



# Cerved Rating Agency

Metodologia per il rating di emissione

Giugno 2019



# Indice

1.	Definizione di rating.....	3
1.1	Il rating di Cerved Rating Agency.....	3
1.2	Il rating di emissione.....	3
2.	La scala di rating.....	4
3.	La metodologia del rating di emissione.....	5
3.1	Ambito di applicazione.....	5
3.2	Il processo di rating.....	5
3.3	Rating criteria per emissioni a medio-lungo termine.....	5
3.4	Notching criteria per emissioni a medio-lungo termine.....	6
3.4.1	Senior secured bond.....	6
3.4.2	Senior unsecured.....	7
3.4.3	Subordinated bond.....	7
3.4.4	Preferred stock.....	7
3.5	Rating criteria per emissioni a breve termine.....	7
3.6	Notching criteria per emissioni a breve termine.....	8

# 1. Definizione di rating

## 1.1 Il rating di Cerved Rating Agency

Il *rating* di Cerved Rating Agency è un'opinione, espressa da Cerved Rating Agency, sul merito creditizio di un'impresa; valuta pertanto 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*).

## 1.2 Il rating di emissione

Il *rating* di emissione rilasciato da Cerved Rating Agency è un'opinione, espressa 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.

## 2. 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 CRA**

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.

## 3. La metodologia del rating di emissione

### 3.1 Ambito di applicazione

Cerved Rating Agency attribuisce il *rating* di emissione su strumenti finanziari emessi da società italiane non finanziarie con scadenza sia a breve sia a medio-lungo termine. In particolare si distingue tra strumenti finanziari:

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

### 3.2 Il 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. emissione di un nuovo *rating* o eventuale revisione del *rating* già esistente 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* da parte dell'analista responsabile;
5. validazione e approvazione da parte del Comitato di *rating* e rilascio del *rating*, previa comunicazione al soggetto valutato.

### 3.3 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 (EL)* differenziata per tipologia di emissione basata sui seguenti assunti:

$$EL = PD * LGD$$

dove:

- *PD* è la *Probabilità di Default*, 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;
- *LGD* è la *Loss Given Default*, che 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. 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  $1 - RR$  dove *RR* rappresenta il tasso di recupero (*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:

1. *senior secured bond*;
2. *senior unsecured bond*;
3. *subordinated bond*;
4. *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.

### 3.4 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 di *benchmark*. 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.

#### 3.4.1 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.

### 3.4.2 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*.

### 3.4.3 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.

### 3.4.4 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.

I *notch* contemplati dalla metodologia per i vari strumenti finanziari sono i seguenti:

- per i *senior secured bond*, al massimo un *upgrade*;
- per i *senior unsecured bond*, nessun *upgrade* né *downgrade*;
- per i *subordinated bond*, al massimo un *downgrade*;
- per i *preferred stock*, al massimo due *downgrade*.

## 3.5 Rating criteria per emissioni a breve termine

L'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:

Tabella 2 – Scala di rating CRA long e short term

AREA	LONG TERM RATING (corretto per il fattore liquidità)		SHORT TERM RATING	AREA
SICUREZZA	A1.1	→	S-1	SICUREZZA
	A1.2			
	A1.3			
	A2.1	→	S-2	
	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.

### 3.6 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*.

I *notch* contemplati dalla metodologia per i vari strumenti finanziari sono pertanto i seguenti:

- per le cambiali finanziarie garantite, al massimo un *upgrade*;
- per le cambiali finanziarie non garantite e per i titoli a breve subordinati, nessun *upgrade* né *downgrade*.