

Holding finanziarie

Metodologia di rating emittente

Dicembre 2023

Indice

Versioni del documento	3
Introduzione.....	4
1 Definizione di rating	5
2 Definizione di holding.....	6
2.1 Holding finanziaria	7
3 La scala di rating.....	8
4 Definizione di default	9
5 Il modello di rating.....	10
6 La base informativa	12
7 Le componenti dell'analisi.....	15
7.1 Analisi quantitativa.....	15
7.1.1 Grading strutturale.....	15
7.1.2 Grading andamentale	16
7.2 Analisi qualitativa.....	16
7.2.1 Situazione finanziaria	17
7.2.2 Pagamenti.....	18
7.2.3 Andamento	18
7.3 Rating proposto dal modello.....	19
7.4 Altri fattori di rischio e notch	19
8 Il processo di rating	21

Versioni del documento

VERSIONE	DESCRIZIONE	DATA
1	Prima versione del documento, inclusiva della descrizione del modello e del processo per l'assegnazione del rating creditizio alle holding finanziarie	Dicembre 2023

Introduzione

Nel contesto dell'asset class non-financial corporates, è stata redatta una metodologia che dettaglia i criteri di rating specifici per le holding finanziarie, una particolare tipologia di imprese con caratteristiche peculiari descritte nel presente documento.

Per quanto attiene all'impianto metodologico, si fa riferimento al documento di metodologia di rating emittente sulle imprese non-finanziarie italiane. Non sussistono infatti differenze relativamente ai seguenti aspetti:

- scala di rating;
- definizione di default;
- struttura e componenti principali del modello di rating;
- base informativa;
- componente quantitativa dell'analisi (i.e. score CGS);
- combinazione automatica tra score e giudizio analitico;
- processo di rating.

Si evidenziano di seguito invece le specifiche descritte nel presente documento, relative a:

- la definizione di holding finanziaria e i criteri di valutazione del profilo di rischio;
- i criteri di valorizzazione dei tre parametri redazionali sui quali vertono l'analisi qualitativa e le logiche di risk assessment.

Il presente documento, pertanto, oltre alla specifica delle principali caratteristiche e categorie di holding finanziaria, descrive le logiche sottostanti all'analisi qualitativa, le cui specifiche generali sono elencate nel documento metodologico sulle imprese non-finanziarie italiane.

1 Definizione di rating

Il rating di Cerved Rating Agency è un'opinione sul merito creditizio di un'impresa, inteso come la capacità dell'impresa stessa di generare flussi di cassa sufficienti per il servizio puntuale del debito in un determinato orizzonte temporale.

Il rating è assegnato da analisti specializzati i cui giudizi, supportati da dati e informazioni di natura quantitativa e qualitativa e da score statistici, sono gli elementi determinanti nella formazione del rating.

Il rating di Cerved Rating Agency:

- è rilasciato su imprese non finanziarie italiane;
- si basa sulla misurazione della probabilità che entro 12 mesi dalla data di emissione del rating si possa registrare un evento di default, ossia che l'entità valutata possa non essere in grado di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie;
- è elaborato sulla base di tutti i dati e le informazioni pubbliche e proprietarie disponibili sull'entità valutata e aggiornate al momento della valutazione;
- è espresso su una scala composta da 13 classi;
- può essere richiesto sia dall'entità valutata (solicited rating) sia da soggetti terzi, quali ad esempio istituzioni finanziarie, investitori, business partners (unsolicited rating).

2 Definizione di holding

La holding è una società finanziaria che detiene partecipazioni o quote di altre società controllate sulle quali può esercitare un'attività direttiva e di gestione del capitale. La struttura così creata con la costituzione di una holding è dunque una piramide al cui vertice è posta la società madre o capogruppo (chiamata anche parent) e al di sotto le società figlie o controllate (subsidiary). Le holding si distinguono tra:

- holding pure che hanno come unica funzione il coordinamento tecnico-finanziario delle società controllate e non svolgono alcuna attività di produzione o di scambio di beni e/o servizi;
- holding miste (dette anche operative) che, insieme all'attività di gestione finanziaria, portano avanti attività industriali, commerciali o immobiliari.

Esistono inoltre:

- investment holding che acquisiscono partecipazioni allo scopo di ottenere dividendi e capital gains, senza però dover controllare e gestire il capitale delle società figlie;
- holding gestorie o settoriali che possono avere sia natura finanziaria e sia natura operativa e che riuniscono società con business strategicamente interdipendenti (ad esempio quelle operanti in settori complementari) al fine di gestirle in modo sinergico;
- subholding, tipicamente di natura finanziaria, che si interpongono tra una società capogruppo e le varie società figlie operanti nello stesso settore. Nei gruppi più grandi non è raro che l'attività di holding venga esercitata tramite una o più subholding;
- holding di famiglia dove i soci sono membri della stessa famiglia o ramo familiare. Il controllo societario si concentra nelle mani del fondatore (o dei fondatori), il quale conferisce alla holding le proprie quote o azioni detenute nelle società operative subsidiary, che possono quindi essere gestite in modo unitario e accentrato, anche dopo la successione del fondatore.

In sintesi, queste entità possono inquadrarsi nelle cosiddette "holding di partecipazione industriali" che hanno come oggetto sociale esclusivo o prevalente l'assunzione e la gestione di partecipazioni, di solito di controllo, in altre imprese svolgenti attività industriali e/o commerciali e/o di servizi, anche tramite una o più sub-holding.

In genere, il portafoglio di investimenti di una holding è relativamente stabile su un periodo di medio lungo termine (5-7 anni), ma potrebbe subire dei cambiamenti per cogliere opportunità nei mercati in crescita o per riflettere un ribilanciamento del rischio dei propri asset. Le holding possono anche investire in titoli non azionari o in attività finanziarie alternative.

2.1 Holding finanziaria

L'attività svolta dalle holding può rientrare nei seguenti due codici Atecofin 2007:

- Codice Ateco 64.20.00, che riguarda le "Attività delle società di partecipazione (holding);
- Codice Ateco 70.10.00, che concerne le "Attività delle holding impegnate nelle attività gestionali (holding operative).

La holding finanziaria, oggetto della presente metodologia, è un'entità che agisce come investitore finanziario per detenere un portafoglio costituito principalmente da partecipazioni di maggioranza o di minoranza, in società private o quotate in Borsa, operative in settori complementari o diversificati.

Le holding incluse in questa categoria, identificate con il codice Ateco 64.20.00, non forniscono altri servizi alle imprese di cui detengono il capitale, ossia esse non amministrano o gestiscono altre unità. Queste holding hanno dunque come unico scopo la detenzione di partecipazioni e si limitano ad amministrare le quote possedute. Per tale motivo sono in genere definite holding statiche.

Dalla classe 64.20 è pertanto esclusa la gestione attiva di aziende ed imprese, la pianificazione strategica e la gestione dei processi decisionali dell'azienda che rientrano invece nel codice 70.10.00, appartenente al più ampio codice 70 (attività di consulenza e di assistenza ad imprese e ad altre organizzazioni in materia gestionale ed attività di direzione aziendale), già incluso nella metodologia di rating emittente sulle imprese non-finanziarie italiane. Tali holding sono in genere definite operative o dinamiche.

3 La scala di rating

Il rating di Cerved Rating Agency è espresso su una scala alfanumerica composta da 13 classi, raggruppate in 4 macro aree (sicurezza, solvibilità, vulnerabilità e rischio). La denominazione delle classi di rating permette di individuare rapidamente macro-aree omogenee di rischio.

Tabella 1 – Scala di rating Cerved Rating Agency

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 un'adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi e improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.
	B1.2	Azienda caratterizzata da un'adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi e 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 verificano eventi di default l'impresa migra in una posizione non performing ed il rating viene ritirato.

4 Definizione di default

La definizione di default considerata nelle valutazioni sul merito creditizio delle controparti da parte di Cerved Rating Agency si basa sulle procedure concorsuali, i provvedimenti cautelari e altri eventi negativi, come di seguito dettagliato¹:

1. liquidazione giudiziale;
2. liquidazione coatta amministrativa;
3. liquidazione controllata;
4. concordato preventivo;
5. accordi di ristrutturazione dei debiti;
6. bancarotta fraudolenta;
7. bancarotta semplice;
8. amministrazione giudiziaria;
9. amministrazione straordinaria;
10. sequestro giudiziario;
11. stato di insolvenza;
12. sequestro conservativo di quote;
13. protesti e pregiudizievoli rilevanti;
14. mancato rimborso delle quote capitali e/o interessi su titoli di debito emessi;
15. richiesta di ammissione al concordato preventivo;
16. ricorso in bianco di accesso al concordato preventivo;
17. liquidazione giudiziaria.

Per le casistiche da 1 a 13 l'evento di default è determinato mediante la registrazione del dichiarato stato di insolvenza presso competenti uffici pubblici o dall'evidenza di segnali di insolvenza riflessi in eventi negativi ufficiali rilevanti. Per le casistiche da 14 a 17, non intercettate direttamente dal sistema, l'evento di default è determinato dal team analitico che dispone di informazioni provenienti da fonti attendibili (ad esempio sistema di monitoraggio Cerved e notizie/comunicazioni societarie).

Tutte le informazioni che concorrono alla formulazione dell'evento di default sono desumibili dalle basi informative di Cerved Rating Agency.

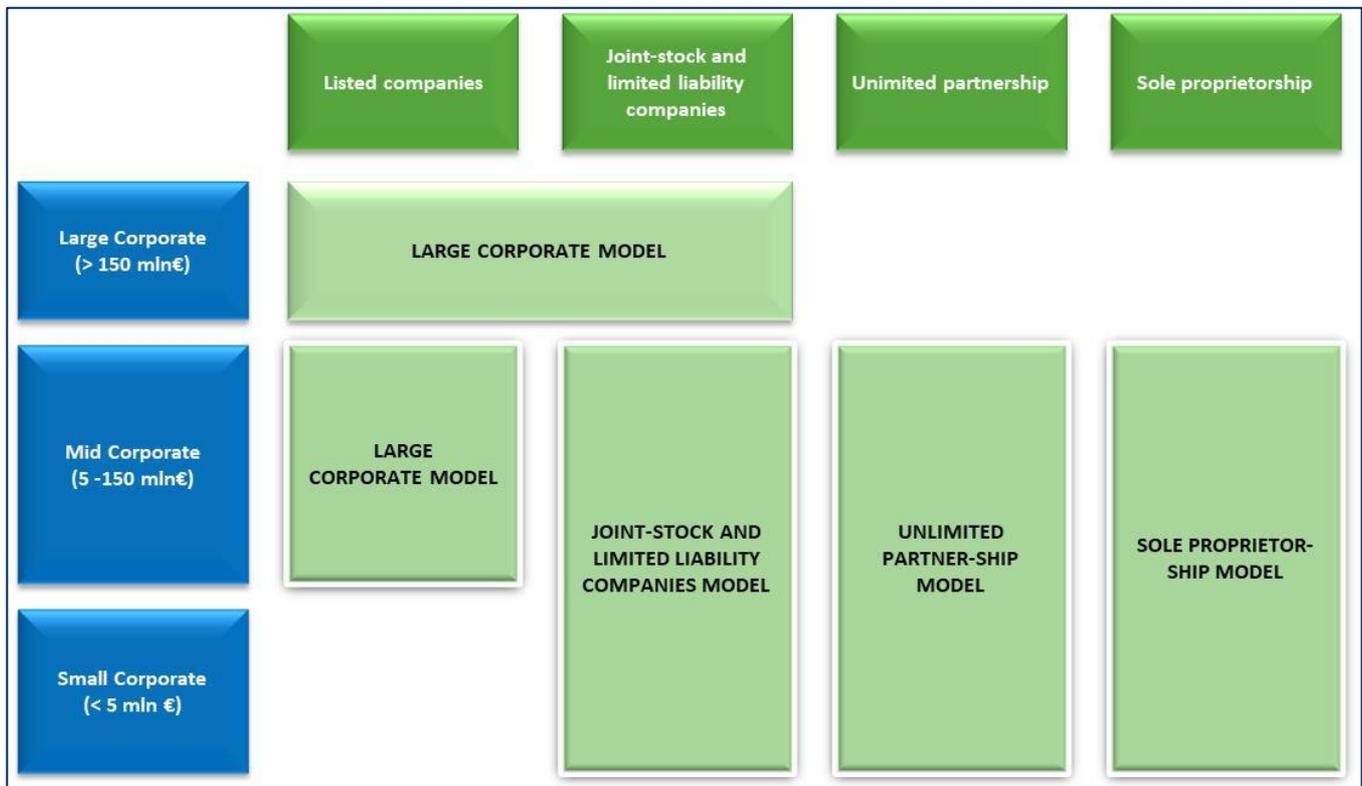
¹ Le categorie di default considerate sono definite in coerenza con la vigente legislazione in materia.

5 Il modello di rating

La metodologia di assegnazione del rating e i modelli statistici utilizzati per il calcolo degli score intermedi sono specializzati in funzione della dimensione e della forma giuridica dell'entità valutata. Questa differenziazione consente di tenere correttamente conto del diverso profilo di rischio delle entità valutate, poiché tendenzialmente aziende di maggiori dimensioni presentano in media un livello di rischiosità inferiore.

La macro-specializzazione del sistema di valutazione è rappresentata nel grafico sottostante:

Figura 1 – Macro-segmentazione dei modelli di valutazione di Cerved Group



Partendo da questo primo livello di segmentazione, i modelli di valutazione sono ulteriormente specializzati in termini di:

- fattori di rischio analizzati, che si differenziano per natura, tipologia e rilevanza;
- presenza / assenza di alcune informazioni e relativa interpretazione economica;
- altre peculiarità per ogni tipologia di azienda, a seconda di altri fattori distintivi dell'entità valutata.

Il modello di valutazione si articola in due distinte aree di analisi:

1. l'analisi quantitativa, basata su modelli statistici quantitativi, costantemente aggiornata a ogni nuovo evento rilevante intervenuto (e.g. pubblicazione del bilancio, segnalazione di pregiudizievole, protesto levato o cancellato), misura, attraverso grading automatici, il profilo di rischio economico/finanziario e comportamentale dell'azienda;

2. l'analisi qualitativa espressa dall'analista si basa sull'esame di tutti i dati e delle valutazioni fondamentali e comportamentali elaborate dal modello statistico, oltre che su informazioni di natura qualitativa acquisite direttamente da Cerved Rating Agency.

Le aree di analisi di cui sopra confluiscono, secondo il flusso logico illustrato di seguito, in due distinti step di attribuzione del rating finale:

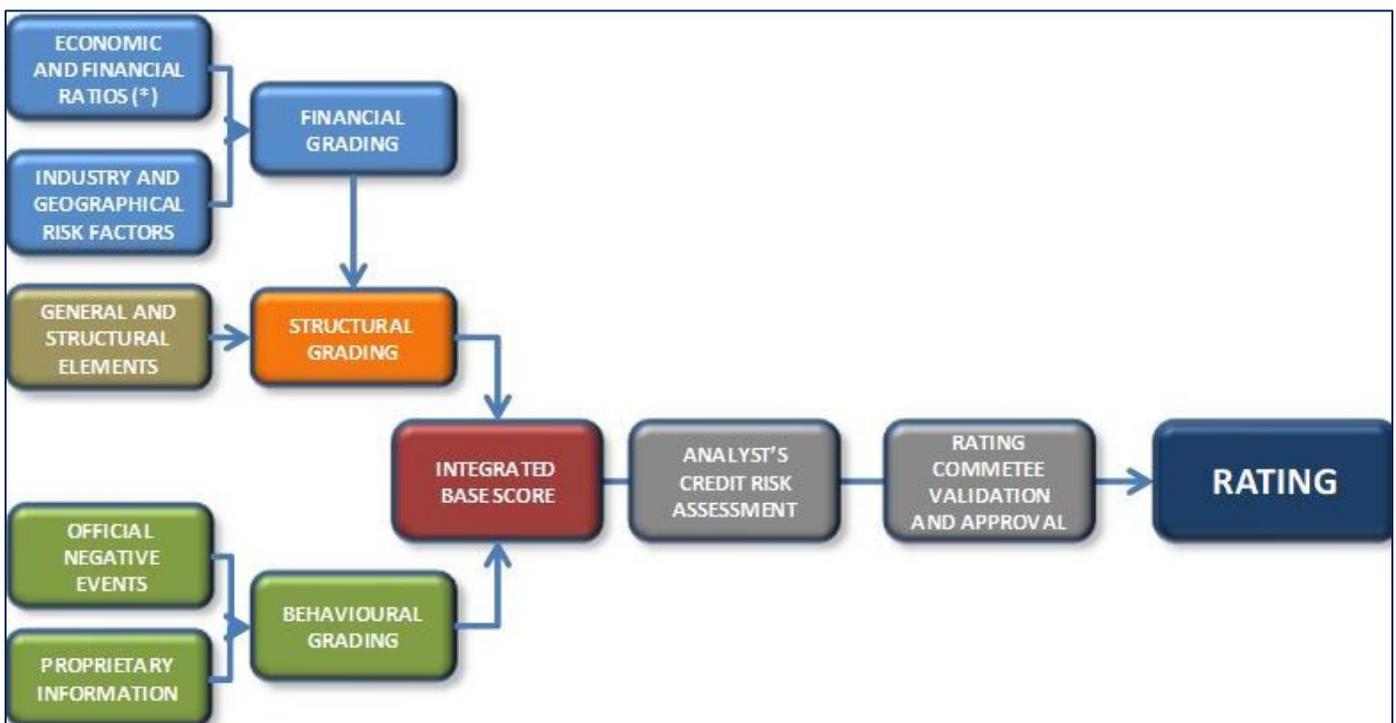
3. un rating integrato proposto dal sistema, che integra tramite procedure statistiche le valutazioni di natura quantitativa e qualitativa e suggerisce un rating all'analista;
4. un rating finale, che integra a partire dal precedente gli ulteriori fattori di rischio e le motivazioni di un eventuale notch.

Il modello concettuale del Cerved Group Rating, come illustrato nel diagramma, presenta una struttura modulare, in cui i grading, ossia le valutazioni automatiche parziali riferite ai singoli fattori di analisi, vengono esaminati congiuntamente fino ad elaborare uno score integrato, che rappresenta una prima valutazione di sintesi del merito di credito, ottimizzata sulla base di modelli statistici sviluppati su campioni ampi e rappresentativi dell'economia italiana.

Tale valutazione è messa a disposizione dell'analista il quale, sulla base della sua esperienza e delle altre informazioni disponibili non considerate nello score, esprime la propria opinione sul merito di credito dell'entità valutata in modo autonomo. La valutazione dell'analista può differire anche marcatamente da quella elaborata dal modello statistico.

La struttura modulare consente di evidenziare meglio la valutazione di ogni singolo fattore e facilita la comprensione dell'impatto di ogni singola area di analisi.

Figura 2 – Struttura logica del modello di rating Cerved Group



6 La base informativa

La metodologia di rating di Cerved Rating Agency prevede l'utilizzo di tutte le informazioni presenti nel sistema informativo di Cerved Group, relative all'entità valutata e alle persone giuridiche e fisiche a essa connesse, siano esse reperibili da fonti ufficiali (ad es. Registro Imprese, conservatorie di tribunali), dall'entità valutata o da altre fonti comunque ritenute attendibili da Cerved Rating Agency.

In particolare, le principali informazioni elementari considerate nel modello di valutazione del merito di credito sono:

- informazioni anagrafiche e societarie dell'entità valutata (forma giuridica, struttura aziendale, anzianità, settore, area geografica, soci, management);
- bilanci aziendali, intesi come principale fonte di analisi del profilo di rischio economico-finanziario, ma anche come fonte di informazioni sulle attività e sulle strategie aziendali. Ove disponibili, sono esaminati anche i bilanci consolidati e quelli infra-annuali;
- eventi negativi ufficiali sull'entità valutata e sui soggetti ad essa connessi (insolvenze ufficiali, eventi pregiudizievoli, CIGS);
- regolarità dei pagamenti relativa alle transazioni commerciali e ai rapporti con gli istituti di credito, misurata con un sistema proprietario di raccolta e di elaborazioni dati (Payline) e/o tramite dati e informazioni raccolti mediante interviste specifiche all'entità valutata e/o ai suoi business partner; scenari di settore storici e previsionali;
- notizie ricavate dalle testate nazionali, regionali e locali, nonché informazione desunta da internet;
- altre informazioni, soprattutto di natura qualitativa, raccolte da altre fonti attendibili e/o tramite contatto diretto con l'entità valutata e/o i suoi business partner.

Per i credit rating richiesti dall'entità valutata, il set informativo è arricchito da dati e informazioni in forma documentale acquisiti dagli analisti direttamente presso l'entità valutata (ad esempio business plan e prospetto Centrale Rischi) e attraverso interviste al top management. Tutte le informazioni pubbliche (visure camerali, bilanci, insolvenze) sono costantemente monitorate e aggiornate e messe a disposizione degli analisti per l'emissione e la revisione dei credit rating.

La tabella sottostante riassume le informazioni utilizzate per l'emissione del rating con il dettaglio dei contributi minimi ritenuti necessari:

Tabella 1 – Set informativo minimo per l'emissione del rating

DATO	FONTE DATO	NATURA DEL DATO ²	NATURA GIURIDICA DELL'ENTITÀ VALUTATA ³	OBBLIGATORIETÀ	BLOCCO EMISSIONE RATING AUTOMATICO
Visura camerale	Camera di commercio	U	SC, SP/DI	Sì	Sì
Bilancio d'esercizio ⁴	Camera di commercio	U	SC	Sì	Sì
Bilancio consolidato	Camera di commercio	U	SC	No	No
Dati finanziari in mancanza del bilancio aggiornato ⁵	Entità valutata	P	SC	Sì	No
Dati finanziari	Entità valutata	P	SP/DI	Sì	No
Controllo protesti	Camera di commercio	U	SC, SP/DI	Sì	Sì
Controllo pregiudizievoli	Conservatorie, tribunali	U	SC, SP/DI	Sì	Sì
Gruppi aziendali	Database Cerved	P	SC	No	No
Esperienze pagamento Payline	Database Cerved	P	SC, SP/DI	No	No
Esperienze pagamento	Business partners dell'entità valutata o entità valutata o fonti ufficiali	P	SC, SP/DI	No	No
Cassa integrazione guadagni	Database Cerved	P	SC, SP/DI	No	No
Press release	Database Cerved, stampa	P	SC, SP/DI	No	No
Web-site dell'entità valutata	Internet	P	SC, SP/DI	No	No
Business plan	Entità valutata	P	SC, SP/DI	No	No
Prospetto Centrale Rischi	Entità valutata	P	SC, SP/DI	No	No
Piano di ammortamento finanziamenti in essere	Entità valutata	P	SC, SP/DI	No	No
Portafoglio clienti con esposizioni/fornitori	Entità valutata	P	SC, SP/DI	No	No

² Legenda: U = ufficiale, P = proprietario. Per i dati ufficiali, l'attendibilità del dato viene garantita dal relativo ente responsabile, mentre i dati proprietari sono sottoposti ai sistemi di controllo interno del Gruppo Cerved.

³ SC = Società di Capitali, SP = Società di Persone, DI = Ditte Individuali.

⁴ Sono considerati validi i bilanci aventi data di chiusura non inferiore ai 24 mesi.

⁵ Aziende di recente costituzione che proseguono un'attività preesistente o entità che hanno variato la natura giuridica.

DATO	FONTE DATO	NATURA DEL DATO²	NATURA GIURIDICA DELL'ENTITÀ VALUTATA³	OBBLIGATORIETÀ	BLOCCO EMISSIONE RATING AUTOMATICO
Struttura organizzativa / organigramma aziendale	Entità valutata	P	SC, SP/DI	No	No
Statistiche / scenari macroeconomici	Fonti specializzate	P	SC, SP/DI	No	No
Statistiche / scenari settoriali	Fonti specializzate, Cerved	P	SC, SP/DI	No	No

Il rating può essere assegnato soltanto in presenza di informazioni ritenute sufficienti. Qualora l'analista incaricato ritenga le informazioni disponibili insufficienti e/o non aggiornate deve astenersi dall'elaborazione della proposta di rating.

Per quanto attiene le informazioni ritenute obbligatorie dalla metodologia, in assenza di dati provenienti da fonti pubbliche, Cerved Rating Agency raccoglie le informazioni presso l'entità valutata e/o i relativi business partners.

Nel caso in cui l'analista ritenga di poter procedere con l'emissione o l'aggiornamento del rating pur in mancanza di una delle informazioni che in base alla metodologia adottata sono considerate necessarie, eventualmente non valorizzando uno dei parametri qualitativi previsti dalla metodologia, dovrà indicare nel report analitico che il rating è stato emesso nonostante l'assenza di tali informazioni e spiegare in maniera esaustiva i fattori che hanno mitigato il rischio legato alla limitatezza di talune informazioni.

7 Le componenti dell'analisi

7.1 ANALISI QUANTITATIVA

7.1.1 GRADING STRUTTURALE

Grading finanziario

La valutazione quantitativa della situazione economico-finanziaria dell'entità valutata è basata sul CeBi Score 4, che fornisce una misura predittiva del profilo di rischio economico-finanziario dell'entità valutata, collocata nel suo sistema economico di riferimento (settore e area geografica) attuale e prospettico. Il CeBi Score 4 è una suite di oltre 200 modelli specializzati per:

- settore di attività dell'entità valutata;
- anzianità dell'entità valutata;
- numero di bilanci disponibili: i modelli utilizzano un set fino a tre annualità di bilancio.

Le principali aree di analisi sono:

- cash flow, redditività e qualità degli utili;
- peso degli oneri finanziari e servizio del debito;
- struttura finanziaria e composizione temporale del debito;
- equilibrio finanziario e liquidità;
- crescita;
- volatilità dei redditi e del cash flow;
- struttura operativa ed efficienza generale.

Ognuno di questi indicatori viene analizzato temporalmente, ossia valutandone la tendenza nel tempo grazie al confronto tra annualità di bilancio successive, e messo a confronto con parametri medi settoriali.

Elementi anagrafici e strutturali

Si analizzano le caratteristiche anagrafiche e qualitative dell'azienda quali la struttura proprietaria e organizzativa, l'eventuale appartenenza a un gruppo, la dimensione, l'anzianità, il settore e l'area geografica, la struttura e la composizione degli organi di governo ivi compresa la valutazione sulla qualità del management.

7.1.2 GRADING ANDAMENTALE

Eventi negativi

Si analizzano la presenza e la rilevanza di eventi negativi quali liquidazioni giudiziali, procedure concorsuali, protesti e pregiudizievoli di conservatoria registrati sull'entità valutata e sui principali soggetti ad essa collegati. L'effetto che ogni evento negativo produce sulla valutazione dell'azienda dipende da molteplici fattori quali il tipo di evento, il soggetto su cui è registrato l'evento (l'entità valutata stessa o soggetti a essa connessi), l'entità dell'evento se quantificabile, la data in cui l'evento si è verificato.

Altre informazioni

Si analizza un insieme di informazioni, sia pubbliche che proprietarie, che possono dare un contributo alla valutazione complessiva dell'azienda. Questo set informativo comprende l'analisi del patrimonio immobiliare, delle esperienze di pagamento (ad esempio raccolte tramite il sistema proprietario Payline), delle notizie di stampa, delle richieste di CIGS e di eventuali segnali critici dal mercato.

7.2 ANALISI QUALITATIVA

Il ruolo dell'analista è fondamentale nel processo di assegnazione del rating. Come precedentemente descritto l'analista verifica l'adeguatezza delle variabili di input e, sulla base dei dati e delle informazioni disponibili, esprime, seguendo un processo normato, una valutazione della capacità dell'entità valutata di onorare i propri debiti. L'intervento dell'analista mira a valutare la rischiosità aziendale prospettica, evidenziando le tendenze evolutive dell'entità valutata in termini economici e finanziari. In particolare, l'intervento dell'analista è strutturato in tre parametri che esprimono i principali fattori di rischio:

- situazione finanziaria;
- pagamenti;
- andamento (o trend).

I tre parametri, le cui modalità di analisi sono meglio dettagliate nei paragrafi seguenti, si basano sulle informazioni disponibili nelle basi dati Cerved e sulle eventuali informazioni aggiuntive recepite dall'analista in fase di intervista o da altre fonti.

I fattori di rating analizzati per le holding finanziarie, oggetto della presente metodologia, si riferiscono principalmente all'analisi del capitale investito per valutare le politiche strategiche adottate dal management in riferimento alla tipologia, al profilo di rischio e al rendimento degli investimenti di portafoglio.

Importante è anche il modo con cui il management risponde agli eventi nelle diverse fasi economiche e industriali, come i cambiamenti nei mercati del credito e nelle politiche monetarie. La valutazione della governance comprende anche la

trasparenza da parte del management nel fornire informazioni dettagliate circa il portafoglio degli investimenti e la struttura dell'eventuale debito.

Anche le considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG)⁶, qualora rilevanti da un punto di vista creditizio, possono influenzare i rating di queste holding finanziarie.

7.2.1 SITUAZIONE FINANZIARIA

I fattori di rating analizzati si riferiscono alla leva finanziaria, ossia alla struttura dell'indebitamento e all'adeguatezza dei flussi di cassa della holding. L'analisi comprende dunque la valutazione della liquidità a disposizione della holding, ossia dei flussi di cassa derivanti dai dividendi ricevuti dalle società partecipate e da altri proventi finanziari, nonché dalla capacità della holding di sostenere il proprio debito.

Il giudizio dell'analista in merito alla situazione finanziaria dell'entità valutata si basa per le società di capitali sull'analisi dei bilanci storici (in forma completa o abbreviata) e di quelli infrannuali, se disponibili. Per le società di persone la valutazione si basa sui dati economico-finanziari significativi raccolti in sede di intervista all'entità valutata oppure su dati stimati che tengono conto dell'assetto proprietario, dell'apporto dei soci, dell'anzianità aziendale e dell'eventuale patrimonio immobiliare.

L'analisi della situazione finanziaria si articola principalmente nella definizione di un set di indicatori caratteristici, quali:

- Posizione Finanziaria Netta / Patrimonio Netto (oppure EBITDA): la maggior incidenza dell'indebitamento finanziario della holding rispetto al patrimonio netto (o all'EBITDA) è indicativa di un maggior rischio di credito;
- Posizione Finanziaria Netta / Capitale Investito: la capacità della holding di sostenere il debito è inversamente proporzionale al rapporto tra indebitamento finanziario e capitale investito;
- (Cash Flow da investimenti + Proventi Finanziari) / Oneri Finanziari: una maggiore incidenza del cash flow derivante dagli investimenti rispetto agli interessi indica maggior equilibrio finanziario;
- Cash Flow a servizio dell'equity o debito / Posizione Finanziaria Lorda: una maggiore incidenza del cash flow a servizio dell'equity o del debito rispetto all'indebitamento finanziario esprime una maggior solidità finanziaria.

Nel caso di assenza o non calcolabilità degli indicatori in questione, sono oggetto di valutazione i seguenti indicatori:

- indice di indebitamento, che indica il totale dei debiti (oltre al fondo rischi, gli accantonamenti TFR e i ratei e risconti) sul patrimonio netto: un ratio elevato è significativo di indebitamento eccessivo e quindi possibili difficoltà economico-finanziarie;

⁶ Si confronti a tal proposito i dettagli contenuti nell'addendum metodologico ESG disponibile nel sito internet di Cerved Rating Agency.

- Patrimonio netto / Totale Passivo: una maggior incidenza del patrimonio netto rispetto alle passività totali indica maggior solidità patrimoniale.

In particolare, tali informazioni interpretano la resilienza dell'entità valutata rispetto agli impegni finanziari assunti e la capacità della stessa di ripagare i debiti contratti, sulla base dei propri mezzi economici e patrimoniali e della struttura dell'indebitamento.

7.2.2 PAGAMENTI

Lo scopo dell'analisi qualitativa è la valutazione del profilo di solvibilità dell'entità valutata, al fine di considerare nel giudizio di rating complessivo le informazioni aggiuntive a disposizione dell'analista non catturate dagli elementi già ricompresi nello score creditizio di tipo quantitativo.

Il giudizio dell'analista in merito alla solvibilità si basa sull'analisi di informazioni proprietarie (ad es. Payline) e/o del prospetto della Centrale Rischi e/o delle esperienze empiriche recepite in sede di intervista e/o sulla valutazione dei flussi finanziari futuri desumibili dal business plan.

L'analisi dei pagamenti si articola per tutte le tipologie di aziende anche sulla presenza di eventuali eventi negativi, secondo una scala di valutazione che dipende dal profilo di delinquency storica e dalla presenza di ritardi pregressi nei pagamenti commerciali, laddove disponibile.

Le evidenze riguardanti le abitudini di pagamento dell'entità valutata inoltre sono poste a confronto con i valori medi del settore di riferimento. Nel caso delle holding finanziarie, la valutazione del trend dei pagamenti può essere condotta analizzando le dinamiche specifiche delle singole imprese facenti capo alla holding di riferimento.

7.2.3 ANDAMENTO

Lo scopo dell'analisi qualitativa è la valutazione dell'andamento prospettico dell'entità valutata, al fine di considerare nel giudizio di rating complessivo le informazioni aggiuntive a disposizione dell'analista non catturate dagli elementi già ricompresi nello score creditizio di tipo quantitativo.

Il giudizio dell'analista in merito all'andamento si basa sull'analisi storica e prospettica dei risultati dell'entità valutata, in termini di:

- profilo di rischio degli investimenti: la diversificazione del portafoglio titoli indica un minor rischio prospettico;
- rendimento degli investimenti: il livello di rendimenti degli investimenti effettuati, valutati anche in relazione al valore medio degli stessi nell'ultimo triennio, è indicativo delle prospettive di crescita della holding;
- elementi di governance: la presenza di una governance di elevata integrità e reputazione, congiuntamente alla valutazione delle capacità imprenditoriali e di gestione, è un elemento che ha impatto sul trend atteso della holding oggetto di valutazione.

Le valutazioni sull'andamento prospettico tengono conto anche della dimensione del capitale investito, secondo delle logiche di materialità che hanno impatto sulla valutazione complessiva del trend atteso.

Per le società di persone la valutazione si basa su indicatori del trend economico-patrimoniale dell'entità valutata raccolti anche in sede di intervista all'entità valutata.

7.3 RATING PROPOSTO DAL MODELLO

Le analisi di natura quantitativa e qualitativa precedentemente descritte confluiscono in una valutazione integrata dell'entità valutata, che combina le informazioni automatiche derivanti dagli score strutturale e andamentale con le valutazioni frutto dell'analisi critica del rating analyst.

Tali informazioni e valutazioni sono integrate in un rating proposto dal modello che costituisce il punto di partenza per l'assegnazione del rating finale.

7.4 ALTRI FATTORI DI RISCHIO E NOTCH

Il rating suggerito dal modello può essere confermato o eventualmente modificato dall'analista nel caso in cui l'analista stesso abbia a disposizione ulteriori evidenze oggettive che possano avere un impatto sulla valutazione del merito creditizio dell'entità valutata.

Pertanto, le valutazioni dell'analista possono essere integrate con fattori di natura quali-quantitativa che intervengono a correzione del rating proposto dal modello attraverso l'utilizzo dello strumento del notch. In particolare, si evidenziano i seguenti fattori:

- criteri dimensionali, che tengono conto del capitale investito dell'entità valutata e dei ricavi se presenti;
- struttura finanziaria e livello di patrimonializzazione;
- rendimento del capitale investito, ovvero la capacità di generare reddito attraverso la sua tipica attività finanziaria;
- cash flow, che valuta la capacità di generare cassa dalla gestione e di sostenere in autonomia il proprio fabbisogno;
- valutazioni sull'andamento macroeconomico e potenziali rischi del portafoglio;
- operazioni di natura straordinaria in corso o pianificate;
- solidità della proprietà, relazioni con parti correlate, qualità del management e valutazione della governance;
- rischio di continuità aziendale, relativamente alla presenza di eventuali rischi che possano precludere la continuità aziendale dell'entità valutata;
- rischio regolamentare, derivante dall'analisi dei rischi e delle opportunità relative a modifiche di normative;

- eventi pregiudizievoli, quali protesti, pregiudizievoli, procedure concorsuali, rassegna stampa.

L'intero patrimonio informativo disponibile contribuisce, secondo regole codificate e procedure operative omogenee, all'attribuzione del rating finale dell'Agenzia.

8 Il processo di rating

Il modello di rating e i processi che ne disciplinano l'utilizzo sono stati sviluppati in aderenza ai requisiti dettati dalla normativa vigente in materia di agenzie di rating, ai sensi del Regolamento C.E. n. 1060/2009 e successive modificazioni.

Lo score integrato prodotto dal modello statistico rappresenta la base di partenza del processo di assegnazione del rating, la cui elaborazione può essere sintetizzata in fasi:

1. il processo di rating viene avviato a seguito della richiesta presentata dall'entità valutata o da terzi;
2. l'analista incaricato della valutazione esamina le informazioni disponibili, in termini di completezza e aggiornamento, e verifica il valore dello score automatico e dei singoli grading;
3. l'analista raccoglie ulteriori dati nel caso in cui ritenga il set informativo incompleto e/o non sufficientemente aggiornato. I rating emessi da Cerved Rating Agency possono essere richiesti sia da soggetti diversi dall'entità valutata sia direttamente da quest'ultima. In questo secondo caso la metodologia e la struttura del processo di assegnazione del credit rating rimangono sostanzialmente invariati, sebbene sussistano alcune differenze rilevanti. In particolare, l'entità valutata partecipa al processo di rating e mette a disposizione degli analisti le informazioni da questi richieste, sia in forma documentale sia acconsentendo alla visita degli analisti in azienda. La visita include un'intervista alle figure aziendali chiave ed è finalizzata ad approfondire le conoscenze sull'azienda e sul management, a raccogliere informazioni sull'andamento economico-finanziario prospettico, sul posizionamento competitivo identificando i principali punti di forza e di debolezza dell'entità valutata;
4. l'analista esprime la propria valutazione sull'entità valutata, con riferimento a situazione reddituale e struttura finanziaria, andamento economico-finanziario e regolarità dei pagamenti. Il processo di valutazione segue una serie di passaggi rigorosamente normati, compreso il confronto tra la situazione dell'entità valutata e i valori e le tendenze settoriali. La rigosità del processo e i confronti settoriali hanno l'obiettivo di garantire la massima oggettività di giudizio;
5. il giudizio espresso dall'analista viene combinato con lo score integrato attraverso un sistema di matrici di compatibilità che attribuiscono un rating preliminare; l'analista, qualora ritenga che ne sussistano i presupposti, può intervenire con ulteriori correzioni sul rating finale (notch);
6. il giudizio finale di rating così formulato è sottoposto al vaglio di un supervisore o del Comitato di rating per l'approvazione; in fase di validazione del rating, il supervisore o, a seconda dei casi, il Comitato di rating può confermare il giudizio finale proposto dall'analista responsabile, modificarlo o richiedere ulteriori approfondimenti;
7. il rating approvato e i principali elementi su cui il rating è basato vengono comunicati all'entità valutata con almeno 24 ore lavorative di anticipo rispetto alla pubblicazione del rating in modo che l'entità valutata possa, se del caso, richiamare l'attenzione dell'agenzia di rating su eventuali errori materiali;

8. tutti i credit rating pubblici emessi da Cerved Rating Agency, indipendentemente dalla tipologia di soggetto richiedente, sono sottoposti a monitoraggio continuativo e a revisione almeno una volta all'anno. Le attività di monitoraggio e revisione del rating possono essere svolte con diverse modalità, utilizzate congiuntamente, come sotto descritto:

1. *Attivazione di trigger automatici a seguito dell'aggiornamento del set informativo*

a) successivamente all'assegnazione del rating tutte le notizie ufficiali e proprietarie, di natura sia quantitativa sia qualitativa, sono tenute sotto costante aggiornamento dalle strutture dedicate di Cerved Group; in particolare l'aggiornamento riguarda i seguenti set informativi:

- bilanci societari, aggiornati, riclassificati e resi disponibili all'analista non appena ricevuti dalle camere di commercio;
- operazioni societarie straordinarie;
- notizie ricavate da testate nazionali, regionali e locali, nonché informazione desunta da internet;
- apertura di procedure concorsuali;
- atti pregiudizievoli e protesti riguardanti l'entità valutata e le persone fisiche di riferimento;
- abitudini e trend di pagamento dell'entità valutata.

b) la coerenza tra le nuove informazioni pervenute e il rating assegnato viene verificata tramite un sistema di controlli incrociati;

c) nei casi di divergenze significative tra rating assegnato e l'evento rilevato dal sistema vengono attivati i trigger (CRON PEN) che determinano l'avvio del processo di revisione del rating da parte dell'analista;

2. *Variazione dello score integrato da investment a sub-investment grade*

Con cadenza mensile vengono identificate le posizioni che non entrano nelle casistiche sopraindicate ove lo score integrato sia variato da investment a sub-investment grade;

3. *Segnalazione agli analisti a seguito di eventi particolari*

a) monitoraggio degli eventi che possono impattare sul sistema economico, le imprese e i loro esponenti;

b) diffusione di informazioni sull'evento attraverso l'intranet aziendale, in particolare a beneficio degli analisti;

c) valutazione di impatto con conseguente individuazione delle imprese potenzialmente influenzate dall'evento e attivazione di un trigger specifico che determina l'avvio del processo di revisione del rating da parte dell'analista;

4. Attivazione autonoma del processo da parte dell'analista

Ciascun analista dispone di una lista dei soggetti che ha valutato nell'ultimo anno (watch list), sempre aggiornata in real-time. L'analista, in presenza di informazioni o eventi che a suo giudizio possono influenzare il rating, può avviare in modo autonomo il processo di revisione del rating.

La validità dei rating ha in ogni caso una scadenza naturale pari a un anno. L'intero processo di valutazione può essere schematizzato come segue:

Figura 1 – Processo di assegnazione del rating

