

FARE IMPRESA NELL'ERA DEGLI INTERESSI ZERO

di **Bernardo Bertoldi**

Una quota crescente del debito emesso dalle aziende ha rendimenti sotto l'1% e in alcuni casi sotto lo zero: una condizione che sino all'anno scorso era riservata solo al debito governativo. Il mercato finanziario e il mondo manageriale devono abituarsi a vivere in una nuova condizione di *zero interest*, che richiede di cambiare il modo in cui interagiscono con il contesto un po' come avviene per il corpo in condizioni di *zero gravity*.

Negli anni 70 il valore del Pil mondiale era grossomodo uguale a quello degli investimenti finanziari, circa 10 trilioni di dollari, mentre oggi il rapporto è di 80 a 300. Ne consegue che la quantità di capitale che ricerca un rendimento è più grande di quella che serve all'economia reale; se ipotizziamo che il 10% del Pil venga destinato a remunerare il capitale, il rendimento medio degli investimenti sarà 2,7 per cento.

Gli accademici non hanno ancora creato un set di regole per lo *zero interest*, ci vorrà del tempo, come ci è voluto per capire come vivere in un ambiente ad alta inflazione. Si possono però proporre tre primi spunti di riflessione:

1 L'accesso al debito a basso costo è una fonte di vantaggio competitivo. Già nel 1972, Bruce Henderson, inventore delle curve di apprendimento e della matrice di Boston, in un saggio intitolato *More Debt or None?* affermò che il costo del debito è uno dei componenti del costo del prodotto finale e che quindi chi punta a una strategia di costi bassi deve raccogliere più debito. Per le imprese questo accesso significa un rapporto privilegiato con una o poche banche di fiducia, pianificazione finanziaria sofisticata, capacità di differenziare le forme di raccolta.

2 Il ritorno atteso sull'*equity* determina le scelte di *corporate strategy*. Franco Modigliani e Merion Miller per spiegare la differenza tra ritorno sull'*equity* e sul debito usarono l'esempio del latte: il valore di un litro di latte non può essere diverso dal valore del burro e del latte scremato. Oggi il valore del latte scremato è zero, quindi il valore di un litro di latte è tutto nel burro: in termini finanziari la gran parte del costo medio del capitale (*Weighted average cost of capital* o Wacc) per le imprese è dato dal costo dell'*equity*. Immaginiamo un'impresa che passi dal 50% di finanziamento a debito al 90%: mantenendo il costo medio costante si avrebbe un aumento del

costo del debito dal 2,5% al 7,6 per cento. Se il costo del debito non aumentasse il Wacc scenderebbe dal 5,9% al 2,6%, mentre a Wacc costante il ritorno per gli azionisti passerebbe dal 10% al 42,8 per cento. Se il costo del debito scendesse ancora, ad esempio all'1%, il ritorno per l'azionista salirebbe ancora, fino al 52,5 per cento. Molti azionisti saranno soddisfatti anche con ritorni inferiori, questo implica che le aziende potranno crescere in diversi settori, ma per farlo avranno bisogno di una solida strategia *corporate*. Molti accademici e investitori vedono con pregiudizio il ritorno alle conglomerate degli anni 80, imprese che investivano in settori non correlati avendo come unico vantaggio competitivo l'accesso a capitali a basso costo. Le conglomerate sono già tornate: un motore di ricerca ha lanciato un'auto a guida autonoma, un venditore di libri online fornisce servizi *cloud* e un *social network* ha creato una moneta. La differenza è che la fonte del vantaggio competitivo non è l'accesso a finanza a basso costo, ma la comprensione approfondita del cliente. Nel prossimo futuro starà agli accademici trovare teorie di *corporate strategy* migliori di quelle che avevamo negli anni 80 e ai manager di applicarle.

3 La mentalità imprenditoriale sarà la competenza chiave per le imprese. Stevenson, *emeritus* dell'Harvard business school, ha definito l'essere imprenditore come l'averne una mentalità volta a sfruttare le opportunità al di là delle risorse che si possiedono. Questa definizione ha spiegato al mondo che l'essere imprenditore non è una caratteristica innata, ma un approccio che può essere di una persona, ma anche di un'organizzazione. Per dirla con Modigliani e Miller: in un mondo pieno di latte dove lo scremato non ha nessun valore, serve chi riesce a trovare nuovi modi di fare il burro; e questo è l'imprenditore o, meglio, le persone o le organizzazioni con una mentalità imprenditoriale.

La *zero interest* è qui per rimanere, le imprese devono adattarsi puntando su relazioni di fiducia con gli intermediari finanziari per avere il miglior accesso al debito, una solida strategia *corporate* per decidere dove investire e un approccio imprenditoriale per cercare nuove opportunità. L'alternativa è ritenersi parte di un'aristocrazia che non sarà toccata dalla *zero interest*: sappiamo cosa è successo a chi nella storia ha preferito questa posizione.

Università di Torino

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**SERVONO SOLIDE
STRATEGIE
PER DECIDERE
DOVE INVESTIRE
E CERCARE NUOVE
OPPORTUNITÀ**
