



# Imprese non-finanziarie

Metodologia di rating emittente

Ottobre 2024

Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.

## **Legal Notices**

No part of this document may be copied, reproduced or translated without the prior written consent of Cerved Rating Agency and its affiliates. The information contained in this document may be amended by Cerved Rating Agency without notice.

**© Copyright Cerved Rating Agency 2024. All Rights Reserved.**

All company, product, and service names are acknowledged.

# Indice del documento

Versioni del documento .....	4
1 Definizione di rating.....	5
2 La scala di rating .....	6
3 Definizione di default.....	7
4 Il modello di rating.....	8
5 La base informativa .....	10
6 Le componenti dell'analisi .....	13
6.1 Analisi quantitativa.....	13
6.1.1 Grading strutturale .....	13
6.1.2 Grading andamentale .....	13
6.2 Analisi qualitativa .....	14
6.2.1 Situazione finanziaria .....	15
6.2.2 Pagamenti .....	15
6.2.3 Andamento.....	16
6.3 Rating proposto dal modello .....	16
6.4 Altri fattori di rischio e “notch” .....	16
7 Il processo di rating.....	18

## Versioni del documento

Versione	Data	Descrizione
1	02/05/2014	Prima emissione del documento
2	31/01/2019	Descrizione del modello e del processo per l'assegnazione del rating creditizio alle imprese non-finanziarie italiane
3	21/10/2024	Espansione della vigente metodologia alle imprese non-finanziarie tedesche, francesi e spagnole

# 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;
- 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 La scala di rating

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

**Tabella 1 – Scala di rating di 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.

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**

## 3 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 dettagliato<sup>1</sup>:

1. liquidazione giudiziale;
2. liquidazione coatta amministrativa;
3. amministrazione 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.

Se si verifica uno degli eventi da 1 a 13, l'entità valutata è classificata come in default. Eventi da 14 a 17, non intercettati direttamente dai pubblici registri, attivano invece il team analitico che, sulla base di informazioni provenienti da fonti attendibili (ad esempio database proprietario di Cerved Group e notizie/comunicazioni societarie), decide se dichiarare l'entità valutata in default.

La mappatura degli elementi sopra riportati si riferiscono alle casistiche maggiormente articolate che possono comportare degli eventi di default. Per talune giurisdizioni gli eventi di default possono essere valutati anche in ragione delle singole specificità nazionali e in base agli eventi ritenuti dall'agenzia come segnaletici dell'evento di default.

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

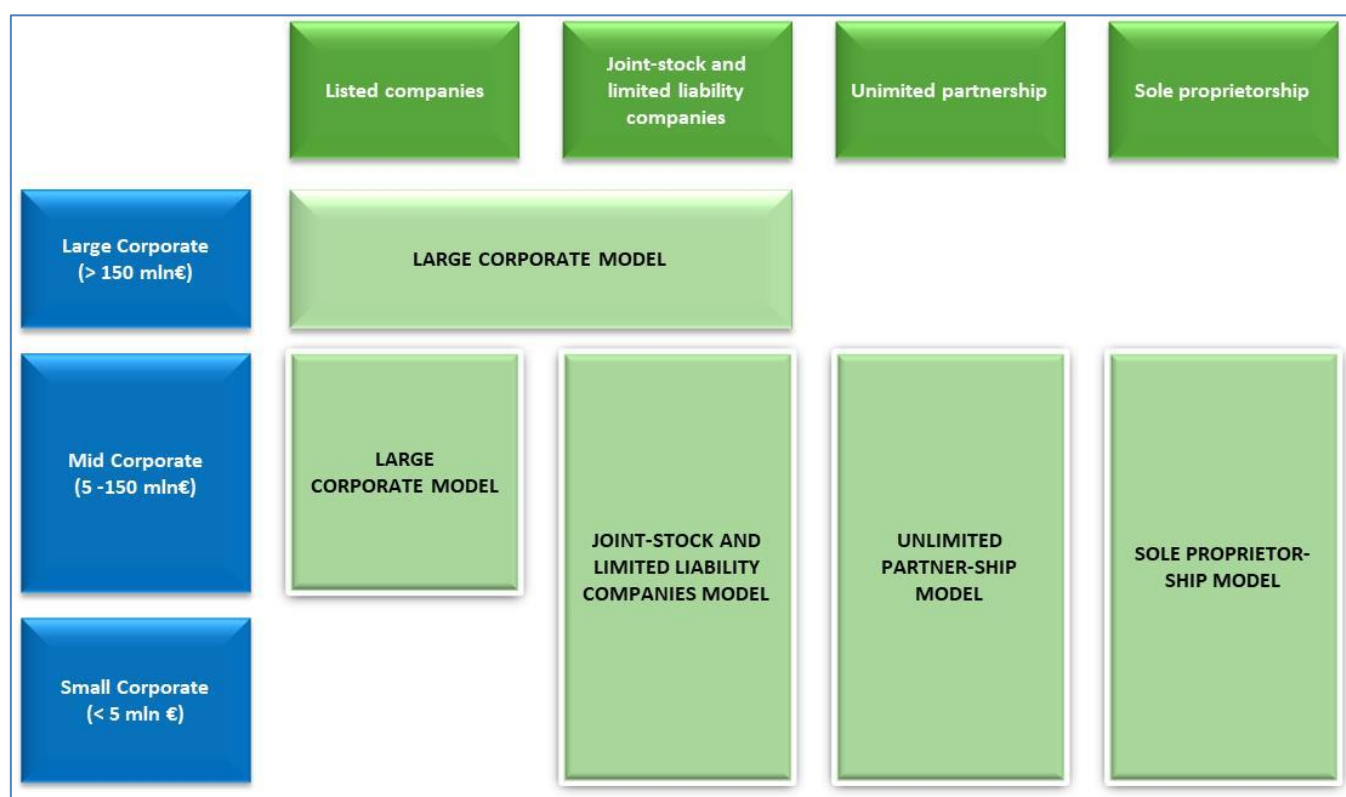
<sup>1</sup> Le categorie di default considerate sono definite in coerenza con la vigente legislazione in materia.

## 4 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;

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**



- 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:

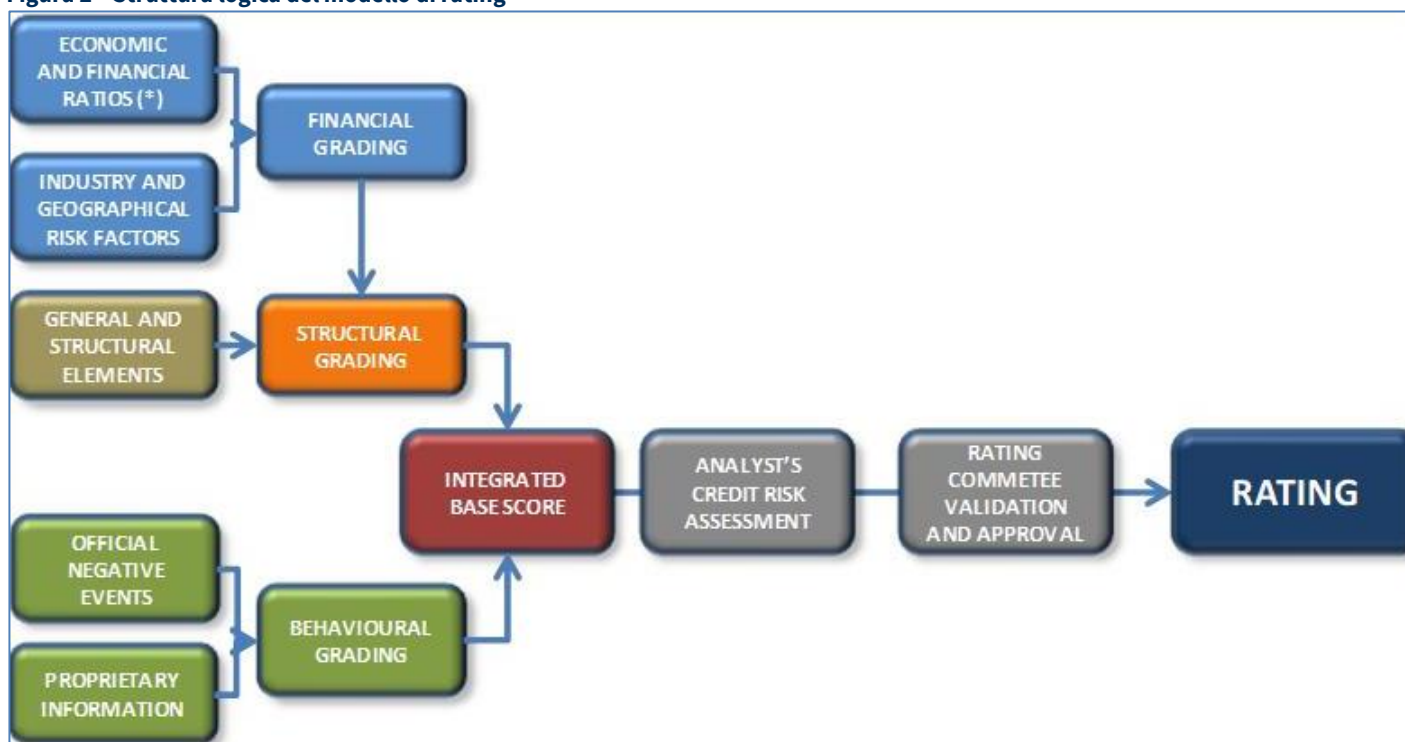
- un rating integrato proposto dal sistema, che integra tramite procedure statistiche le valutazioni di natura quantitativa e qualitativa e suggerisce un rating all'analista;
- un rating finale, che integra a partire dal precedente gli ulteriori fattori di rischio e le motivazioni di un eventuale notch.

Lo schema concettuale del modello di rating dell'Agenzia, 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**



Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.

## 5 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, dai soggetti intermediari che recepiscono informazioni sui mercati esteri 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 <sup>2</sup>	Natura giuridica dell'entità valutata <sup>3</sup>	Obbligatorietà	Blocco emissione rating automatico
Visura camerale	Camera di commercio	U	SC, SP/DI	Sì	Sì
Bilancio d'esercizio <sup>4</sup>	Camera di commercio	U	SC	Sì	Sì

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> SC = Società di Capitali, SP = Società di Persone, DI = Ditte Individuali.

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

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**

Dato	Fonte dato	Natura del dato <sup>2</sup>	Natura giuridica dell'entità valutata <sup>3</sup>	Obbligatorietà	Blocco emissione rating automatico
Bilancio consolidato	Camera di commercio	U	SC	No	No
Dati finanziari in mancanza del bilancio aggiornato <sup>5</sup>	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
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. Con particolare riguardo alle controparti estere, l'Agenzia raccoglie le informazioni mediante fornitori dei paesi di riferimento.

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

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**

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.

## 6 Le componenti dell'analisi

### 6.1 Analisi quantitativa

#### 6.1.1 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.

#### 6.1.2 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**

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**

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.

### Focus sulle giurisdizioni estere

La metodologia per i rating su imprese non finanziarie si può applicare anche su imprese che operano in giurisdizioni diverse dall'Italia, e in particolare su imprese basate in Germania, Francia e Spagna. In questi casi, l'assenza della componente quantitativa espressa puntualmente sul soggetto valutato (i.e. score CGS, calcolabile solo per le imprese italiane), sarà attribuita su base statistica mediante l'assegnazione di valori medi differenziati per:

- paese di riferimento, in relazione allo standing creditizio dello stesso;
- settore, in funzione dei relativi andamenti specifici complessivi;
- dimensione aziendale, secondo la definizione della direttiva europea.

Più in dettaglio, il processo di attribuzione del CGS medio sui soggetti esteri di Germania, Francia e Spagna è declinato su una serie di passi sequenziali:

1. calcolo delle valorizzazioni medie del CGS, in maniera distinta per settore e dimensione, su un campione di oltre 130mila rating creditizi assegnati a imprese italiane negli ultimi 5 anni;
2. analisi del profilo di rischio sistemico dei paesi di riferimento, espresso dai tassi di default bancari di sistema;
3. calcolo di un differenziale tra i tassi di default medi dei paesi di riferimento rispetto all'Italia;
4. applicazione del differenziale sui livelli di rischio espressi dalle medie di CGS e introduzione di un "modifier" per paese;
5. ricalcolo dei valori medi del CGS distinti per paese e applicati per settore e dimensione.

Tale attribuzione del profilo di rischio, di natura sistemica, sarà poi declinata idiosincriticamente sulla singola realtà aziendale in sede di risk assessment mediante l'analisi qualitativa di seguito descritta.

## 6.2 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 relative alle imprese sia italiane sia estere e sulle eventuali informazioni aggiuntive recepite dall'analista in fase di intervista o da altre fonti.

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**

## 6.2.1 Situazione finanziaria

Lo scopo dell'analisi qualitativa riguardante la situazione finanziaria dell'entità valutata è quello di esaminarne la struttura patrimoniale, gli equilibri finanziari a breve e medio-lungo termine, nonché la capacità di generare reddito, al fine di considerare nel giudizio di *rating* complessivo la capacità prospettica di generare *cash-flow* in misura sufficiente per coprire il fabbisogno finanziario dell'entità valutata.

Il giudizio dell'analista in merito alla situazione finanziaria dell'entità valutata si basa sull'analisi dei bilanci storici (in forma completa o abbreviata) e di quelli infrannuali, se disponibili. Per le società di persone e le ditte individuali, in assenza di bilanci depositati, 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, del settore di appartenenza e della zona geografica di operatività.

L'analisi della situazione finanziaria si articola principalmente nella definizione di un set di indicatori di sostenibilità del debito specializzati per settore e per forma giuridica, quali:

- EBIT Interest Coverage;
- Posizione Finanziaria Netta su Patrimonio Netto;
- Posizione Finanziaria Netta su EBITDA;
- Indice di indebitamento;
- Indice di autonomia finanziaria;
- Return On Investment (ROI);
- Return On Sales (ROS).

A corredo del giudizio espresso sulla base di questi indicatori primari, l'analista può prendere in considerazione degli elementi ulteriori a supporto della propria valutazione, ovvero:

- indicatore economico: Ricavi;
- indicatori di indebitamento: Debiti Finanziari / Totale Debiti;
- indicatori economico/patrimoniali:
  - ✓ Patrimonio Netto / Totale Passivo;
  - ✓ Capitale Circolante Netto Operativo / Valore della Produzione;
  - ✓ Quoziente di struttura di II livello;
- indicatori sui flussi di cassa:
  - ✓ Free Cash Flow / Posizione Finanziaria Lorda;
  - ✓ Cash Flow Operativo Netto.

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.

## 6.2.2 Pagamenti

Lo scopo dell'analisi qualitativa è la valutazione del profilo dei pagamenti 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.

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**

Il giudizio dell'analista in merito ai pagamenti si basa sull'analisi di informazioni proprietarie (ad es. *Payline*), dalle evidenze sulle abitudini di pagamento 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 imprese anche sulla presenza di eventuali eventi negativi.

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, la valutazione del trend dei pagamenti può essere condotta analizzando le dinamiche specifiche delle singole imprese facenti capo alla holding di riferimento.

### 6.2.3 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 *trend* del valore della produzione e di redditività.

L'analisi dell'andamento si articola per le società di capitali nell'analisi dei bilanci, considerando, *in primis*, il valore della produzione e l'*EBITDA margin* o le valorizzazioni di ROS e ROI. Tali indicatori sono analizzati sia come valori puntuali storici e prospettici sia in relazione ai valori di riferimento settoriali. Successivamente vengono presi in considerazione altri fattori quali l'andamento del settore di riferimento, le strategie aziendali, gli investimenti effettuati e programmati.

Per le società di persone e le ditte individuali, la valutazione si basa su indicatori del *trend* economico-finanziario dell'entità valutata raccolti anche in sede di intervista all'entità valutata.

## 6.3 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.

## 6.4 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.

**Highly confidential - any distribution to third parties is strictly prohibited.**



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 dei ricavi, del valore della produzione e del capitale investito dell'entità valutata;
- struttura finanziaria, sostenibilità dell'indebitamento e livello di patrimonializzazione;
- cash flow, che valuta la capacità di generare cassa dalla gestione e di sostenere in autonomia il proprio fabbisogno;
- valutazioni sull'andamento macroeconomico e peculiarità del business trend del mercato di riferimento;
- operazioni societarie di natura straordinaria in corso o pianificate;
- solidità della proprietà, relazioni con parti correlate, qualità del management e valutazione della governance;
- sostenibilità del business plan (laddove disponibile);
- rischio di continuità aziendale, relativamente alla presenza di eventuali rischi che possano precludere la continuità operativa 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 e CIG.

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

## 7 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 combinatorio che attribuisce 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<sup>6</sup> 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:

<sup>6</sup> Il processo è attualmente automatico per le imprese italiane e parzialmente automatico per le imprese tedesche, francesi e spagnole.

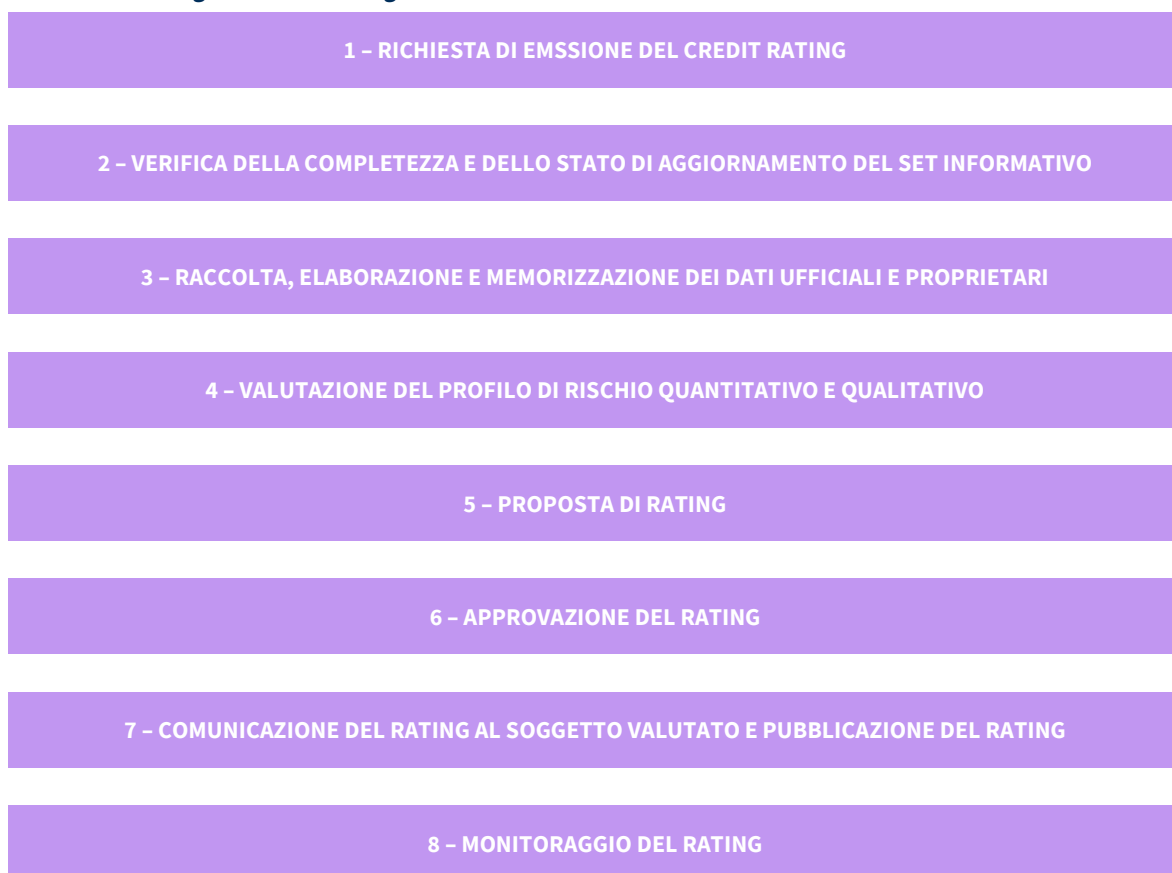
- ✓ bilanci societari, aggiornati, riclassificati e resi disponibili all'analista non appena ricevuti dalle camere di commercio;
  - ✓ operazioni societarie straordinarie;
  - ✓ notizie ricavate da testate nazionali, regionali e locali, nonché informazione desunta da internet;
  - ✓ apertura di procedure 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. *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;
3. *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.

Nell'ambito delle attività di controllo di primo livello dei rating outstanding, effettuate su base mensile, sono analizzate le statistiche di ripartizione del portafoglio tra investment e speculative grade e le distribuzioni per settore e per dimensione; il livello di rischio medio del portafoglio rated viene inoltre monitorato mediante il calcolo del valore di probabilità di default anche in comparazione al mese precedente.

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**



 Cerved | Rating Agency