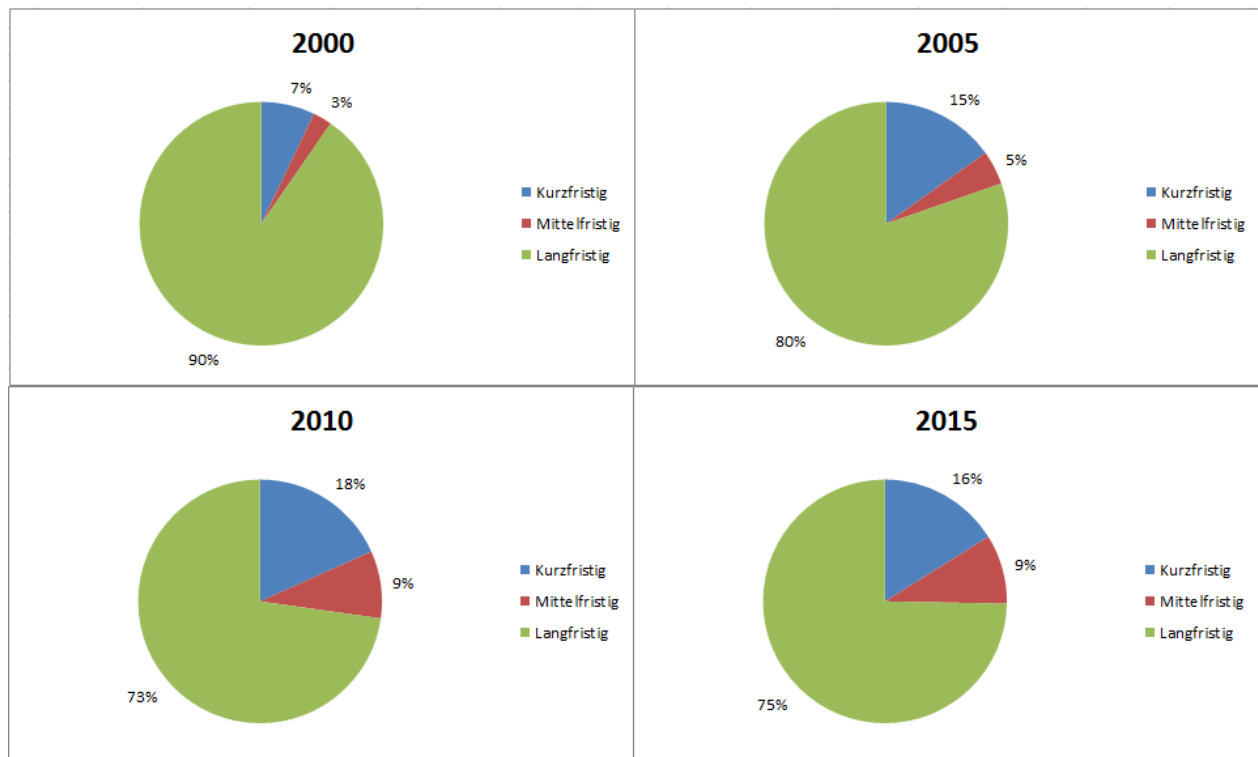
Die Steuerreform des Bundes von 2001 bis 2005 hat bei den Gemeinschaftssteuern zu geringeren Einnahmen für die Kommunen geführt. Dieser Effekt wurde im selben Zeitraum zusätzlich durch schwaches

Wirtschaftswachstum verstärkt. Folglich hatten sich die Haushaltsergebnisse der Kommunen massiv verschlechtert. Deutsche Kommunen dürfen Defizite im laufenden Haushalt lediglich über kurzfristige Kredite finanzieren (Kassenkredite), basierend auf der Annahme, dass diese kurzfristige Verschuldung in den folgenden Jahren schnell zurückgezahlt werden soll und kann. Da eine Haushaltssanierung vielerorts in den Folgejahren nicht gelang, und einige Kommunen unverändert Haushaltsdefizite erwirtschaften, haben kurzfristige Finanzierungen seit 2000 stark zugenommen (siehe Grafik 3).

Da mehrere Kommunen keine realistischen 4-jährigen Konsolidierungspläne vorweisen konnten, wie sie gesetzlich von den Bundesländern vorgeschrieben werden, haben einige Bundesländer wie Nordrhein-Westfalen oder Hessen kommunale Sonderprogramme aufgelegt, um die Konsolidierungsbemühungen ihrer hochverschuldeten Kommunen zu unterstützen. Obwohl Kurzfristfinanzierungen für Kommunen ausschließlich für das Liquiditätsmanagement oder die Finanzierung laufender Haushaltsdefizite gestattet sind, erlaubt Nordrhein-Westfalen beispielsweise die Finanzierung laufender Haushaltsdefizite durch per Definition kurzfristige Kassenkredite mit Laufzeiten von bis zu 10 Jahren. Derart lange Laufzeiten gestatten eine realistische Konsolidierung, die die Abschreibung von aufgelaufenen laufenden Haushaltsdefiziten und eine Verteilung der Schuldtilgung auf einen Zeithorizont von 10 Jahren erstreckt.

Grafik 3:

Anteil kurz-, mittel- und langfristiger Finanzierung des deutschen Kommunalsektors



Sichtbare Auswirkungen eines sich wandelnden Umfeldes

Die meisten Kommunen finanzieren sich weiterhin fast ausschließlich / überwiegend über Bankdarlehen. Allerdings beobachten wir im Bankensektor eine veränderte Haltung gegenüber kommunalen Schulden, welche die Banken generell als ein Geschäft mit geringen Margen betrachten. Anfangs der 2000er Jahre wurde dem kommunalen Kreditrisiko von Banken wenig Beachtung geschenkt, vor allem da deutsche Kommunen von einer 0%-Risikogewichtung bezüglich der Eigenkapitalanforderungen an Banken profitierten. Während die 0%-Risikogewichtung lediglich den regulatorischen Ansatz reflektiert, setzte sich inzwischen die Sichtweise durch, dass Banken auch wirtschaftliches Eigenkapital für kommunale Ausleihungen bereitstellen müssen, was wiederum die Nettomarge bei kommunalen Finanzierungen verringerte.

Darüber hinaus haben die schwachen Haushaltsergebnisse des deutschen Kommunalsektors in den letzten Jahren dazu geführt, dass Banken interne Risiko-/Rating-Bewertungen für Kommunen eingeführt haben. Diese Differenzierung kommunaler Kreditrisiken stellt einen ersten Schritt in Richtung eines gründlicheren Bewertungsansatzes der Banken dar. Nach unserem Verständnis verabschiedeten sich die Banken inzwischen von der lange gehegten Auffassung, dass alle Kommunen das gleiche Risiko aufweisen und berücksichtigen nun die individuellen Kreditprofile der Kommunen. Damit folgen sie der Sicht von Standard & Poor's Ratings Services mit ihrem Ansatz, dass Bundesländer und Kommunen nicht automatisch die Bonität des souveränen Staates aufweisen (siehe: 'Why We Don't Rate Every German State And Municipality 'AAA'', veröffentlicht am 23. Februar 2016 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com). Allerdings scheint sich dies noch nicht in einer stärkeren Konditionendifferenzierung bei Kommunalдарlehen niedergeschlagen zu haben. Allerdings haben Banken bereits damit begonnen, ihren Umgang betreffend Kommunalдарlehensportfolien zu verändern, entweder indem sie nur ein geringeres Volumen anbieten und eine einzelne Kommune nicht mehr ausschließlich durch eine Bank finanziert wird, oder indem komplett auf die Übermittlung eines Finanzierungsangebots verzichtet wird. Gemäß Marktinformationen erhielten Kommunen nach Ausschreibungen in 2000 im allgemeinen bis zu 15 Kreditangebote, während mittlerweile oft nur noch zwei oder gar kein Angebot unterbreitet wird.

Die von politischer Seite aufgelegten subventionierten Förderkreditprogramme der Europäischen Investitionsbank (EIB) und deutscher Landes- und Bundesförderbanken unterstützen ebenfalls die Finanzierung kommunaler Investitionsprojekte. Der Vorteil solcher Programme ist, dass hierdurch langfristige Finanzierungen mit Tilgungsstrukturen zur Verfügung gestellt werden, die den Bedürfnissen des Kommunalsektors besser entsprechen.

Kapitalmarktfinanzierungen haben noch keinen großen Anklang bei deutschen Kommunen gefunden. Nur wenige Kommunen haben eigene oder Gemeinschaftsanleihen begeben. Ein begrenzender Faktor ist sicherlich die Emission von öffentlichen Pfandbriefen von deutschen Banken, die ihr Kreditportfolio als Sicherheit und Unterlegung für diese Pfandbriefe genutzt haben. Aber in den letzten Jahren haben Pfandbriefe bei Kommunalfinanzierungen und bei von Kommunen garantierten Schulden an Marktanteil eingebüßt. Eine weitere Einschränkung ist die Sichtweise von Finanzmarkintermediären, welche generell nur endfällige Anleihen sowie Emissionsvolumina von über €100 Mio., vorzugsweise €500 Mio., bevorzugen. Der Hauptgrund dafür ist, dass im Sekundärmarkthandel von Anleihen der Einfluss auf Sekundärmarktpreise bei höheren Emissionsvolumina geringer ist, was wiederum die Liquidität von gehandelten Anleihen erhöht. Darüberhinaus zeigen sich die Marktteilnehmer von Gemeinschaftsanleihen mehrerer Kommunen noch nicht merklich überzeugt. Bei derartigen Anleihen müssen Investoren aufgrund fehlender gegenseitiger

Garantiestrukturen das Kreditrisiko jeder einzelnen teilnehmenden Kommune bewerten. Gegenseitige Garantien sind deutschen Kommunen gesetzlich untersagt.

Ausweitung kommunaler Finanzierungsmöglichkeiten und der Investorenbasis ist die Zukunft

Wir erwarten eine maßgebliche Transformation im Finanzierungsverhalten im kommunalen Sektor:

- Banken, die Kommunalfinanzierungen anbieten, werden ihre internen Ratingergebnisse für Kommunen verstärkt in ihre Konditionenmodelle integrieren. Dies muss nicht notwendigerweise zu großen Konditionenunterschieden führen, aber wir erwarten dennoch eine differenzierte Konditionengestaltung, die die unterschiedlichen Kreditrisiken deutlich sichtbarer abbildet als bisher.
- Interne Ratingergebnisse werden auch dazu führen, dass immer mehr Banken darauf verzichten werden, einzelnen Kommunen überhaupt Finanzierungen anzubieten, was wiederum deren Finanzierungssituation verschärft.
- Das regulatorische Umfeld der Banken ist kontinuierlich strenger geworden. Zwar gehen wir davon aus, dass die 0%-Risikogewichtung für den Kommunalsektor aufrecht erhalten bleiben dürfte. Dennoch könnten bereits existierende und sich weiter entwickelnde regulatorische Anforderungen an Banken bezüglich Verschuldungsgrad und Liquidität dazu führen, dass diese zusätzlichen Kostenbestandteile in den Konditionen aufgezwungenerweise Berücksichtigung finden.

Das traditionelle Kommunaldarlehen wird ein Eckpfeiler bleiben

Aus unserer Sicht wird der größte Teil des deutschen kommunalen Sektors seinen Finanzierungsbedarf auch zukünftig über amortisierende Darlehensstrukturen decken. Amortisierende Bankdarlehenstrukturen bieten den Kommunen größere Flexibilität, da sie maßgeschneiderte Finanzierungslösungen ermöglichen und außerdem einen gleichmäßigeren Schuldendienst über die Darlehens- und Investitionslaufzeit erlauben.

Die EIB sowie die Landes- und Bundesförderbanken werden weiterhin eine wichtige Rolle bei der Finanzierung von geförderten Investitionsprojekten spielen, indem sie subventionierte Kredite zur Verfügung stellen. Das enorme Kreditwachstum dieser Banken (siehe Grafik 1) wird unserer Meinung nach anhalten, allerdings mit geringerer Geschwindigkeit. Die Ausgaben für Infrastrukturinvestitionen mancher deutscher Kommunen dürften aufgrund von erweiterten Handlungsspielräumen durch Erfolge bei der Haushaltskonsolidierung weiterhin ansteigen.

Wie in vergangenen Jahren werden internationale Banken weiterhin an der Finanzierung deutscher Kommunen teilnehmen, entweder durch die Gewährung von Darlehen oder über den Erwerb von Anleihen, die Kommunen emittieren werden. Allerdings sehen wir eine Begrenzung der internationalen Finanzierungsbeteiligung wegen des Fehlens von veröffentlichten Kreditratings für Kommunen. In diesem Zusammenhang könnte sich auch auswirken, dass kürzlich veröffentlichte Medienberichte auf schwache kommunale Haushaltsergebnisse und hohen Schuldenstände hinwiesen, was das Interesse internationaler Investoren ebenfalls dämpfen dürfte.

Versicherungen werden ihr Engagement im kommunalen Finanzierungsmarkt erhöhen

Versicherungsunternehmen werden aus unserer Sicht ihren Finanzierungsanteil am kommunalen Sektor erhöhen, da sie Ausschau nach langfristigen und qualitativ hochwertigen Investmentmöglichkeiten halten. Derartige Finanzierungen lassen höhere Renditen erwarten, vor allem im Vergleich zu Länder- und Bundesanleihen, was folglich die Erzielung höherer Erträge ermöglicht, die zur Erfüllung der Renditeversprechen aus den Versicherungspolicen notwendig ist. Manche Versicherungsunternehmen werden

möglicherweise auch eigene interne Risikogruppen in ihren Risikoanalyseabteilungen einrichten, sofern sie das Kommunalfinanzierungsgeschäft verstärkt betreiben wollen. Wahrscheinlicher aber wird die Mehrheit bei ihren kommunalen Transaktionen vor allem externe und unabhängige Ratings nutzen wollen.

Kommunen werden Kapitalmarktauftritt verstärken

Kommunale Anleiheemissionen werden unserer Meinung nach häufiger am Markt erscheinen, insbesondere wenn sich der Zugang zu traditionellen Finanzierungsquellen verengt. Dazu werden Finanzmarktintermediäre Varianten von Finanzinstrumenten für den kommunalen Sektor erweitern und zusätzlich zu endfälligen Anleihen auch Strukturen anbieten müssen, die den US Municipal Bonds mit serieller Tilgungsstruktur ähnlich sind, als auch einfache Tilgungs- oder Annuitätenanleihen. Mitte bis Ende der 1990er wurden derartige Strukturen österreichischen Bundesländern in Form von Privatplatzierungen angeboten und fanden sowohl unter den öffentlichen Emittenten als auch unter den Investoren großen Anklang.

Wir erwarten außerdem, dass die Volumina für Einzelemissionen sinken, da Kommunalanleihen im allgemeinen von Investoren bis zur Fälligkeit gehalten werden und daher die Liquidität im Sekundärmarkt von geringerer Bedeutung sein dürfte. Unserer Ansicht nach bevorzugen Marktteilnehmer externe und unabhängige Ratings, welche transparente und vergleichbare Bewertungsergebnisse für die jeweilige Kreditwürdigkeit zur Verfügung stellen. Dies gilt besonders für jene Marktteilnehmer, die sich mit dem deutschen kommunalen Sektor noch wenig bis gar nicht befasst haben. Aus unserer Sicht könnte sich ein deutscher Kommunalanleihenmarkt entwickeln, sofern alle Beteiligten (Emittenten, Finanzmarktintermediäre und Investoren) ihre Möglichkeiten nutzen.

Kommunalanleihen haben auch den Vorteil, bessere Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken bei Zentralbanken zu erschließen, sofern bestimmte Anforderungen erfüllt sind. Vor Kurzem hat die Europäische Zentralbank (EZB) Kommunalanleihen in ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten im Zuge der quantitativen Lockerung in der Geldpolitik aufgenommen (siehe 'Credit FAQ: How German LRGs Stand To Benefit From The ECB's Public Sector Asset Purchases', veröffentlicht am 11. Februar 2016 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com). Aber auch hier ist ein externes Rating Voraussetzung, damit Kommunalanleihen bei Refinanzierungstransaktionen über Zentralbanken und die EZB akzeptiert werden können.

Nicht zuletzt könnten kommunale Unternehmen auch mehr Schuldverschreibungen emittieren, da die Kommunen die interne Finanzierung einschränken und einen Teil ihrer Investitionsverantwortung auf diese Unternehmen übertragen könnten. Einige große Kommunalunternehmen profitieren bereits von einer Erweiterung ihrer Investorenbasis. Dies ist zum Beispiel der Fall bei der Rheinbahn AG (AA-/Stable/A-1+), dem öffentlichen Verkehrsunternehmen der Stadt Düsseldorf, oder der Gewobag (A+/Stable/A-1), einem Anbieter von Sozialwohnungen des Landes Berlin.

Zusätzlich zur Finanzierung durch Darlehen und über Kapitalmärkte, erwarten wir, dass Kommunen im Einzelfall auf Finanzierungsmodelle von öffentlich-privaten Partnerschaften zurückgreifen werden. Einige Bundesländer bieten ihren Kommunen bei der Auswahl und Bewertung solcher Projekte und den damit verbundenen Risiken Unterstützung an, was solche Finanzierungsvarianten für Kommunen erleichtern soll.

Kommunen und kommunale Unternehmen werden zwar weiterhin ihre Finanzierung überwiegend über Banken- und Förderkredite stemmen. In Zukunft dürften sie jedoch zunehmend auf Kapitalmarktinstrumente zurückgreifen, um ihre Finanzierungsmöglichkeiten zu optimieren und ihre Investorenbasis zu verbreitern,

indem sie sich etwa für Versicherer und andere internationale Adressen als attraktive Investitionsalternative präsentieren.

Relevante Kriterien und Analysen

- Why We Don't Rate Every German State And Municipality 'AAA' , veröffentlicht am 23. Februar 2016 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com
- Credit FAQ: How German LRGs Stand To Benefit From The ECB's Public Sector Asset Purchases, veröffentlicht am 11. Februar 2016 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com
- Methodology for Rating Non-U.S. Local And Regional Governments, veröffentlicht am 30. Juni 2014 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com
- Still-High Refinancing To Fuel German, Swiss, And Austrian Local And Regional Government Borrowing In 2016, veröffentlicht am 10. Februar 2016 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com
- Default, Transition, and Recovery: 2014 Annual International Public Finance Default Study And Rating Transitions, veröffentlicht am 8. Juni 2015 auf www.GlobalCreditPortal/RatingsDirect.com

Standard & Poor's Ratings Services, ein Teil von McGraw Hill Financial (NYSE:MHI), ist der weltweit führende Anbieter von unabhängigen Research und Benchmarks zu Kreditrisiken. Wir haben etwa 1,2 Mio. Kreditratings zu Staaten, Gebietskörperschaften, Unternehmen, Finanzinstituten und Emissionen im Markt. Mit über 1.400 Kreditanalysten in 26 Ländern sowie mehr als 150 Jahren Erfahrung in der Einschätzung von Kreditrisiken bieten wir eine besondere Kombination von globaler Abdeckung und lokalem Einblick. Unser Research und unsere Meinungen zum relativen Kreditrisiko bieten Marktteilnehmern Informationen und unabhängige Benchmarks, die zur Förderung transparenter und liquider Finanzmärkte weltweit beitragen.

Nach den Ratingkriterien von Standard & Poor's kann nur ein Ratingkomitee eine Entscheidung über eine Ratingmaßnahme (darunter eine Ratingänderung, -bestätigung oder das Zurückziehen eines Ratings, Ratingausblicksänderungen oder CreditWatch-Maßnahmen) treffen. Dieser Kommentar und sein Inhalt waren nicht Gegenstand einer Ratingkomitee-Maßnahme und sollten daher weder als Änderung noch als Bestätigung eines Ratings oder eines Ratingausblicks interpretiert werden.

Kein Inhalt (einschließlich Ratings, kreditbezogene Analysen und Daten, Bewertungen, Modelle, Software oder andere Anwendungen oder Ergebnisse daraus) oder irgendein Teil davon (Inhalt) dürfen in irgendeiner Form oder durch irgendein Mittel verändert, weiterentwickelt, reproduziert oder weiterverbreitet werden noch in einer Datenbank oder einem Datenabfragesystem gespeichert werden, ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Standard & Poor's Financial Services LLC oder ihrer Tochtergesellschaften (zusammen „S&P“). Der Inhalt darf nicht für rechtswidrige oder nicht genehmigte Zwecke verwendet werden. S&P und jegliche Drittanbieter, sowie ihre Direktoren, Führungskräfte, Anteilseigner, Mitarbeiter oder Vertreter (zusammen „S&P Parteien“) garantieren nicht die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit des Inhalts. S&P Parteien übernehmen keinerlei Verantwortung für Fehler oder Auslassungen (fahrlässige oder andere), ungeachtet der Ursache für die Ergebnisse, die aus der Verwendung des Inhalts erzielt werden, oder für die Sicherheit oder Pflege der Daten durch den Anwender. Der Inhalt wird auf einer „as is“-Basis zur Verfügung gestellt. S&P PARTEIEN SCHLIESSEN JEGLICHE AUSDRÜCKLICHE ODER STILLSCHWEIGENDE GEWÄHRLEISTUNG AUS, EINSCHLIESSLICH, ABER NICHT DARAUF BESCHRÄNKT, JEDLICHER GEWÄHRLEISTUNGEN DER HANDELSÜBLICHKEIT ODER EIGNUNG FÜR EINEN BESTIMMTEN ZWECK ODER VERWENDUNG, FREIHEIT VON TECHNISCHEN FEHLERN, SOFTWARE-FEHLERN ODER –MÄNGELN, DASS DER INHALT UNUNTERBROCHEN FUNKTIONIERT ODER DASS DER INHALT MIT JEDER SOFTWARE ODER HARDWARE-KONFIGURATION BETRIEBEN WERDEN KANN. In keinem Fall übernehmen S&P Parteien die Haftung gegenüber irgendeiner Partei für jegliche direkte, indirekte, zufällige, exemplarische, kompensatorische, punitive, spezielle oder resultierende Schäden, Kosten, Ausgaben, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich, aber ohne Beschränkung auf durch Fahrlässigkeit verursachte entgangene Einnahmen oder entgangene Gewinne und Opportunitätskosten oder Verluste) in Verbindung mit jeglicher Verwendung des Inhalts, auch wenn auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen worden ist.

Kreditbezogene und andere Analysen, einschließlich Ratings und Stellungnahmen in dem Inhalt sind Meinungsäußerungen zum Zeitpunkt, in dem sie gemacht werden, und keine Tatsachenaufstellungen. Die Meinungen, Analysen und Rating-Anerkennungs-

Entscheidungen von S&P (nachfolgend dargelegt) sind keine Empfehlungen, irgendwelche Wertpapiere zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen oder irgendwelche Investitionsentscheidungen zu treffen, und sie gehen nicht auf die Geeignetheit irgendeines Wertpapiers ein. S&P übernimmt keinerlei Verpflichtung, den Inhalt nach der Veröffentlichung in irgendeiner Form oder irgendeinem Format zu aktualisieren. Auf den Inhalt soll nicht vertraut werden, er ersetzt nicht die Kompetenz, Urteilsfähigkeit und Erfahrung des Anwenders, seines Managements, seiner Angestellten, Berater und/oder Kunden, wenn sie Investitions- und andere Geschäftsentscheidungen treffen. S&P handelt nicht als Treuhänder oder Anlageberater. Obwohl S&P ihre Informationen über Quellen bezogen hat, die sie für vertrauenswürdig hält, führt S&P kein Audit durch und übernimmt keine Verpflichtung zur Bewertung oder unabhängigen Überprüfung von irgendwelchen Informationen, die sie erhält.

Sofern Aufsichtsbehörden einer Ratingagentur genehmigen, ein Rating in einer Jurisdiktion zu bestätigen, das in einer anderen Jurisdiktion für bestimmte regulatorische Zwecke abgegeben worden ist, behält S&P sich das Recht vor, eine solche Bestätigung jederzeit nach eigenem Ermessen zu übertragen, zurückzuziehen oder auszusetzen. Die S&P Parteien lehnen jegliche Verpflichtung ab, die aus der Übertragung, Zurückziehung oder Aussetzung einer Bestätigung entstehen könnte sowie jegliche Haftung für jegliche tatsächliche oder vermeintliche Schäden, die dadurch erlitten worden sind.

S&P hält bestimmte Tätigkeiten ihrer Geschäftsbereiche voneinander getrennt, um die Unabhängigkeit und Objektivität der entsprechenden Tätigkeiten zu wahren. Daher kann es vorkommen, dass bestimmte Geschäftsbereiche von S&P über Informationen verfügen, die anderen Geschäftsbereichen von S&P nicht zugänglich sind. S&P hat Richtlinien und Verfahren entwickelt, um die Vertraulichkeit von bestimmten nicht-öffentlichen Informationen zu wahren, die sie in Verbindung mit jedem Analyseverfahren erhalten hat.

S&P kann für ihre Ratings und bestimmte Analysen eine Vergütung erhalten, üblicherweise von Emittenten oder Zeichnern von Wertpapieren oder von Schuldern. S&P behält sich das Recht vor, ihre Gutachten und Analysen zu verbreiten. Die öffentlichen Ratings und Analysen von S&P werden auf ihren Web-Seiten www.standardandpoors.com (kostenlos) und www.ratingsdirect.com und www.globalcreditportal.com (Abonnement) zur Verfügung gestellt und können durch andere Mittel verbreitet werden, einschließlich via S&P Veröffentlichungen und dritte Vertriebs Händler. Zusätzliche Informationen über unsere Rating-Gebühren sind auf www.standardandpoors.com/usratingfees zu finden.

Copyright © 2016 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

STANDARD & POOR'S, S&P, GLOBAL CREDIT PORTAL und RATINGSDIRECT sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC.