




Metodologia  
Rating di emissione

---

*giugno 2014*

A large, stylized teal graphic in the bottom-left corner, consisting of a thick, curved line that forms a partial circle or wave shape.

## SOMMARIO

IL RATING - DEFINIZIONI .....	3
CERVED GROUP RATING .....	3
IL RATING di emissione .....	3
LA SCALA DI RATING .....	3
METODOLOGIA DI RATING DI EMISSIONE .....	5
Ambito di applicazione .....	5
Processo di rating .....	5
Rating criteria per emissioni A medio-lungo termine .....	5
Notching criteria per emissioni A medio-lungo termine .....	6
Senior secured BOND .....	7
Senior Unsecured .....	7
Subordinated BOND .....	7
Preferred stock .....	8
Rating criteria per emissioni a breve termine .....	8
Notching criteria per emissioni a breve termine .....	9

## IL RATING - DEFINIZIONI

### CERVED GROUP RATING

Il Cerved Group Rating è il giudizio sintetico, espresso da Cerved Rating Agency, sul grado di solvibilità di un'impresa e valuta la capacità della stessa di generare risorse sufficienti a ripagare i propri creditori. Il rating, quindi, misura la probabilità che l'azienda valutata possa registrare in futuro un evento di default, ossia possa non far fronte puntualmente alle proprie obbligazioni.

Il rating è una valutazione del merito di credito di un soggetto assegnata da analisti specializzati, nella quale il giudizio degli analisti, supportato da informazioni e score quantitativi, è l'elemento prevalente. Si definisce invece score una valutazione automatica del merito di credito ottenuta grazie all'impiego di soli modelli statistici.

Il Cerved Group Rating:

- utilizza tutte le informazioni disponibili sul soggetto valutato;
- è espresso su una scala composta da 13 classi;
- è emesso su società non finanziarie italiane;
- può essere richiesto sia dal soggetto valutato sia da altri soggetti, quali investitori, intermediari finanziari, partner commerciali (clienti e fornitori).

### IL RATING DI EMISSIONE

Il rating di emissione rilasciato da Cerved Rating Agency è il giudizio sintetico, espresso dagli analisti di Cerved Rating Agency, sulla capacità di un emittente di titoli di debito di far fronte agli impegni assunti con riferimento agli strumenti finanziari facenti parte di una medesima emissione nei tempi e nei modi stabiliti nel regolamento del prestito.

Il rating di emissione considera la valutazione espressa dagli analisti di Cerved Rating Agency in merito al grado di solvibilità dell'emittente congiuntamente alla valutazione del tasso di perdita attesa in caso di insolvenza del debitore, che dipende dalla presenza di eventuali garanzie prestate a favore dei possessori dei titoli e del grado di priorità relativa, in sede di rimborso, degli strumenti valutati rispetto agli altri debiti contratti dall'emittente.

*I rating emessi da Cerved Rating Agency non costituiscono, in alcun caso, consigli d'investimento né forme di consulenza finanziaria; non equivalgono a raccomandazioni per la compravendita o la detenzione di particolari investimenti, né forniscono indicazioni riguardo all'opportunità per un particolare investitore di effettuare un determinato investimento.*

### LA SCALA DI RATING

Il Cerved Group Rating è espresso su una scala alfanumerica a tredici classi, raggruppate in 4 macro aree (sicurezza, solvibilità, vulnerabilità, rischio). La denominazione delle classi di rating permette di individuare rapidamente macro-aree omogenee di rischio.

MASTER SCALE CERVED GROUP RATING		
AREA	CLASSE	DESCRIZIONE
SICUREZZA	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una capacità molto elevata di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
SOLVIBILITÀ	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.
VULNERABILITÀ	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media.
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.
RISCHIO	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.

Nel caso in cui si siano verificati eventi di default <sup>1</sup> l'impresa migra in una *posizione non performing* ed il rating viene ritirato.

Per quanto concerne il rating di emissione, la valutazione degli strumenti a medio-lungo termine viene espressa sulla scala corporate di medio-lungo periodo a tredici classi utilizzata per il Cerved Group Rating, mentre per gli strumenti a breve termine la valutazione è espressa su una scala di breve periodo a cinque classi.

<sup>1</sup> Il concetto di default comprende fallimenti e altre procedure concorsuali, accordi di ristrutturazione del debito (ex art. 182 della Legge Fallimentare) e, più in generale, gli eventi di mancato pagamento di obbligazioni finanziarie desumibili da fonti informative pubbliche.

## METODOLOGIA DI RATING DI EMISSIONE

### AMBITO DI APPLICAZIONE

Cerved Rating Agency attribuisce il rating di emissione su strumenti finanziari emessi da società private non finanziarie con scadenza sia a breve sia a medio-lungo termine.

In particolare si distingue tra strumenti finanziari:

- a breve termine, con durata contrattuale fino a 12 mesi (quali *commercial paper* o cambiali finanziarie);
- a medio-lungo termine, con durata contrattuale superiore a 12 (quali *corporate bond* o cambiali finanziarie con durata da 13 a 36 mesi).

### PROCESSO DI RATING

Il processo di attribuzione del rating di emissione da parte di Cerved Rating Agency si attiva a fronte della richiesta di un cliente.

L'esistenza del rating sull'emittente valido e aggiornato è condizione necessaria affinché possa essere emesso il rating di emissione. Il processo di rating si articola nelle seguenti fasi:

1. raccolta delle informazioni necessarie e verifica della possibilità di assegnare il rating di emissione;
2. eventuale revisione del rating sull'emittente alla luce delle informazioni raccolte;
3. valutazione dell'eventuale notching rispetto al rating sull'emittente per incorporare la rischiosità specifica dell'emissione;
4. formulazione della proposta di rating di emissione da parte dell'analista responsabile;
5. validazione da parte del Comitato di rating e rilascio del rating, previa comunicazione al soggetto valutato.

### RATING CRITERIA PER EMISSIONI A MEDIO-LUNGO TERMINE

Elemento base per l'attribuzione del rating di emissione è il rating assegnato all'emittente. A fronte della richiesta di rating su un'emissione di strumenti finanziari a medio-lungo termine, il rating sull'emittente dovrà tenere conto dell'effetto del prestito in esame sulla situazione economico-finanziaria dell'emittente, anche sottoponendo il business plan dell'emittente a un'analisi di sensitività (*sensitivity analysis*) su un orizzonte temporale congruo rispetto alla durata del prestito.

Il rating di emissione può scostarsi dal rating dell'emittente in funzione delle caratteristiche dei titoli in esame che, a parità di rischio di insolvenza del debitore, influiscono sulla perdita attesa. Le caratteristiche rilevanti riguardano:

- la seniority;
- la presenza di eventuali garanzie.

Con l'obiettivo di fornire agli analisti di Cerved Rating Agency un riferimento oggettivo per l'attribuzione dei rating di emissione è stata elaborata una master scale benchmark di Expected Loss differenziata per tipologia di emissione basata sui seguenti assunti:

$$\text{Expected Loss (EL)} = \text{Probabilità di Default (PD)} \times \text{Loss Given Default (LGD)}$$

dove:

- la Probabilità di Default è identificata dal rating corporate attribuito all'emittente sulla master scale dei Cumulative Default Rates con orizzonte previsionale coerente con il periodo di rimborso previsto per l'emissione. Ai fini della definizione di politiche di notching standard rispetto al rating dell'emittente, è stata elaborata una master scale benchmark basata sui Cumulative Default Rates a 5 anni<sup>2</sup>.
- la Loss Given Default dipende dalla tipologia di strumento finanziario considerato. Per la definizione della master scale benchmark di Expected Loss, sono stati analizzati i Recovery Rates medi per tipologia di emissione pubblicati in diversi studi internazionali<sup>3</sup>. Tali valori medi sono da considerarsi come dei benchmark in assenza di dati puntuali disponibili sul mercato italiano. La Loss Given Default è definita come  $(1 - Recovery Rate)$ .

La classificazione delle obbligazioni nella master scale di Expected Loss benchmark segue uno schema che tiene conto del diverso Recovery Rate medio atteso standard in caso di default per ogni tipologia di strumento:

- senior secured bond;
- senior unsecured bond;
- subordinated bond;
- preferred stock.

Sulla base dell'equivalenza dei valori di Expected Loss sulla master scale benchmark, sono stati definiti dei criteri standard per il notching rispetto al rating dell'emittente, che fungono da guida per l'attribuzione del rating di emissione.

#### NOTCHING CRITERIA PER EMISSIONI A MEDIO-LUNGO TERMINE

In generale, in caso di emissione di strumenti finanziari a medio-lungo termine non subordinati né assistiti da garanzie specifiche (senior unsecured bond), il rating di emissione è pari al rating dell'emittente che include la valutazione della capacità di rimborso di tutti i debiti, inclusi i titoli in esame.

In caso di differente livello di seniority o in presenza di garanzie, sono stati definiti dei criteri di notching standard sulla base dei differenti livelli di Expected Loss medi attesi per tipologia di emissione, basati sull'aggregazione dei Recovery Rates storici osservati in alcuni studi internazionali. Essendo i Recovery Rates molto volatili anche all'interno della stessa macro-tipologia di emissione, i Recovery Rates medi identificati vanno considerati come riferimenti di massima, al fine di definire le linee guida per i criteri di notching standard. Sarà compito dell'analista valutare le caratteristiche della singola emissione, secondo le linee guida indicate, ed eventualmente applicare notching differenti, se ritenuto opportuno. In ogni caso le valutazioni dell'analista saranno motivate.

Per definire il notching più corretto da applicare, l'analista segue un metodo di analisi differenziato per tipologia di emissione.

---

<sup>2</sup> Si ritiene questo un orizzonte previsionale sufficientemente ampio per intercettare il livello di rischio di lungo periodo necessario per valutare le obbligazioni. Allo stesso tempo la stima dei CDR è sufficientemente robusta in quanto basata sull'analisi di 5 anni di portafoglio (imprese rated dal 2004 al 2008) con osservazione dei default nel periodo 2005-2013.

<sup>3</sup> Moody's: Notching for Differences in Priority of Claim of Corporate Debt Securities and Integration of the Preferred Stock Rating Scale - November 2000; Moody's: Special Comment - Moody's Global Credit Policy - Corporate Default and Recovery Rates 1920-2008- February 2009; S&P: Default, Transition, and Recovery: Recovery Study (U.S.): Piecing Together The Performance Of Defaulted Instruments After The Recent Credit Cycle (2011); Fitch: Fitch Ratings Global Corporate Finance 2013 Transition and Default Study - Special Report; Altman: Default Recovery Rates and LGD in Credit Risk Modeling and Practice

---

## SENIOR SECURED BOND

L'emissione è assistita da garanzia specifica. L'analista esamina le caratteristiche della garanzia al fine di valutarne l'adeguatezza ed eventualmente attribuire all'emissione un rating migliore rispetto al rating dell'emittente. Gli elementi considerati sono:

- l'entità della garanzia;
- la forma tecnica della garanzia e le modalità di escussione;
- la tipologia di garanzia, distinguendo tra:
  - garanzia reale
  - garanzia finanziaria.

Nel caso di garanzia reale si effettua una stima del valore di realizzo della garanzia sulla base di una stima del valore di mercato dei beni sottostanti. In particolare se la garanzia reale è di tipo immobiliare, l'analista potrà avvalersi dei servizi di valutazione immobiliare di Cerved Group.

In caso di garanzia finanziaria la valutazione della garanzia è condizionata all'affidabilità del garante. Se è disponibile una valutazione dell'affidabilità del garante effettuata da Cerved Rating Agency, questa verrà utilizzata per valutare la garanzia stessa. Qualora tale valutazione non fosse disponibile ma la solvibilità del soggetto garante fosse stata valutata da altra agenzia di rating registrata che ha emesso un rating pubblico, quest'ultimo potrà essere utilizzato per valutare la garanzia.

La valutazione della garanzia assume importanza crescente al crescere del rischio.

---

## SENIOR UNSECURED

In generale non sono previsti notching rispetto al rating di emissione. E' comunque necessario che l'analista verifichi che il peso relativo dell'attivo messo a garanzia di altri debiti non sia eccessivo e tale da aumentare significativamente la perdita attesa rispetto al livello standard considerato nella master scale benchmark.

---

## SUBORDINATED BOND

In caso di liquidazione fallimentare gli obbligazionisti subordinati verrebbero rimborsati successivamente ai creditori che hanno priorità, inclusi i creditori ordinari, di conseguenza l'analista deve valutare il grado di subordinazione del titolo in esame ed effettuare, se necessario, una valutazione del probabile valore di recupero secondo un approccio semplificato basato sul valore di liquidazione dell'attivo di bilancio.

La valutazione semplificata del valore di recupero avviene ipotizzando, con logiche prudenziali, la liquidazione dell'attivo e il conseguente pagamento dei debiti secondo i livelli di priorità legati alla seniority e all'eventuale presenza di garanzie.

La quota di debiti subordinati che rimane scoperta dopo aver liquidato l'attivo e ripagato i debiti con priorità superiore rappresenta una stima semplificata della LGD e permette di definire l'adeguatezza del notching standard rispetto al rating sull'emittente.

La stima semplificata del valore di recupero in caso di default assume importanza crescente al crescere del rischio.

## PREFERRED STOCK

Si tratta di titoli ibridi, che attribuiscono al possessore un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso di capitale, ma in genere sono subordinati a tutti gli altri debiti. L'analista effettua una stima del valore di realizzo dell'attivo e della ripartizione pro-quota delle disponibilità al servizio del debito secondo il grado di priorità.

### RATING CRITERIA PER EMISSIONI A BREVE TERMINE

Elemento base per l'attribuzione del rating di emissione è il rating di lungo periodo assegnato all'emittente.

Dato che l'emissione ha una durata contrattuale di breve periodo, l'analista valuterà la rischiosità dell'emissione attribuendo al fattore liquidità un peso maggiore rispetto alla valutazione di lungo periodo in quanto sul breve termine tale fattore assume maggior rilievo. Qualora ritenga che la condizione di liquidità sia adeguata a mitigare il rischio di breve periodo in modo significativo rispetto alla valutazione di lungo periodo, l'analista può migliorare il rating sull'emittente. In generale è possibile attribuire un notching in upgrade di massimo una classe.

Dal rating sull'emittente corretto per il fattore liquidità si ottiene il rating di breve periodo applicando la scala di compatibilità sotto indicata:

AREA	LONG TERM RATING corretto per il fattore liquidità		SHORT TERM RATING	AREA
SICUREZZA	A1.1	→	S-1	SICUREZZA
	A1.2			
	A1.3	→	S-2	
	A2.1			
	A2.2			
	A3.1			
SOLVIBILITÀ	B1.1	→	S-3	SOLVIBILITÀ
	B1.2	→		
VULNERABILITÀ	B2.1	→	V-1	VULNERABILITÀ
	B2.2	→		
RISCHIO	C1.1	→	R-1	RISCHIO
	C1.2			
	C2.1			

La master scale dello Short Term Rating è più aggregata rispetto a quella del Long Term Rating, pertanto esiste una maggiore differenziazione tra i profili di rischio delle classi. La metrica di riferimento della master scale è costituita dai default rates a un anno.

Anche per la valutazione del rischio di credito di strumenti a breve termine sono previsti notching criteria standard definiti sulla master scale di riferimento.

Una master scale più aggregata, quindi tassi di default più differenziati tra le classi, si riflettono nella minore propensione a rettificare il rating di breve periodo per la presenza di garanzie rispetto alle emissioni di medio-lungo termine.



Per le cambiali finanziarie non è prevista la possibilità di introdurre vincoli di subordinazione essendo questo strumento un titolo esecutivo.

#### NOTCHING CRITERIA PER EMISSIONI A BREVE TERMINE

In generale, in caso di emissione di strumenti finanziari a breve termine non assistiti da garanzie specifiche (cambiali finanziarie non garantite), il rating di emissione è pari al rating sull'emittente corretto per il fattore liquidità (che include la valutazione della capacità di rimborso di tutti i debiti, incluso il titolo in esame, e la valutazione della rischiosità di breve termine). Tale rating è espresso sulla scala Short Term.

In presenza di garanzie specifiche, l'analista valuta le garanzie, considerando entità, forma tecnica, modalità di escussione e tipologia di garanzia. La stima dell'efficacia della garanzia a mitigare significativamente il rischio di credito relativo allo strumento considerato può determinare un miglioramento del rating.