

adottare un approccio che tenga conto del rating assegnato alle imprese: l'impresa fissa un proprio target di rating da raggiungere, o da mantenere, ed in base alla probabilità di insolvenza che caratterizza la classe di rating stabilisce il livello massimo di indebitamento compatibile con quella probabilità.

Lo stesso ragionamento può essere sviluppato dalla banca: essa stabilisce qual è la massima probabilità di insolvenza che può sopportare per una specifica impresa e stabilisce il massimo livello di debito finanziario che l'impresa può sostenere; alla luce dei debiti già accumulati, la banca decide l'entità del proprio affidamento, rivisto periodicamente in base alle segnalazioni della Centrale dei Rischi.

Ad esclusivo titolo di esempio si può utilizzare il noto modello di Merton⁷ per la stima del valore economico dei debiti rischiosi: si supponga che un'impresa abbia un valore di mercato dell'attivo di 100.000€, debiti finanziari per 80.000€, un tasso di rendimento dell'attivo del 10%, volatilità di tale rendimento del 12% e si voglia determinare l'ammontare massimo di debito compatibile con una probabilità di insolvenza ad 1 anno del 2%. In questa sede tale probabilità è definita come una probabilità reale e non risk-neutral e quindi nei calcoli si fa ricorso al tasso di rendimento dell'attivo e non al tasso risk-free. La probabilità di insolvenza nel modello di Merton corrisponde alla probabilità che i creditori esercitino l'opzione put che li mette al riparo dalle perdite:

$$P = N(-d2)$$

ove $N()$ = normale cumulata standard

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{T}$$

$$d1 = \frac{\sigma^2 T / 2 - \ln(D e^{-rT} / V)}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$T = 1 \text{ anno}$$

σ = volatilità del rendimento (r)

dell'attivo (V)

D = debito finanziario

Ponendo $P = 0.02$ e ricavando D si ottiene un valore di 85.757€, corrispondente al massimo livello di indebitamento con il vincolo di non superare la probabilità prefissata di insolvenza. Poiché i debiti dell'impresa sono pari ad 80.000€, la differenza, 5.757€, rappresenta la riserva ancora disponibile (inutilizzata) di debt capacity.

L'uso di un livello obiettivo di rating è considerato in varie ricerche empiriche sul comportamento finanziario delle imprese (oltre che essere citato nei sondaggi sui manager). Kisgen⁸ prende in esame le influenze che il rating ha sulle decisioni di struttura finanziaria delle imprese: poiché i cambiamenti del rating hanno dei costi (nel caso di downgrades) o dei benefici (nel caso di upgrades) per le imprese, tramite effetti sui tassi di interesse, sul rispetto di eventuali covenants creditizi e sul comportamento dei gestori dei fondi di investimento (che limitano le loro scelte di portafoglio a titoli investment-grade), il rating è uno degli elementi che il management considera nella fissazione delle politiche aziendali.

⁷ Merton 1974. Il modello di R.Merton è uno dei riferimenti principali del filone dei modelli strutturali di insolvenza ed ha dato vita ad una nutritissima serie di ricerche scientifiche ed applicazioni concrete.

⁸ Kisgen 2006