



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Strategia di Impresa*

**CORPORATE VENTURE CAPITAL ED OPEN INNOVATION: MOTORI  
PER LA CRESCITA INNOVATIVA AZIENDALE**

RELATORE

Prof. Paolo Boccardelli

CANDIDATO

Carlo Maria Torregrossa

Matricola 681361

CORRELATORE

Prof. Luca Pirolo

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

# INDICE

|                                                                           |           |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>INTRODUZIONE .....</b>                                                 | <b>3</b>  |
| <b>CAPITOLO 1 – CORPORATE VENTURE CAPITAL.....</b>                        | <b>4</b>  |
| 1.1 - Definizione, numeri e classificazione.....                          | 4         |
| 1.2 - Principali tipologie di investimento.....                           | 9         |
| 1.3 - Modelli e fasi di corporate venture capital .....                   | 11        |
| 1.4 - Il concetto di open innovation .....                                | 14        |
| <b>CAPITOLO 2 – L’INVESTIMENTO IN INNOVAZIONE.....</b>                    | <b>23</b> |
| 2.1 - Start-up e corporate venturing .....                                | 23        |
| 2.2 - Il fenomeno delle start-up nel mondo e in Italia.....               | 25        |
| 2.3 - Valutazione d’azienda: come valutare grandi imprese e start-up..... | 30        |
| 2.4 - Motivazioni dell’investimento e “innovazione collaborativa” .....   | 42        |
| <b>CAPITOLO 3 – GRANDI CORPORATE VENTURE CAPITALIST .....</b>             | <b>46</b> |
| 3.1 - Introduzione all’analisi dei casi aziendali .....                   | 46        |
| 3.1.1 - Il caso Google .....                                              | 49        |
| 3.1.2 - Il caso Apple .....                                               | 56        |
| 3.1.3 - Il caso Microsoft .....                                           | 62        |
| 3.1.4 - Quando open innovation e CVC non bastano: il caso Yahoo.....      | 68        |
| <b>CONCLUSIONI .....</b>                                                  | <b>70</b> |
| <b>INDICE DI FIGURE, GRAFICI E TABELLE.....</b>                           | <b>72</b> |
| <b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA .....</b>                                    | <b>74</b> |
| <b>RIASSUNTO.....</b>                                                     | <b>79</b> |

*L'innovazione è la capacità di vedere il cambiamento  
come un'opportunità, non come una minaccia.”*  
*[Innovation is the ability to see change  
as an opportunity – not a threat]*  
**Steve Jobs**

## INTRODUZIONE

Obiettivo di questo lavoro è analizzare e spiegare il fenomeno del corporate venturing e dell'open innovation e la conseguente potenziale creazione di valore che deriva dalla loro implementazione, con un focus ben preciso sul settore tecnologico del “web-search”, media e del mobile. Spesso infatti i settori pocanzi menzionati presentano al loro interno un ambiente molto dinamico che potremmo definire alla “*Schumpeter Mark I*”<sup>1</sup>. Le caratteristiche di questo sistema settoriale di innovazione sono la relativa facilità di entrata nel settore, dove le nuove piccole start-up minacciano le vecchie imprese consolidate con idee innovative, con nuovi prodotti e processi, mettendo così a rischio le rendite associate alle precedenti innovazioni. Il modello di innovazione è di tipo “widening” cioè vi è una base innovativa che si espande attraverso la continua entrata (soprattutto tramite le acquisizioni, come vedremo) di nuovi innovatori<sup>2</sup>. Come diremo più avanti, infatti, le grandi aziende fanno più difficoltà a adattarsi all'ambiente dinamico che le circondano, decidendo quindi di sfruttare la dinamicità innovativa delle start-up a loro favore, inglobandole al loro interno tramite varie forme contrattuali o acquisitive. Del resto, la letteratura rende noto che ci sono varie tipologie di investimento (incrementale/abilitativo/emergente/passivo) e di conseguenza diversi obiettivi (strategici/finanziari). È chiaro che prima di arrivare al cuore dell'elaborato sarà necessario spiegare il fenomeno del *Corporate Venture Capital* (CVC) in maniera lineare e precisa collegandolo con un concetto parallelo come quello dell'“*open innovation*”. Si concluderà poi il tutto con alcuni esempi di fondi attivi per il corporate venture capital, e di alcune imprese che si sono mosse a tale scopo; ad esempio, GV<sup>3</sup>, il braccio di venture capital di Google (§ 3.1.1); Apple, che acquista start-up innovative allo scopo di annullare le mosse dei rivali (§ 3.1.2); Microsoft (§ 3.1.3) e, brevemente, Yahoo (§ 3.1.4). Tali esempi saranno quindi utili a costruire un database di risultati, sulla base delle acquisizioni svolte<sup>4</sup>, da analizzare, a conclusione del lavoro, per tracciare i pattern strategici e verificare l'eventuale creazione di valore conseguita dai grandi corporate venturer capitalist nel settore tecnologico del “web-search”, media e del mobile.

---

<sup>1</sup> “*The theory of economic development*” – J.A. Schumpeter – 1912

<sup>2</sup> Per maggiori approfondimenti si veda il anche il lavoro dei seguenti autori:

“*Technological Regimes and Sectoral Patterns of Innovative Activities*” – Franco Malerba e Luigi Orsenigo

<sup>3</sup> Si fa riferimento a Google Ventures, il cui lancio è avvenuto nel 2009

<sup>4</sup> Per le tabelle si veda il terzo capitolo

## CAPITOLO 1 – CORPORATE VENTURE CAPITAL

### 1.1 - Definizione, numeri e classificazione

Per *Corporate Venture Capital* (da ora in poi CVC) si intende l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita (ad esempio startup), promossa da aziende medie e grandi direttamente tramite l'investimento in equity o forme partecipative analoghe nelle suddette società o indirettamente tramite l'investimento in veicoli o fondi di investimento (ad esempio fondi di Venture Capital - VC), che condividono la strategia di investimento dell'azienda. L'obiettivo ultimo dell'attività di CVC risiede nel creare opportunità esterne di crescita ed innovazione per l'azienda e, in secondo luogo, generare un ritorno finanziario aggiuntivo derivante dalla gestione, diretta o indiretta, del portafoglio di partecipazioni. Ed è proprio a partire dagli anni 2000 che nasce un nuovo approccio al CVC, non più basato sull'adozione di modelli rigidi, quanto piuttosto adattati alle singole strutture delle corporate, con una visione di lungo periodo e un miglior bilanciamento tra obiettivi strategici e finanziari. Ma, qual è la relazione tra Corporate Venture Capital e Corporate Venturing? Iniziamo affermando che con il Corporate Venturing (CV) si intende quel complesso di attività orientate a incentivare l'innovazione all'interno e all'esterno dell'azienda. È bene precisare, però, che in Europa, diversamente che negli Stati Uniti, il termine *venture capital* è utilizzato esclusivamente per fare riferimento alle operazioni finalizzate a sostenere la nascita di nuove imprese, mentre con il termine “private equity” si intende l'insieme delle operazioni poste in essere per sviluppare attività esistenti o risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa, incluso il fenomeno del passaggio generazionale<sup>5</sup>. La figura che segue chiarisce quanto appena affermato.

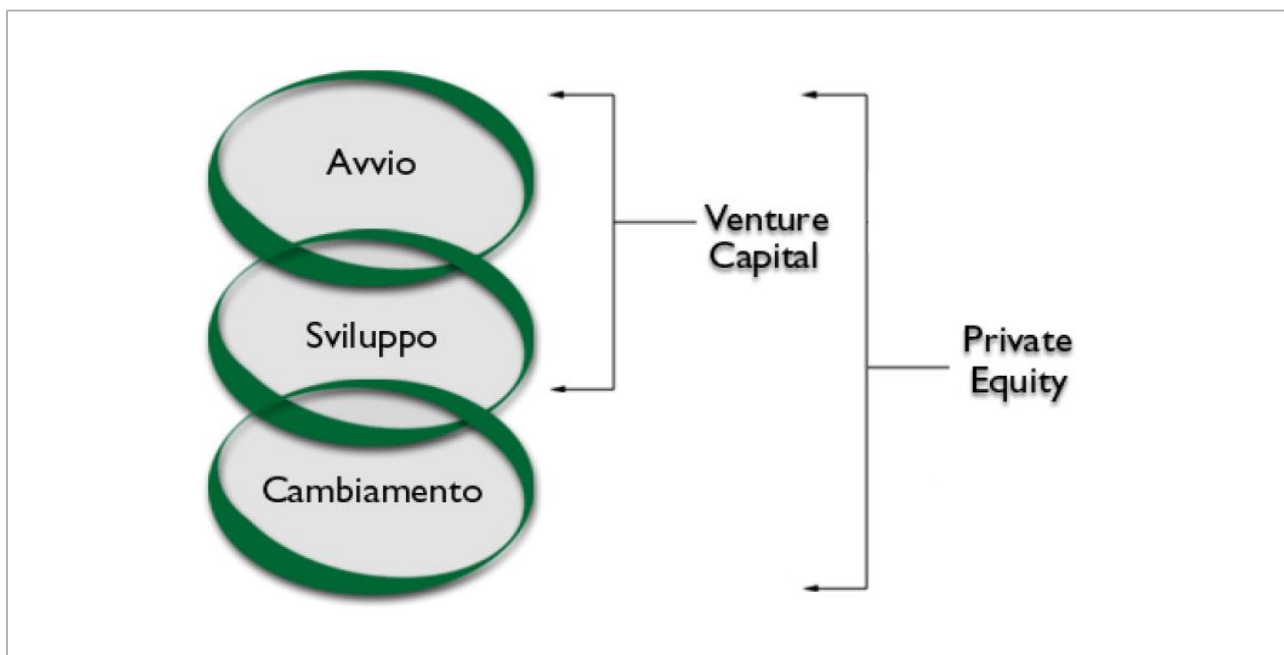


Figura 1 – *Venture Capital e Private equity* - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017

<sup>5</sup> "Finanza Aziendale 1" – Jonathan Berk, Peter DeMarzo - 2015

È possibile individuare le diverse fasi che caratterizzano le operazioni di venture capital, tenendo in considerazione che in alcuni casi la società è già presente sul mercato e in altri il progetto è allo stato iniziale o addirittura è presente soltanto sulla carta<sup>6</sup>:

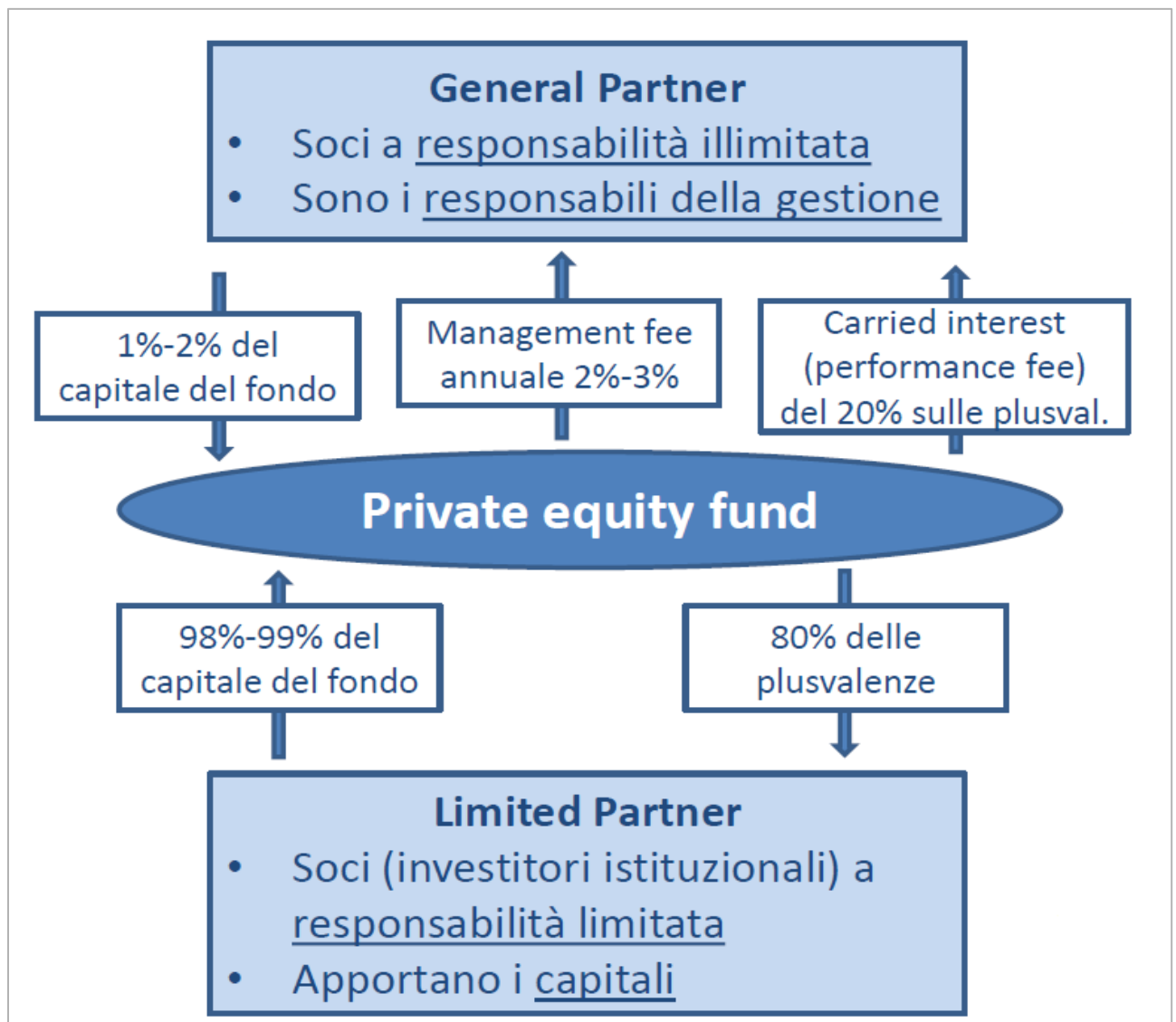
- *Il seed financing (seme)* rappresenta la fase iniziale del processo di selezione dell'azienda da parte del soggetto investitore e, spesso, è chiamata "start-up" ad indicare che tale fase è propedeutica alla messa in moto dell'idea imprenditoriale. Il compito dell'investitore è delicato e complesso, non tanto dal punto di vista dell'importo da finanziare (di modesta entità rispetto alle disponibilità dell'investitore) quanto alla validità dell'idea e della facilità del processo di commercializzazione del prodotto e/o del servizio. Il mercato statunitense offre tradizionalmente maggiori opportunità per coloro che hanno una nuova idea imprenditoriale senza avere a disposizione la capacità finanziaria per sostenerla. In merito a quest'ultimo punto facciamo riferimento a Google, che acquista piccole imprese e start-up attraverso il suo braccio di corporate venturing: Google Alphabet;
- *L'early stage* rappresenta sempre una fase iniziale del finanziamento, ma l'azienda interessata è già presente sul mercato e necessita dell'apporto di capitale per svilupparsi definitivamente. Si può ipotizzare che esista l'idea e un livello di organizzazione base, che, tuttavia, richiede l'intervento di operatori professionali sia sotto l'aspetto finanziario che manageriale. L'obiettivo è di attuare la fase di crescita, facendo funzionare l'idea dal punto di vista commerciale;
- *La fase di mid stage* si caratterizza per l'esigenza di un imprenditore di migliorare il valore della sua azienda incrementando il fatturato in virtù dei nuovi investimenti supportati dalla società di venture capital. Dal punto di vista dell'azienda finanziatrice l'intervento è costoso in termini di capitali impiegati e potrebbe essere poco vantaggioso sotto il profilo reddituale;
- *Nella fase di late stage* cresce la richiesta di capitale, perché l'azienda ha dimensioni grandi e probabilmente necessita di finanziamento per espandersi in nuovi mercati esteri. In alcuni casi, l'intervento potrebbe essere finalizzato a una quotazione sui mercati regolamentati<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> "Finanza straordinaria (seconda edizione) – Alessandro Pansa, Paolo Agnese - 2017

<sup>7</sup> "Finanza straordinaria (seconda edizione) – Alessandro Pansa, Paolo Agnese - 2017

Una società di venture capital, dicevamo, è solitamente una società in accomandita specializzata nella raccolta di denaro da investire nel capitale proprio di giovani imprese. Solitamente gli investitori istituzionali, come i fondi pensione, sono i soci accomandanti (limited partner). I soci accomandatari (general partner), invece, lavorano per la società di venture capital e la gestiscono; vengono chiamati venture capitalist<sup>8</sup>. Il seguente schema chiarisce quanto appena detto:



**Figura 2 – I fondi di private equity - Fonte: Corporate and Investment Banking - Foresteri G., 2015**

Inoltre, i venture capitalist controllano tipicamente un terzo dei voti nel consiglio di amministrazione e spesso rappresentano il più ampio blocco di voti nel Cda. Sebbene gli imprenditori vedano questo controllo come un costo necessario al fine di ottenere il capitale, in realtà può anche rappresentare un beneficio importante. I venture capitalist, infatti, utilizzano il loro potere di controllo per proteggere

<sup>8</sup> "Finanza Aziendale 2" – Jonathan Berk, Peter DeMarzo - 2008

i propri investimenti e così facendo svolgono un importante ruolo di monitoraggio sull'impresa<sup>9</sup>. Il CV consente pertanto alle aziende di rispondere velocemente ai cambiamenti nei mercati acquisendo una visione migliore sulle opportunità e sulle minacce. In tale contesto, il Corporate Venture Capital (CVC) rappresenta uno degli strumenti di CV e se ne differenzia in alcuni aspetti:

- L'attività di CVC è promossa e gestita da un'azienda con obiettivi strategici e/o finanziari, mentre in VC è un'attività svolta da investitori professionali che hanno quale unico obiettivo l'ottenimento di un rendimento ai fini della remunerazione dei propri Limited Partner;
- Le risorse a disposizione del ramo/fondo interno di CVC sono di origine captive (il fondo è investito completamente dalla corporate), mentre quelle a disposizione di un veicolo di VC sono prevalentemente raccolte presso investitori istituzionali;
- Il CVC non ha una durata prestabilita e vincolata in termini contrattuali. Al contrario, il fondo di VC ha una durata predeterminata, vincolante e vincolata.<sup>10</sup>

Il CVC permette quindi di rispondere più velocemente al variare delle situazioni e delle circostanze - ma anche, in alcuni casi, di anticipare se non addirittura dare vita a nuovi percorsi di sviluppo tecnologico - consentendo, quindi, di modificare rapidamente la direzione strategica, adattandosi con velocità alle mutate condizioni di mercato. Ma a questo punto sorge spontanea una domanda. Come mai l'innovazione viene intuita e canalizzata dalle start-up mentre ciò avviene con maggiore difficoltà nelle grandi aziende, più strutturate, conosciute e attrezzate rispetto alle prime? Nell'assecondare e sfruttare i processi innovativi le grandi aziende incontrano diversi limiti: sono caratterizzate da risorse maggiormente statiche, che quindi poco si adattano alla mobilità richiesta dai processi innovativi; gli interessi di chi fornisce le risorse e quelli degli innovatori non sempre sono facilmente allineabili; spesso tali attori prediligono innovazioni che vanno ad implementare i propri obiettivi piuttosto che innovazioni "disruptive", i cui effetti a medio-lungo termine non sono sempre facilmente ipotizzabili<sup>11</sup>. È per tali ragioni che in alcune circostanze, i nuovi imprenditori possono avviare aziende, svilupparle e portare nuovi prodotti sul mercato in maniera piuttosto rapida, mentre i loro competitor più grandi ma più lenti restano indietro. A completare il quadro, per fare in modo che le nuove imprese possano diventare aziende profittevoli e durature, gioca un ruolo essenziale la componente degli investitori (i Venture Capitalist), i quali forniscono alle nuove realtà le risorse

---

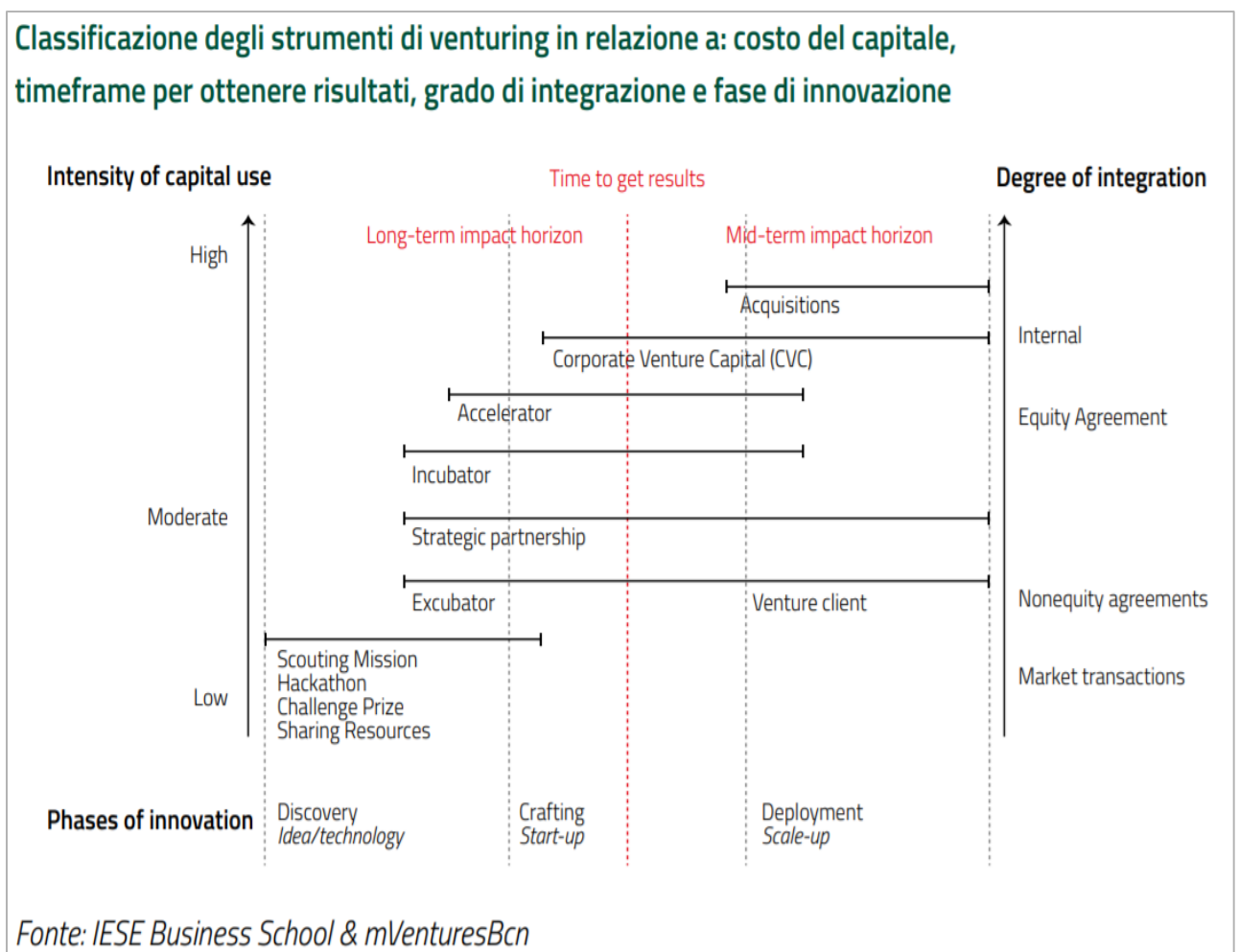
<sup>9</sup> "The Venture Capital Cycle" - Paul A. Gompers, Josh Lerner - 1999

<sup>10</sup> "Guida al Corporate Venture Capital" – AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) - 2018

<sup>11</sup> "Guida al Corporate Venture Capital" – AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) - 2018



necessarie affinché possano rapidamente costruire e mantenere una propria posizione stabile sul mercato. È dunque in tale contesto, caratterizzato da flessibilità e rapidità e in cui l'innovazione è diventata una risorsa fondamentale per competere sui mercati globali, che molte grandi aziende hanno compreso di non poter essere i soggetti più veloci ed efficienti nel cogliere le opportunità più dirompenti. Per tale motivo molte di queste hanno iniziato a svolgere attività di Corporate Venturing e, in alcuni casi, hanno attivato dei propri Corporate Venture Capital come operazione extra-aziendale per identificare fonti esterne di innovazione imprenditoriale. Tale fenomeno del resto, almeno in Italia, è particolarmente in salute; sono infatti 6.727 le società che hanno investito in start-up tecnologiche nel corso del 2017, il 31% in più rispetto al 2016<sup>12</sup>. Vediamo adesso un grafico che ci mostra i vari strumenti di venturing, tra cui appunto il Corporate Venture Capital, in corrispondenza del quale c'è un elevato utilizzo di capitale, un alto grado di integrazione ed un impatto di medio termine sul business:



**Figura 3 - Gli strumenti di venturing - Fonte: IESE Business School & mVenturesBcn, 2017**

<sup>12</sup> "Corporate venture capital in aumento" – Il sole 24 ore - 2017

Fatta chiarezza sul campo di definizione del CVC, è bene adesso andare più nel dettaglio spendendo qualche parola sugli obiettivi alla base dell'investimento. Gli obiettivi sono essenzialmente due, riassumibili in due concetti: "innovazione" (come già anticipato pocanzi parlando della definizione di CVC) e "ritorno finanziario". Rispettivamente, parliamo quindi di obiettivi puramente strategici e obiettivi puramente finanziari:

- **Raggiungere obiettivi strategici:** consentire all'azienda di generare ricavi e utili legati alle proprie attività di business, apportando innovazione nella ricerca di nuove idee o tecnologie, attraverso lo sviluppo di nuovi prodotti o processi, l'ingresso in nuovi mercati o il consolidamento della posizione all'interno di quello attuale.
- **Ottenere un ritorno finanziario:** In questo caso, si fa principalmente riferimento alla possibilità di ottenere elevati rendimenti, avvicinando in modo significativo l'attività svolta dall'azienda con quella tipica degli investitori di venture capital. In quest'ottica, tra i principali parametri di valutazione della performance dell'attività di CVC si trova il Return on Investments<sup>13</sup> (ROI).<sup>14</sup>

## 1.2 - Principali tipologie di investimento

Strettamente legati agli obiettivi sono le tipologie di investimento e di cui il professor Henry Chesbrough ha creato una matrice per renderne più chiaro il significato<sup>15</sup>. In questa matrice sono presenti due dimensioni: gli obiettivi di investimento (definiti nel paragrafo precedente) e il grado in cui la società e la start-up target sono collegate<sup>16</sup>:

---

<sup>13</sup> Il riferimento è ad un indice di bilancio il cui valore esprime la redditività e l'efficienza economica della gestione caratteristica (o operativa) a prescindere dalle fonti utilizzate; esprime quanto rende in capitale che è stato investito nell'azienda. In formula:  $ROI = \frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito netto operativo}}$  dove per risultato operativo si intende il risultato economico della sola gestione caratteristica, mentre per capitale investito netto operativo si intende il totale degli impieghi caratteristici al netto degli ammortamenti e degli accantonamenti.

<sup>14</sup> "Guida al Corporate Venture Capital" – AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) - 2018

<sup>15</sup> "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough - 2002

<sup>16</sup> Nello specifico, verranno individuate quattro tipologie di Venture Capital: incrementale, emergente, abilitativo e passivo; questa matrice sarà molto utile nel proseguire della trattazione in quanto verrà utilizzata per tracciare il pattern seguito dalle aziende oggetto dei case study.

## Tipologie di investimenti di CVC

|                                 |         | Obiettivi di investimento                                        |                                                            |
|---------------------------------|---------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
|                                 |         | Strategici                                                       | Finanziari                                                 |
| Sinergia con capacità operative | Elevata | <b>Incrementale</b><br>Consolidare strategia business attuale    | <b>Emergente</b><br>Consentire espansione a nuovi business |
|                                 | Scarsa  | <b>Abilitativo</b><br>Ampliare business con attività collaterali | <b>Passivo</b><br>Provvedere solo a ritorni finanziari     |

Fonte: Harvard Business Review, 2002

**Figura 4 – Tipologie di investimenti di CVC - Fonte: Harvard Business Review, 2002**

Come vediamo dal grafico, da un lato abbiamo investimenti strategici quando una società cerca di identificare e sfruttare le sinergie tra sé e una nuova impresa; d'altra parte ci sono gli investimenti con solo obiettivi finanziari. Infine, la start-up può avere o meno forti sinergie operative con la corporate. Questo significa che le attività di Venture Capital perseguite da una corporate possono essere di quattro tipologie:

- **investimenti incrementali (driving investments):** la principale motivazione di questo tipo di investimento è cercare di spingere la strategia di sviluppo dell'impresa verso nuove frontiere tecnologiche. Questo tipo di investimento ha finalità esplorative e di solito avviene con piccole somme di denaro sin dalla fase "seed" (di sperimentazione), proprio per cercare di sviluppare nuove traiettorie tecnologiche. Il rischio di fallimento in questo tipo di investimento è alto, data la forte innovatività delle start-up nelle quali spesso si investe;
- **investimenti abilitativi (enabling investments):** si tratta di investimenti realizzati con l'obiettivo di sviluppare sinergie con imprese che possono mettere sul mercato prodotti complementari a quelli dell'impresa investitrice. Con questo tipo di investimento si cerca di completare il portafoglio di prodotti o servizi ovvero abilitare lo sviluppo di un vero e proprio ecosistema di attività imprenditoriali che potenzi nel lungo periodo le fonti del vantaggio competitivo. Il problema maggiore che si riscontra in questo tipo di investimenti è la limitata chiarezza sul mercato che si intende aggredire, i cui confini sono spesso labili;

- **investimenti emergenti (emergent investments):** l'investimento in nuove imprese dipende dallo sviluppo della strategia corporate. Se nel corso del tempo emergono nuove strategie che portano verso nuovi mercati o verso l'individuazione di nuove opportunità, si attuano investimenti coerenti ad accelerare o a favorire la realizzazione della strategia emergente, anche per evitare il rischio di investire in ritardo rispetto ai competitors o rispetto all'andamento dei mercati stessi.;
- **investimenti passivi:** si tratta di investimenti per lo più di tipo finanziario in altre attività e altre imprese; investimenti dai quali ci si aspettano ritorni solo in chiave finanziaria. Si decide di investire su alcune imprese soltanto come forma di diversificazione, e quindi di riduzione del rischio ovvero aumento della probabilità di realizzare elevati rendimenti.<sup>17 18</sup>

Nel prosieguo della trattazione analizzeremo alcuni casi di fondi attivi per il corporate venturing capital, specialmente nel settore digitale-tecnologico, per cercare di capire come si sono mosse alcune grandi società per raggiungere lo scopo di stare al passo con l'innovazione tecnologica e per sfruttare quindi la flessibilità in innovazione che molte start-up possiedono, a differenza delle grandi imprese stesse che invece si trovano spesso rallentate da una fisiologica staticità<sup>19</sup>.

### 1.3 - Modelli e fasi di corporate venture capital

Dopo aver parlato di tipologia di investimenti e prima di passare al concetto di open innovation, essenziale per poter procedere alla parte finale del presente elaborato, è utile parlare anche di modelli e di fasi di corporate venture capital. È possibile identificare tre modelli operativi per lo svolgimento dell'attività di CVC visibili nel seguente grafico e di seguito opportunamente spiegati:

---

<sup>17</sup> "Corporate Strategy" – Franco Fontana, Paolo Boccardelli - 2015

<sup>18</sup> La matrice descritta, con le relative quattro tipologie di investimenti perseguibili, è stata rielaborata nel terzo capitolo per ognuna delle tre aziende oggetto dei case study: si veda in particolare la figura 25, 26 e 27 dove, sono state collocate le start-up acquisite a seconda del tipo di investimento perseguito dall'acquirente.

<sup>19</sup> Nell'assestare e sfruttare i processi innovativi le grandi aziende incontrano diversi limiti: sono caratterizzate da risorse maggiormente statiche, che quindi poco si adattano alla mobilità richiesta dai processi innovativi; gli interessi di chi fornisce le risorse e quelli degli innovatori non sempre sono facilmente allineabili; spesso tali attori prediligono innovazioni che vanno ad implementare i propri obiettivi piuttosto che innovazioni "disruptive", i cui effetti a medio-lungo termine non sono sempre facilmente ipotizzabili. È per tali ragioni che in alcune circostanze, i nuovi imprenditori possono avviare aziende, svilupparle e portare nuovi prodotti sul mercato in maniera piuttosto rapida, mentre i loro competitor più grandi ma più lenti restano indietro. A completare il quadro, per fare in modo che le nuove imprese possano diventare aziende profittevoli e durature, gioca un ruolo essenziale la componente degli investitori (i Venture Capitalist), i quali forniscono alle nuove realtà le risorse necessarie affinché possano rapidamente costruire e mantenere una propria posizione stabile sul mercato.

## The Corporate Venture Capital Models

|                         | Corporate/Direct Investment (Balance Sheet)                                                                   | Internal Dedicated Fund (GP Model)                                       | External Fund (LP Model)                                                                    |
|-------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Purpose</b>          | Gain direct business and technology experience in emerging areas                                              | Emerging business and technology with more autonomy for step out options | Develop internal VC capabilities whilst gaining market awareness and understanding          |
| <b>Structure</b>        | Direct investment, funding each deal, closely related to business divisions and future business opportunities | Corporate acts as LP in a 100% captive fund<br>Greater fund autonomy     | GP external firm LP corporate part investor<br>Decision on investment GP in fund parameters |
| <b>Talent</b>           | Internal corporate talent                                                                                     | Mixture of external VC hired and internal corporate talent               | Experienced VCs and potential secondees from corporate                                      |
| <b>Success measures</b> | Measurement of direct strategic inputs                                                                        | Primarily financial with a level of strategic exposure                   | Predominantly ROI                                                                           |
| <b>Examples</b>         | BP, Bosch, Panasonic                                                                                          | Unilever Ventures, Reed Elsevier Ventures, Bloomberg Beta                | Siemens Venture Capital (SVC), Physic (Unilever)                                            |

Fonte: BVCA – Guide to Corporate Venture Capital

**Figura 5 – Corporate Venture Capital Models - Fonte: Guide to Corporate Venture Capital, 2017**

- 1) **Corporate/Direct Investment – Balance Sheet:** prevede l’investimento diretto nelle start-up da parte dell’azienda, senza la costruzione di un veicolo ad hoc; tale attività viene gestita da un team di risorse aziendali interne;
- 2) **Internal Dedicated Fund – GP Model:** beneficia di un maggior grado di autonomia decisionale e strategica nonostante sia un veicolo totalmente di origine “captive”. In questo caso, l’attività è svolta da un team composto da una combinazione di risorse provenienti dall’azienda e da fondi di venture capital;
- 3) **External Fund – LP Model:** l’azienda in questo caso si configura come uno degli investitori (Limited Partner), mentre la gestione è affidata a investitori di venture capital esperti, eventualmente affiancati da risorse aziendali per un periodo temporaneo. Tale ultimo modello, sebbene non risponda perfettamente ad alcune definizioni presenti in letteratura (sembrerebbe molto più vicino ad uno dei modelli tipici del Private Equity), può comunque rappresentare il primo passo di un’azienda verso il CVC, funzionale a gettare le basi per poter svolgere al

meglio questa attività. Ciò consente, infatti, di sviluppare internamente capacità e competenze riguardanti il venture capital, mentre si comprendono le dinamiche del mercato e le regole del gioco.<sup>20</sup>

Infine, sappiamo che la vita di un veicolo di CVC è caratterizzata fondamentalmente da quattro fasi principali:

- 1) **Origination:** attività di *scouting* sulle operazioni di investimento, generalmente prevalente nelle fasi immediatamente successive alla costruzione del veicolo di investimento. Questa fase, che costituisce un primo filtro sulle opportunità di investimento, conduce ad una selezione molto severa: soltanto l'1-2% delle opportunità di investimento accedono alla Due Diligence;
- 2) **Execution:** di questo momento fanno parte la Due Diligence (es. legale, finanziaria, business...) e la negoziazione dell'investimento con i fondatori/co-investitori. Per investire vengono utilizzati principalmente due strumenti:
  - L'acquisto di partecipazioni, sia con corrispettivo in denaro o mediante altri rapporti;
  - L'emissione di strumenti finanziari (anche obbligazioni) forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi;
- 3) **Portfolio management:** i team di gestione si concentrano sulla gestione delle partecipate in portafoglio; generalmente la gestione è di tipo diretto, ossia di controllo delle performance e di affiancamento al management team che viene supportato dal team di gestione del CVC nell'ottica di creazione di valore e di crescita della partecipata. Più raramente il team di gestione viene distaccato presso la partecipata; in questo caso il coinvolgimento del team è più attivo e comporta anche il ricoprire cariche manageriali;
- 4) **Exit:** passaggio cruciale per i CVC che hanno adottato il modello LP (External Fund), più sfumata per chi ha adottato il modello GP (Internal Dedicated Fund) o Balance Sheet (Corporate/Direct Investment). Il team di gestione si occupa dell'uscita dell'investimento valorizzando al meglio il percorso di sviluppo della partecipata.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> "Guida al Corporate Venture Capital" – AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) - 2018

<sup>21</sup> "Guida al Corporate Venture Capital" – AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) - 2018

A livello di governance, il CVC, come ogni società si doterà di un'assemblea dei soci e di un organo di amministrazione (consiglio di amministrazione o amministratore unico). Inoltre, al superamento di determinati requisiti dimensionali, si renderà altresì necessaria la nomina di un organo di controllo (collegio sindacale o sindaco unico). Al fine di servire al meglio le finalità del tipo di ricerca e sviluppo del CVC e di non frustrare le esigenze di flessibilità e rapidità decisionale che sono proprie delle start-up, sarebbe opportuno svincolare quanto più possibile le dinamiche di investimento del CVC da quelle tipiche dell'M&A industriale delle grandi corporate (es. contratti di investimento complessi con sofisticate previsioni parasociali), sia per consentire una maggiore autonomia delle start-up, sia per permettere una maggiore velocità di esecuzione delle operazioni di investimento.<sup>22</sup>

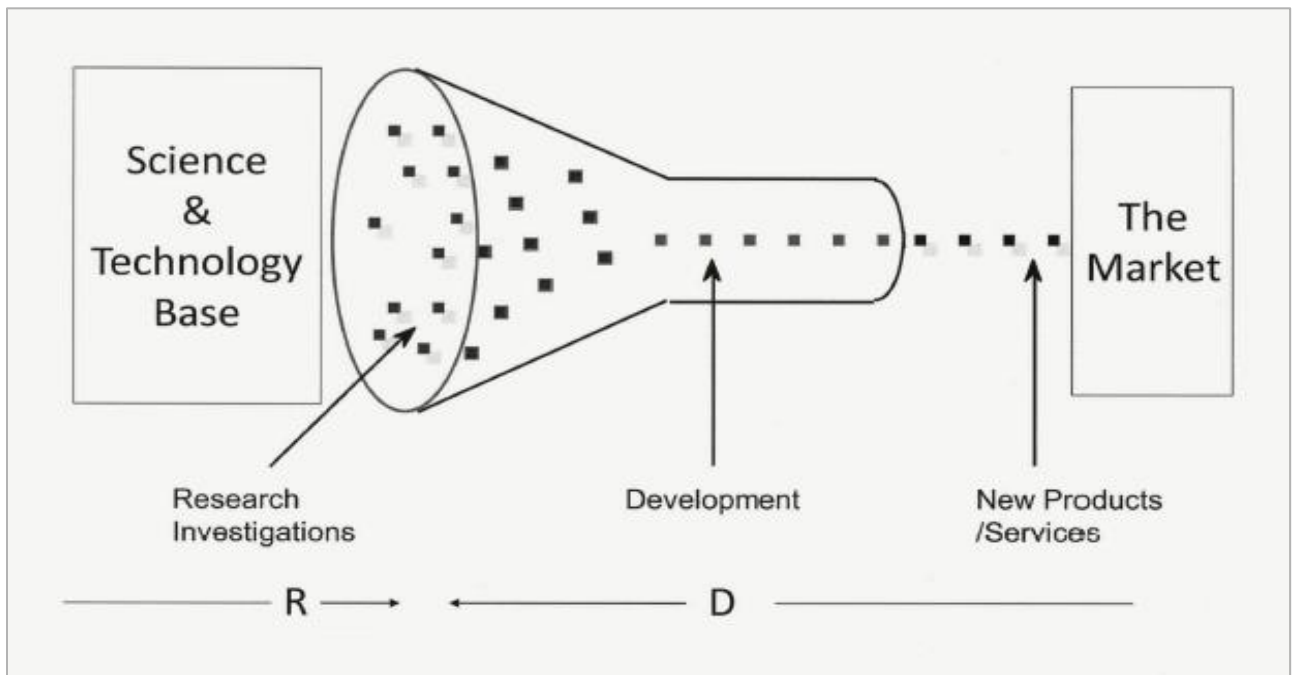
#### **1.4 - Il concetto di open innovation**

Arrivati a questo punto possiamo quindi con certezza affermare che il Corporate Venture Capital fa riferimento alla situazione nella quale un'azienda consolidata decide di investire in una nuova azienda, una start-up, acquisendone una quota. Se poi la motivazione dietro l'investimento è stata l'acquisto di una qualche innovazione (per esempio brevetti, invenzioni, know-how), allora siamo di fronte a un caso di open innovation. L'*open innovation* ("innovazione aperta") è un modello di innovazione secondo il quale le imprese, per creare più valore e competere meglio sul mercato, non possono basarsi soltanto su idee e risorse interne ma hanno il dovere di ricorrere anche a strumenti e competenze tecnologiche che arrivano dall'esterno, in particolare da start-up, università, istituti di ricerca, fornitori, inventori, programmatori e consulenti. Il termine di open innovation è stato coniato dal già precedentemente citato economista statunitense Henry Chesbrough, che nel saggio *The era of open innovation* (2003) rifletteva sul fatto che la globalizzazione avesse reso sempre più costosi e rischiosi i processi di ricerca & sviluppo, perché il ciclo di vita dei prodotti era diventato più breve. Secondo Chesbrough il paradigma della "closed innovation", ovvero la ricerca fatta all'interno dei confini dell'impresa, non poteva più bastare. Si rendeva quindi necessaria una collaborazione tra startup e grandi aziende; l'innovazione chiusa non era più sufficiente perché le conoscenze e i talenti viaggiavano (e viaggiano tuttora) a una velocità sempre maggiore a causa delle reti e della facilità negli spostamenti e, perciò, è diventato più difficile trattenerli in azienda a vita. Per Chesbrough, il paradigma dell'open innovation può essere considerato come l'antitesi del tradizionale modello dell'integrazione verticale nel quale le attività di innovazione interna portano a prodotti e servizi,

---

<sup>22</sup> "Guida al Corporate Venture Capital" – AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) - 2018

sviluppati internamente, e distribuiti dall'impresa. Lo stesso autore considera il modello di integrazione verticale appunto un modello di "closed innovation". Sotto questo modello, i progetti di ricerca sono lanciati dalla base tecnologica e scientifica dell'azienda, avanzano nel processo di sviluppo e, infine, solo alcuni progetti vengono scelti per andare attraverso il mercato. Si utilizza la parola "closed" perché i progetti, possono entrare (nell'azienda) e uscire (dall'azienda) in un solo modo: l'entrata avviene attraverso lo sviluppo all'interno dell'azienda; l'uscita avviene quando il progetto viene immesso nel mercato. La figura seguente chiarisce quanto appena affermato:



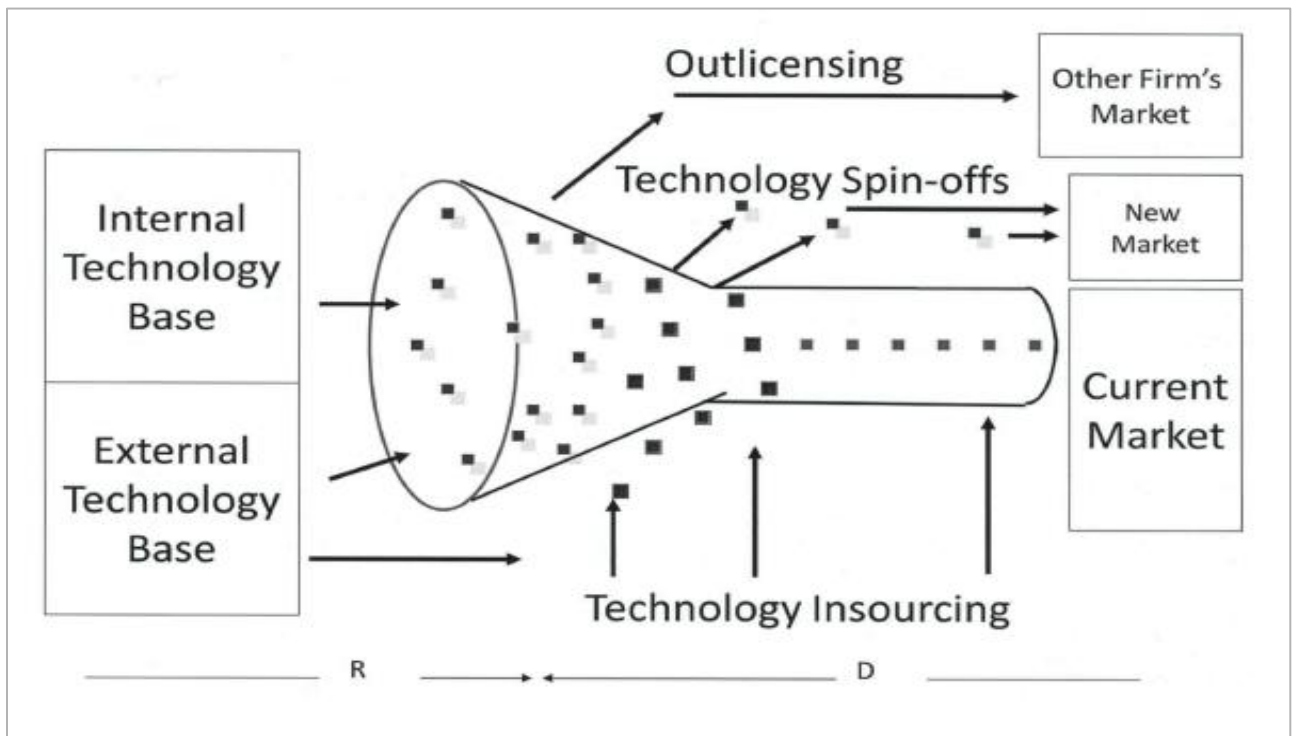
**Figura 6 – Modello di innovazione chiusa - Fonte: Henry Chesbrough, 2004**

Nel modello di innovazione aperta invece, i progetti, possono entrare o uscire in vari modi: in particolare, possono essere lanciati sia da fonti interne o esterne di tecnologia, e a sua volta, nuova tecnologia, può entrare nel processo a vari livelli. Inoltre, i progetti possono andare sul mercato in vari modi, tramite l'outlicensing o attraverso spin-off, oltre che ovviamente attraverso i classici canali di marketing e di vendita dell'azienda<sup>23</sup>. La figura seguente chiarisce quanto appena affermato.

<sup>23</sup> Si veda il lavoro svolto dai seguenti autori:

- "Business Models. Special issue" – Baden-Fuller, Lecoq and MacMillan - 2010
- "Open Innovation: The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough - Cambridge, MA: Harvard Business School Press – 2013
- "Open Business Models" – Henry Chesbrough – Cambridge, MA: Harvard Business School Press – 2006
- "Open innovation: Researching a new paradigm" - Vanhaverbeke, West, Chesbrough – New York, NY: Oxford University Press - 2016





**Figura 7 – Modello di innovazione aperta - Fonte: Henry Chesbrough, 2004**

Tra le due forme di innovazione appare quindi chiara la presenza di numerose differenze, così come di principi contrastanti. Tali principi sono di seguito riportati:

| Closed innovation Principles                                                                                                                 | Open Innovation Principles                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Le persone più intelligenti nel nostro campo lavorano per noi                                                                                | Non tutte le persone intelligenti lavorano per noi, così dobbiamo colmare il gap facendo affidamento su brillanti individui al di fuori della nostra azienda                                |
| Per far profitto tramite l'R&D, dobbiamo essere noi stessi a scoprire e sviluppare                                                           | L'R&D esterna può creare un valore significativo; l'R&D interna è necessaria per sostenere una porzione di quel valore                                                                      |
| Se creiamo la maggior parte delle migliori idee nell'industria, vinceremo la sfida competitiva                                               | Se facciamo il miglior uso delle idee prodotte all'interno e all'esterno, vinceremo la sfida competitiva                                                                                    |
| Dovremmo controllare la nostra proprietà intellettuale in modo tale che i nostri competitori non possano far profitto tramite le nostre idee | Dovremmo far profitto attraverso l'utilizzo degli altri delle nostre idee, e noi dovremmo comprare la proprietà intellettuale altrui ogni volta che ci è utile per il nostro business model |

**Figura 8 – CI vs OI principles - Fonte: Nostra traduzione da tabella di Henry Chesbrough, 2003 <sup>24</sup>**

<sup>24</sup> "The era of open innovation" – Henry Chesbrough – The MIT Press - 2003

Una delle maggiori differenze sta quindi nel modo in cui le aziende vagliano e selezionano le loro idee. In ogni processo di R&D, i ricercatori e i loro manager devono separare le cattive proposte dalle buone in modo tale da potersi concentrare e commercializzare solo le seconde. Entrambi i modelli di closed e di open innovation sono esperti nell'estirpare e scartare quelle idee che vengono chiamate "false positives" (cioè cattive idee che inizialmente sembrano promettenti), ma solo il modello dell'open innovation include la possibilità e abilità di salvare i "false negatives" (cioè progetti che inizialmente sembrano non essere promettenti ma che in realtà si rivelano di grande valore). Un'azienda che si focalizza troppo internamente, quindi un'azienda che persegue un approccio di innovazione chiusa, è incline a farsi sfuggire un gran numero di opportunità perché molte di queste idee possono non essere conciliabili con il business model della società stessa o comunque vi è la necessità di utilizzare tecnologie reperibili esternamente al fine di sbloccarne tutto il potenziale di tali progetti. Tutto questo può essere particolarmente dannoso specialmente per quelle aziende che hanno fatto sostanziali investimenti di medio-lungo termine in ricerca, solo per scoprire successivamente che alcuni dei progetti abbandonati avevano un enorme valore commerciale<sup>25</sup>. L'open innovation può poi essere "inbound" o "outbound": il termine *inbound open innovation* fa riferimento all'uso interno di conoscenza prodotta all'esterno, mentre, in maniera diametralmente opposta, con *outbound open innovation* si fa riferimento allo sfruttamento esterno della conoscenza prodotta all'interno. Studi empirici<sup>26</sup> hanno dimostrato che le imprese preferiscono avviare un processo di inbound open innovation rispetto al processo opposto (outbound); alcune possibili spiegazioni<sup>27</sup> sono da ricondurre alla paura, da parte delle imprese, di diffondere all'esterno parte della loro conoscenza rilevante e quindi di dare via i così chiamati "crown jewels" (cioè elementi chiave del loro vantaggio competitivo). Da notare anche la presenza di tre differenti aree di open innovation nelle quali le aziende hanno focalizzato le loro attività: *funding innovation*, *generating innovation*, *commercializing innovation*:

- *Finanziare l'innovazione*: fanno parte di questa categoria gli *innovation investor* che includono società di Venture Capital, angels investors, società di CVC, private equity investors e le piccole società di investimento (Small Business Investment Companies – SBICs). Il loro capitale aiuta a far muovere le idee fuori da società e università verso il mercato, tipicamente attraverso la creazione di start-up. Oltre a finanziare, gli innovation investors possono fornire consigli per aiutare le start-up ad evitare i problemi che colpiscono molte aziende alle prime armi.

---

<sup>25</sup> "The era of open innovation" – Henry Chesbrough – The MIT Press - 2003

<sup>26</sup> "Open innovation to increase innovation performance: evidence from a large survey" – Cheng, Colin, Huizingh – XXI ISPIM International Conference, Bilbao, Spain - 2010

<sup>27</sup> "Unlocking the hidden value of patents" – Rivette K.G., Kline D. – Harvard Business School Press, Boston - 2000

- *Generare l'innovazione*: ci sono alcuni tipi di entità che generano innovazione, come ad esempio gli *innovation merchants* e gli *innovation missionaries*. Per quanto riguarda gli *innovation merchants*, la loro attività di generazione di innovazione si focalizza su una stretta cerchia di tecnologie che sono poi codificate in proprietà intellettuali e vendute ad altri. In altre parole, innovano, ma solo con uno specifico obiettivo commerciale in mente. Gli *innovation missionaries* invece sono persone ed organizzazioni che creano tecnologie per servire una causa, la quale, non ha nulla a che fare con la ricerca del profitto.
- *Commercializzare l'innovazione*: fanno parte di questa categoria i così chiamati *innovation one-stop centers* ossia quei centri che si procurano la miglior idea (da qualunque fonte) e la forniscono ai loro clienti ad un prezzo competitivo.<sup>28</sup>

Secondo poi un altro saggio pubblicato da Chesbrough, *from open science to open innovation* (2015), le politiche industriali a supporto dell'innovazione aperta, dovrebbero mettere al centro la *specializzazione*. Se l'innovazione non è più una estenuante maratona, ma una veloce corsa a staffetta, gli staffettisti non hanno altra scelta se non diventare particolarmente bravi nel percorrere il tratto di pista a loro dedicato. Non ha più senso sostenere lo sviluppo di grandi *innovation champions*, non essendo più necessari i grandi monopoli delle conoscenze. Specializzazione, nell'accezione di Chesbrough vuol dire in particolare lo sviluppo dei mercati di conoscenza e tecnologia, il supporto alle start-up e spin-off accademiche, le SME come strumento di sviluppo di progetti innovativi che possono essere a loro volta acquisiti dalle grandi imprese. I monopoli e gli oligopoli della conoscenza di un tempo non esistono più, e sono stati sostituiti da un concetto più nuovo di piattaforma, modulare e aperta<sup>29</sup>. Inoltre, i mercati dei capitali, come insegnano le start-up della Silicon Valley, hanno cominciato a concentrarsi anche su aziende basate su modelli di business e approcci completamente nuovi e *disruptive* rispetto al passato<sup>30</sup>. Non attingere a questi nuovi "saperi" collaborando con altre aziende, magari più avanzate dal punto di vista digitale, può rivelarsi uno svantaggio significativo: chi non lo fa rischia di ritrovarsi non al passo con i tempi e di incorrere in ingenti perdite, visto che secondo un'indagine condotta da Accenture stimolare la collaborazione tra aziende e startup (o altri soggetti innovatori) può generare in tutto il mondo una potenziale crescita di circa 1,5 trilioni di dollari, pari al 2,2% del Pil globale, e solo in Italia può valere un incremento di 35 miliardi di euro.<sup>31</sup> Dai dati dello studio relativi all'Italia, emerge che il 76% delle grandi aziende ritiene di poter fare

---

<sup>28</sup> "The era of open innovation" – Henry Chesbrough – The MIT Press - 2003

<sup>29</sup> "La logica della specializzazione a servizio dell'open innovation" – Alberto Di Minin – Il sole 24 ore (sezione Nòva) - 2015

<sup>30</sup> "Che cos'è l'open innovation" - EconomyUp - 2016

<sup>31</sup> "Harnessing the power of Entrepreneurs to Open Innovation" – Accenture, G20 Young Entrepreneurs Alliance - 2015

leva sulle start-up o piccoli imprenditori per trasformare il proprio business rendendolo digitale e innovativo. Grandi aziende e imprenditori concordano sul fatto che gli attuali modelli di collaborazione tenderanno sempre di più verso forme di innovazione più aperte e partecipative, in base alle quali le imprese non si limiteranno solo a finanziare start-up, ma si serviranno della collaborazione di altre organizzazioni per creare un “ecosistema di innovazione”<sup>32</sup>, dando vita in particolar modo a delle “reti di partnership” molto estese. Questo vuol dire che le imprese che investono in start-up devono in primis esserne parte attiva, mettendo in comune idee, beni e proprietà intellettuale, adottando nuovi approcci per condividere più equamente rischi e benefici. Emerge, poi, come le imprese più impegnate nell’open innovation abbiano ottenuto tassi più elevati di crescita del fatturato, e che, se tutti gli imprenditori e le grandi società arrivassero allo stesso livello di collaborazione, i tassi di crescita del fatturato delle aziende italiane potrebbero passare dal 5% al 10% per le aziende di grandi dimensioni.<sup>33</sup> È necessario quindi stimolare l’adozione di nuovi modelli di collaborazione sfruttando il potenziale di tutte le alternative disponibili (come ad esempio il Corporate Venture Capital) ed adottare meccanismi che riescano a sincronizzare gli obiettivi delle due parti in gioco (investitori e start-up) secondo un’ottica “win-win”. L’open innovation è poi un processo che consente anche un più rapido time to market, ovvero un tempo minore per passare dalla fase di ideazione del prodotto o servizio o alla sua distribuzione sul mercato. Secondo questo schema, la competizione quindi non viene vinta da chi produce al proprio interno le migliori innovazioni ma chi riesce a creare prodotti e servizi innovativi modulando al meglio ciò che viene da dentro e ciò che viene da fuori. Sono solo poche le grandi aziende che hanno una platea di risorse interne talmente ampia e funzionale da non necessitare di uno scambio con l’esterno. Con l’open innovation è quindi cambiato il modo di fare innovazione, andando oltre i tradizionali uffici di R&D interni. Le aziende, come detto progressivamente sempre più aperte verso l’esterno, studiano le neo-aziende nate intorno a un’idea, aziende ancora micro, ma dal potenziale molto interessante. Innovare acquisendo una start-up è spesso più veloce e meno rischioso che sviluppare la stessa innovazione internamente<sup>34</sup>: si compra un’idea già parzialmente messa a punto e che ha già fatto i primi test sul mercato. Adottare il paradigma dell’open innovation mitiga i principali svantaggi del produrre in casa l’innovazione: alti costi, necessità di competenze verticali, time to market allungato, e offre all’impresa quattro benefici fondamentali<sup>35</sup>:

- 1) ***Stimola l’innovazione aziendale*** su temi chiave per il business con input esterni: prodotti, servizi e approcci innovativi, persone “differenti”;

---

<sup>32</sup> “Mapping Innovation: A Playbook for Navigating a Disruptive Age” Greg Sattel– 2017

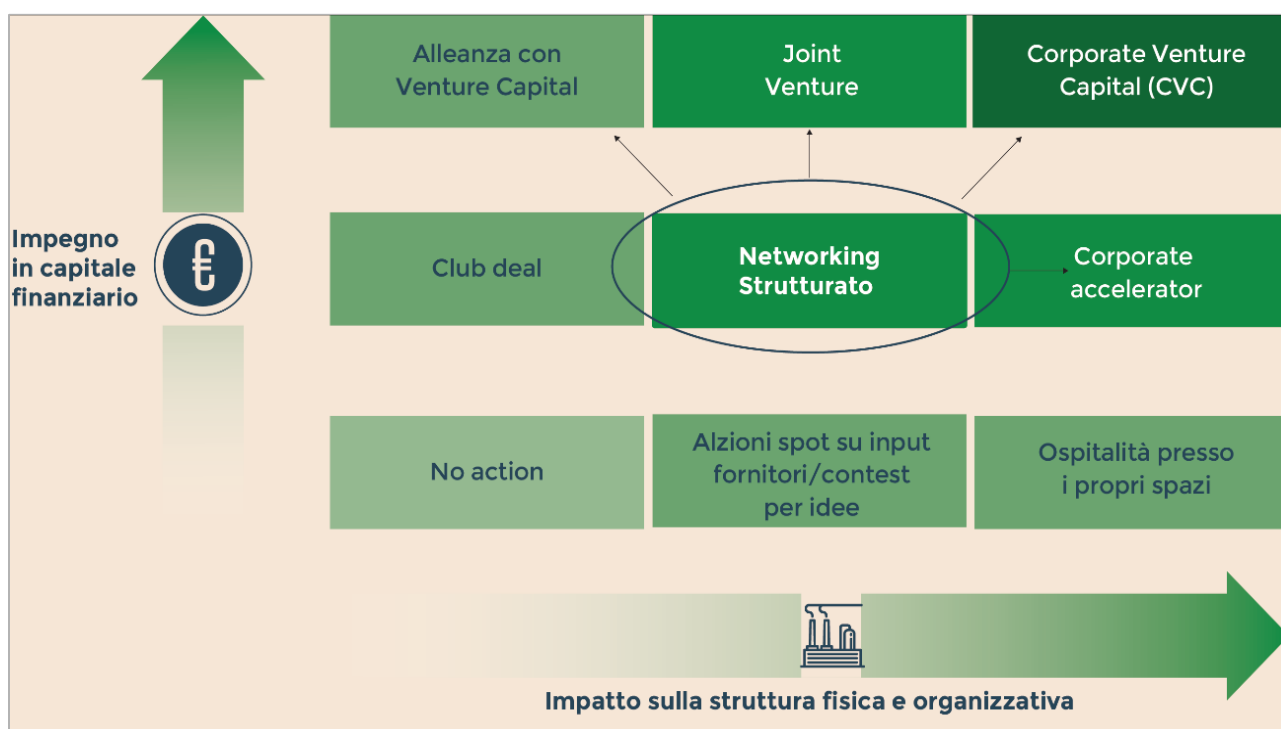
<sup>33</sup> “Harnessing the power of Entrepreneurs to Open Innovation” – Accenture, G20 Young Entrepreneurs Alliance - 2015

<sup>34</sup> “Corporate Venture Capital e Open Innovation: quando le aziende investono in start-up” – dott.ssa Silvia Pugi (Manageritalia) - 2017

<sup>35</sup> “Open innovation, in Italia (finora) funziona così – Alessandro D’Adda – Il sole 24 ore (sezione Management) - 2017

- 2) **Dà accesso a potenziali tecnologie** su cui investire, prima dei competitors;
- 3) **Fa aumentare le competenze del management e delle risorse interne** in uno scenario di mercato sempre più “digital” e dunque in perenne, rapida trasformazione.
- 4) **Apporta benefici in termini di corporate social responsibility**: l’azienda investe parte delle proprie risorse per sviluppare idee e giovani talenti.

Tutto ciò può comportare sforzi differenti a seconda della cultura aziendale e della dimensione dell’impresa. I driver su cui calibrare la scelta sono: l’impegno finanziario e l’impatto tollerabile dalla struttura organizzativa. La figura seguente chiarisce quanto appena affermato e ci mostra le differenti opzioni percorribili.



**Figura 9 – Il networking strutturato - Fonte: MBS Consulting, 2017**

Al centro della matrice abbiamo il “networking strutturato” nel quale l’azienda sceglie come soluzione un equilibrio tra impegno finanziario e impatto organizzativo. Si tratta di un approccio dinamico e flessibile, in base al quale un’azienda monitora in modo “industriale” le opportunità esterne di innovazione e attua un mix di soluzioni che vanno da investimenti diretti in Ricerca e Sviluppo a partnership con altre imprese o con fondi di venture capital. La flessibilità sta nel non legarsi a nessuna di queste scelte, ma nel percorrerle tutte alla ricerca di un mix che si aggiorna

costantemente<sup>36</sup>. Passando poi alle modalità concrete attraverso le quali si realizza l'open innovation troviamo:

- 1) *gli accordi interaziendali*, per cui un'impresa delega a un'altra, di solito più piccola, la creazione di determinate innovazioni o la produzione di specifici manufatti;
- 2) *il sovvenzionamento di competizioni per startup*, con l'impegno di investire – direttamente o indirettamente – in quelle che hanno sviluppato le innovazioni più promettenti;
- 3) *gli hackathon*, ovvero le gare di programmazione per cui le aziende chiedono a developer e innovatori di inventare soluzioni digitali innovative in 24 ore in un determinato settore;
- 4) *l'acquisizione*, da parte di grandi corporation, di startup innovative al fine di integrare nel proprio organico dei talenti digitali e di rilevare alcune delle principali innovazioni realizzate da questi ultimi;
- 5) *la creazione di acceleratori di startup* gestiti direttamente o indirettamente da grandi aziende;
- 6) *la condivisione e la circolazione di idee innovative*, anche secondo la filosofia open source, attraverso eventi di networking e conferenze;
- 7) *la partnership con università*, centri di ricerca e incubatori per innovare su specifici temi.<sup>37</sup>

Ed è bene notare come stiano nel tempo cambiando i settori nel quale è presente l'open innovation. In particolare, vi è una transizione da settori ad alta tecnologia verso settori low-tech, oltre che da grandi imprese verso le small and medium enterprises (SMEs). Storicamente l'open innovation è partita principalmente nel settore high-tech, tuttavia è già presente negli ultimi anni un trend verso il settore low-tech, il quale sta sfruttando in maniera sempre più efficiente il potenziale dell'innovazione aperta. La transizione, come detto, riguarda anche la grandezza dell'impresa che mette in atto i processi dell'open innovation, spostandosi quindi verso le imprese più piccole. Evidenze empiriche, riguardanti principalmente le così chiamate “born global”<sup>38</sup>, indicano che per evitare le “liability of

---

<sup>36</sup> “Open innovation, in Italia (finora) funziona così” – Alessandro D’Adda – *Il sole 24 ore* (sezione Management) - 2017

<sup>37</sup> “Che cos’è l’open innovation” - *EconomyUp* - 2016

<sup>38</sup> Con il termine *born global* si descrivono le imprese di piccole dimensioni che fin dall’inizio, sviluppano la loro attività a livello internazionale. La loro presenza internazionale non è il risultato di un processo incrementale; deriva, piuttosto, da un preciso disegno strategico che definisce modalità e condizioni della presenza estera prima ancora dell’avvio dell’attività d’impresa. Specializzazione e rilevante sistema relazionale sono alla base dello spiccato orientamento

smallness” (cioè i problemi tipici di chi non può contare sui vantaggi di essere una grande impresa) è necessario appunto “aprire” il loro processo innovativo. Possiamo infine citare alcune aziende che hanno mostrato un forte interesse per l’open innovation ad esempio Microsoft ed Apple. La prima della classe è però Google<sup>39</sup>, la cui principale regola di innovazione è la seguente: “Innovation comes from anywhere”, cioè l’innovazione può venire da qualunque parte. E in base a questo principio, incoraggia gli scambi con altre startup, alcune delle quali sono acquisite direttamente o finanziate attraverso Google Ventures, e di cui discuteremo successivamente in maniera più dettagliata.

---

*all’innovazione che, come la propensione internazionale, caratterizza la born global fin dalla sua concezione. Nonostante le sue modeste dimensioni, la born global riesce a neutralizzare le liability of smallness grazie alla qualità del suo capitale immateriale, caratterizzato dai seguenti aspetti: relazioni e reputazione; competenze organizzative; conoscenza del mercato internazionale; capacità di apprendere. Per maggiori informazioni in merito alle born global si veda il lavoro dei seguenti autori:*

- *“The born global firms: a challenge to traditional internationalization theory” – Knight G.A., Cavusgil S.T. – JAI Press Greenwich, CT p.11, 1996*
- *“Toward a theory of international new ventures” – Oviatt B.M., McDougall P.P. – Journal of International Business Studies, 1994, 25 (1) pp. 45-64, p. 47*

<sup>39</sup> Google, così come Microsoft ed Apple, si colloca nella categoria dei “finanziatori di innovazione”.

## CAPITOLO 2 – L'INVESTIMENTO IN INNOVAZIONE

### 2.1 - Start-up e corporate venturing

Essendo le start-up portatori di un'innovazione continua e sempre più sorprendente, non ci si sorprende se diventano spesso una preda ambita per i corporate venturer capitalist. Le caratteristiche peculiari dell'attività di CVC consistono:

- 1) Nella partecipazione al capitale (equity) di un'impresa (start-up in genere) che abbia un elevato potenziale di sviluppo, da realizzarsi mediante la realizzazione di nuovi beni, servizi o processi produttivi;
- 2) Nel perseguimento di un elevato capital gain, misurato secondo standard di rendimento finanziario del capitale, che permetta di remunerare l'elevato rischio acquisito dall'investitore all'atto dell'investimento;
- 3) Nella temporaneità dell'investimento, anche se con un orizzonte di medio-lungo periodo, e quindi, trattandosi spesso di start-up, con intervalli di permanenza nell'azionariato compresi in media tra i tre e i cinque anni;
- 4) Nell'apporto da parte dell'investitore non solo di capitale finanziario ma anche di competenze tecnologiche, manageriali, relazionali e commerciali.<sup>40</sup>

L'acquisizione di start-up, quindi, da parte di un'impresa che si avvia in un processo di open innovation, mira anche a perseguire i seguenti obiettivi:

- 1) **Ottenere efficienza e velocità:** un'impresa che dà la gestione di fasi della ricerca e/o della produzione ad una realtà esterna specializzata, è sicuramente più puntuale, più efficiente e più veloce di un'azienda che non lo fa;
- 2) **Possibilità di acquisizione:** spesso capita che l'azienda che si apre a un processo di open innovation ha la possibilità, in un secondo momento, di comprare la start-up e di fare un investimento a lungo termine utile e necessario per lo sviluppo della propria attività. In tale modo, le imprese, hanno la possibilità di valutare con tutta calma il reale valore della start-up, di capire come lavora e di acquisirla solo dopo aver capito i reali vantaggi che ne derivano;

---

<sup>40</sup> "Corporate Strategy" – Franco Fontana, Paolo Boccardelli - 2015



- 3) **Possibilità di risparmiare:** Le start-up in genere sono dei centri ad alto contenuto tecnologico, spesso acquisibili ad un costo relativamente basso;
- 4) **Ridurre le spese in sperimentazione:** per innovare bisogna sperimentare, e, spesso, le aziende hanno poco tempo e poca possibilità di rischiare;
- 5) **Aumentare la flessibilità:** non è una novità dire che le aziende, oggi, specialmente in Italia, sono ancorate a modelli di sviluppo e produzione tradizionali e poco aperti verso l'esterno. Questo approccio imprenditoriale però non paga, e aprirsi alle start-up vuol dire anche acquisire un nuovo modus operandi, più agile e flessibile;
- 6) **Possibilità di acquisire esperienza, competenze e tecnologie chiave:** in un processo di apertura nei confronti di una start-up, un'azienda può acquisire valore, competenze, tecnologie e professionalità che prima non aveva.<sup>41</sup>

Prima però di analizzare in maniera dettagliata le motivazioni dell'investimento e soprattutto i numeri alla base della nostra analisi, è bene accennare uno dei casi che verranno più specificatamente analizzati a conclusione del lavoro: Google Ventures. Fondato nel marzo del 2009, Google Ventures è il progetto di CE della Google Inc. Avviato con un capitale di 10 milioni di dollari, Google Ventures è strutturato in divisioni, principalmente interessate nel mondo del web e del mobile, dell'healthcare, energia e servizi di mobilità in genere. Nel luglio del 2013 Google Ventures ha deciso di investire in una delle più promettenti start-up del momento: UBER, un innovativo sistema di trasporto privato. Google quindi entra direttamente nella gestione e nello sviluppo delle start-up con una duplice finalità: potenziare le attività di scouting nelle nuove tecnologie che possono tornare utili alla casa madre e perseguire un ritorno sugli investimenti finanziari, anche attraverso trade sale o IPO delle start-up in portafoglio. È proprio al fine di perseguire questi fini che la governance del fondo è stata strutturata in modo da garantire ampia autonomia agli investment manager. Google, dall'inizio della sua attività di CV fino al 2015, ha investito in circa 200 start-up e prevede di investire in media su 80 start-up all'anno.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> "Investire in una start-up: 6 motivi per farlo" – Banca Nazionale del Lavoro - 2018

<sup>42</sup> "Corporate Strategy" – Franco Fontana, Paolo Boccardelli - 2015

## 2.2 - Il fenomeno delle start-up nel mondo e in Italia

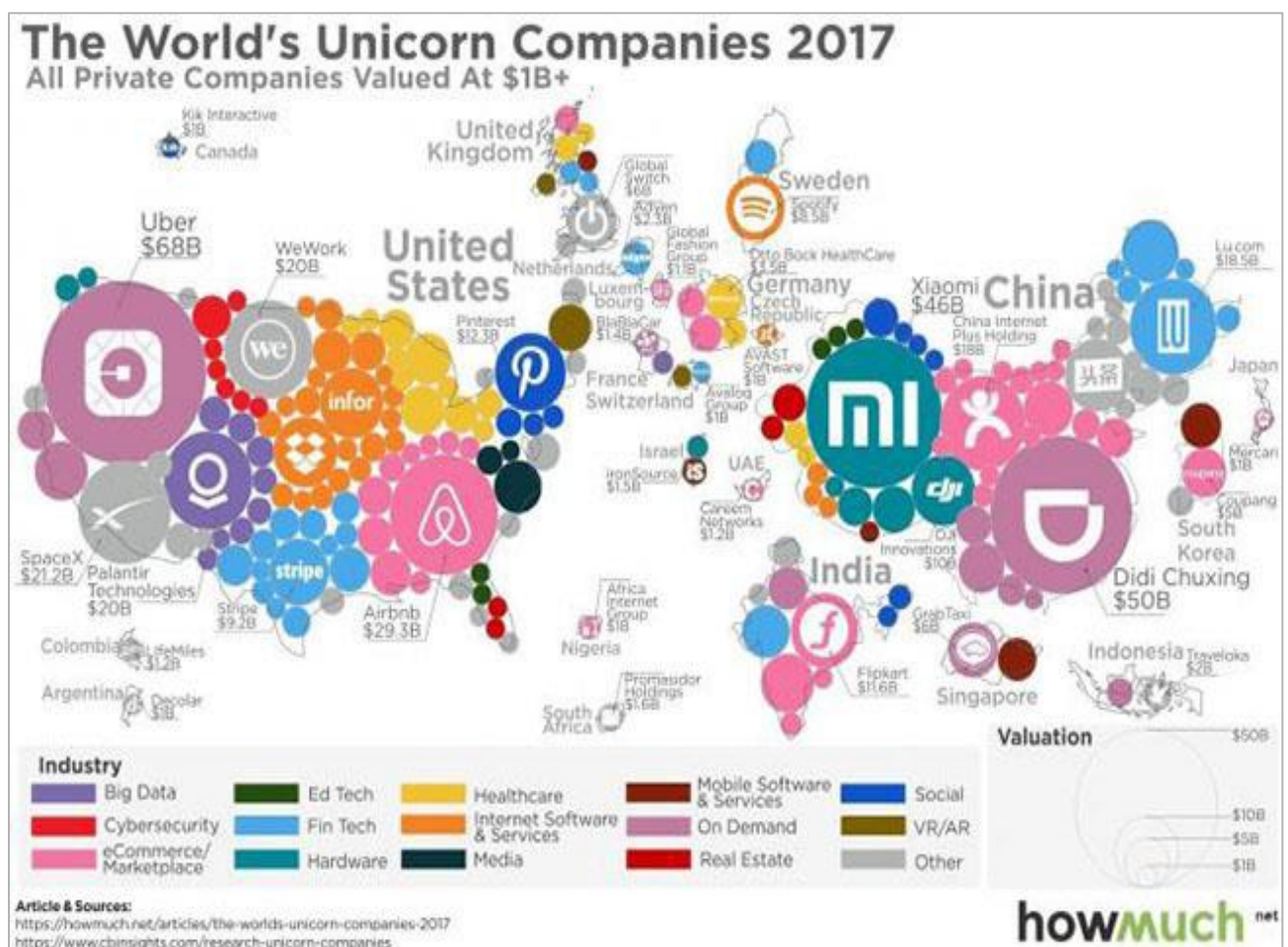
Avendo chiarito il concetto di CVC e in particolare il perché dell'interesse dei Corporate Venturer nei confronti di queste giovanissime e ambiziose piccole imprese, è bene dare qualche curiosa informazione in merito al luogo in cui (almeno in Europa) le start-up proliferano senza sosta: è il caso della Svezia. La regione scandinava sta eccellendo nel creare nuove imprese, a tal punto da essere considerata "il paradiso terrestre e la fucina" delle start-up. Il tasso di crescita è poi incredibile, per un intero paese che ha una popolazione di 10 milioni di persone (sei volte meno rispetto all'Italia), in cui ci sono 20 start-up ogni 1000 lavoratori. Anche il confronto con Silicon Valley, la "mecca" delle start-up, è significativo. Per start-up si intendono aziende ad alta tecnologia di qualsiasi dimensione che però esistono da non più di tre anni. E la Svezia, nel generare società tecnologiche miliardarie, si piazza al secondo posto subito dopo, per l'appunto, la Silicon Valley. La capacità di generare imprese innovative è essenziale per qualsiasi economia avanzata che ha interesse nella creazione di posti di lavoro, efficienza dei servizi e dinamismo imprenditoriale<sup>43</sup>. Tuttavia, non tutte le start-up ricadono in questa categoria, perché non sempre si tratta di attività innovative o, più semplicemente, perché difficilmente riescono a sopravvivere. In Italia, per esempio, le nuove società tecnologiche sono solo il 9% del totale delle nuove imprese. Uno dei fattori determinanti è la carenza di un mercato dei capitali sviluppato, con fondi di venture capaci di investire sul processo di sviluppo iniziale<sup>44</sup>. Nel caso della Svezia, invece, la situazione è piuttosto diversa e, alla proliferazione di start-up accennata nel presente paragrafo, hanno contribuito non solo scelte politico-economiche svolte dai precedenti regnanti, ma anche la cultura stessa del Paese; inoltre la concorrenza e l'apertura alla competizione globale hanno giocato un ruolo fondamentale. Prima degli anni Novanta, una legislazione protezionista vietava a società straniere di avere quote rilevanti nelle imprese svedesi (una situazione che sfavorisce la proliferazione delle start-up). Nell'ultimo decennio del Novecento l'approccio è cambiato: immediatamente sono arrivate aziende estere disponibili a entrare in società mature per farle crescere. La quota di proprietà estera delle imprese svedesi è aumentata dal 7 per cento nel 1989 al 40 nel 1999. La deregolamentazione e l'apertura al mercato hanno poi coinciso temporalmente con lo sviluppo di internet, spingendo la sperimentazione di nuove tecnologie. Ma il carattere forse più importante è che proprio la rete di sicurezza sociale incentiva gli imprenditori a sentirsi liberi di prendere rischi calcolati; inoltre, il fatto che l'università sia gratuita, che gli studenti possano ottenere prestiti per le spese in formazione con la possibilità di proseguire l'istruzione superiore, contribuisce a incoraggiare l'accumulazione di capitale umano. Tutto ciò fa in modo che le persone prendano consapevolezza del fatto che posso assumersi rischi imprenditoriali; questo processo virtuoso ha un effetto tutt'altro che secondario sulla percezione che gli svedesi hanno sulle opportunità che possono

---

<sup>43</sup> *"Così la Svezia è diventata il paradiso terrestre delle start-up" – Il Foglio - 2017*

<sup>44</sup> *Ferruccio de Bortoli – inserto economico del Corriere della sera - 2017*

cogliere per creare un'impresa nel loro paese: il 65 per cento della popolazione, tra i 18 e i 64 anni, pensa infatti che ci siano buone occasioni per stabilire una nuova azienda in Svezia. Ricapitolando, non sono solo gli incentivi economici a produrre un habitat fecondo per la nascita di nuove imprese, ma ci sono anche tratti culturali della popolazione che giocano a favore: la fiducia nelle potenzialità del paese e la fiducia reciproca, non fa altro che favorire un approccio collaborativo in azienda e ad instaurare una cultura aziendale maggiormente improntata ad una flessibilità tale, da favorire la proliferazione di nuove idee<sup>45</sup>. Per quanto riguarda invece la sfida tra Cina e Stati Uniti, molti sono stati i cambiamenti avvenuti nel corso degli ultimi anni; in particolare, una decina di anni fa, quasi tre quarti del finanziamento mondiale di start-up innovative tecnologicamente avanzate e di giovani imprese avveniva nella Silicon Valley. Oggi, la Cina, sta cambiando le carte in tavola. In Cina, le start-up valutate più di un miliardo (i cosiddetti unicorni) nascono con lo stesso ritmo degli Stati Uniti, attingendo a fondi di giganti di Internet come Alibaba, Tencent e oltre mille imprese nazionali, società di capitali che hanno mosso miliardi di dollari l'anno negli ultimi anni<sup>46</sup>. Si veda la seguente figura per capire meglio le dimensioni del fenomeno:

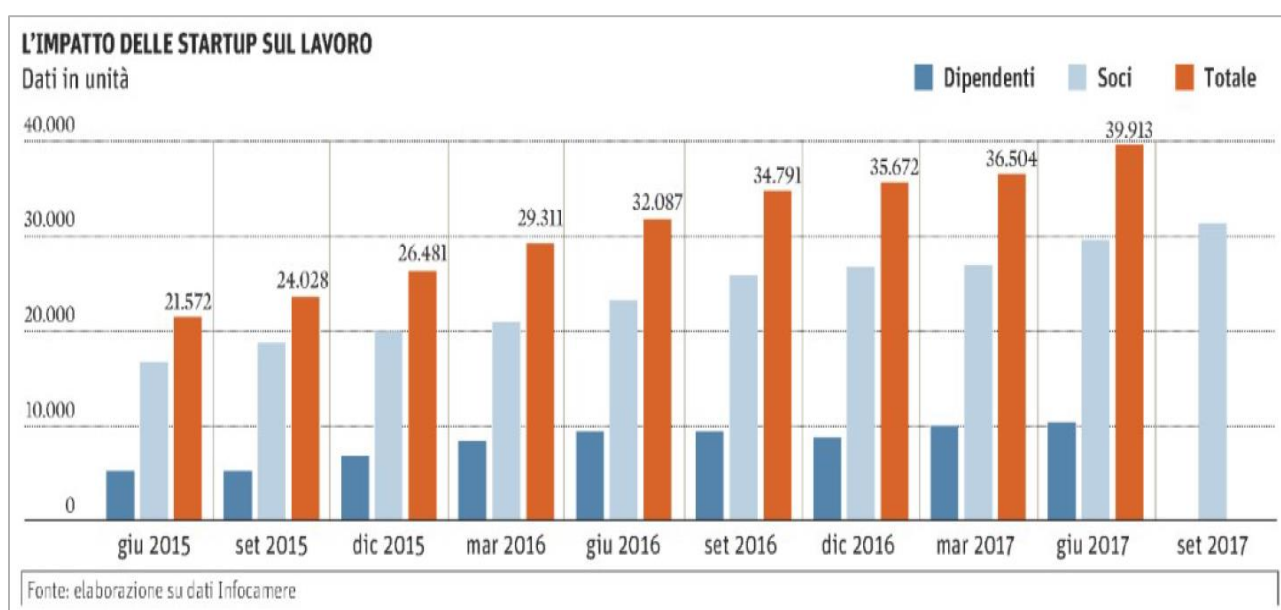


**Figura 10 – The world's unicorn companies in 2017 - Fonte: Howmuch.net, 2017**

<sup>45</sup> "Così la Svezia è diventata il paradiso terrestre delle start-up" – Il Foglio - 2017

<sup>46</sup> "Chi sta vincendo la sfida Cina-Stati Uniti sulle start-up? Basta contare gli unicorni" – il sole 24 ore - 2018

Secondo Cb Insight<sup>47</sup>, dal 2013, la quota di nuovi unicorni nati ogni anno negli Stati Uniti è costantemente diminuita, dal 75% del totale a meno della metà (49%) del 2015. Quel numero è sceso ancora più in basso toccando una percentuale del 43% nell'ultimo anno. Chi è invece cresciuto è il Continente Rosso; ad oggi, la Cina ospita oltre un terzo delle nascite di unicorno. In più, gli investimenti in start-up sono cresciuti in termini percentuali di più degli Stati Uniti. Nonostante tutto, c'è da dire, la Silicon Valley resta ancora un importantissimo motore di innovazione; ciò che cambia è, come detto, la velocità dei flussi di innovazione.<sup>48</sup> Passando invece all'Italia, il nostro Paese mostra buoni numeri sia oggi che in prospettiva. L'impatto sul lavoro è infatti, negli ultimi anni, in buona crescita, come mostrato dalla figura sotto riportata:



**Figura 11 – L'impatto delle start-up sul lavoro in Italia - Fonte: Elaborazione su dati infocamere, 2017**

A far data 30 settembre 2017, nella sezione speciale del registro delle imprese, risultavano iscritte 7.854 start-up innovative, 460 in più rispetto al consuntivo di fine giugno. A fine giugno si è invece superata quota 8 mila. A crescere è anche il giro d'affari medio per start-up, salito nel 2016 a circa 160 mila euro, 45 mila in più rispetto alla penultima rilevazione<sup>49</sup>. C'è da dire che sono comunque numeri, sì molto positivi, ma ancora limitati in valori assoluto, e che si si specchiano in un capitale sociale complessivamente sottoscritto di poco superiore ai 380 milioni di euro (una media di circa 48 mila euro per impresa). Però, come detto, la tendenza futura è anch'essa positiva; molto interessante è infatti in prospettiva l'indice che misura la tendenza ad investire: il rapporto tra immobilizzazioni e attivo patrimoniale è al 26,8%, percentuale otto volte più grande rispetto a quella media delle altre 1,6 milioni di società di capitali italiane. Tuttavia, le buone notizie, almeno in chiave economica,

<sup>47</sup> "Unicorns abroad: the creation of billion-dollar startups is shifting out of the US" – CB Insights - 2017

<sup>48</sup> "Chi sta vincendo la sfida Cina-Stati Uniti sulle start-up? Basta contare gli unicorni" – il sole 24 ore - 2018

<sup>49</sup> "Ottomila start-up in Italia e solamente il 6% fallisce" – Il sole 24 ore - 2017

finiscono qui. Il reddito operativo complessivo fatto registrare nel 2016 dalle start-up innovative è infatti negativo per poco meno di 84 milioni di euro (contro i 63,5 milioni relativi ai bilanci 2015) e la maggioranza delle società iscritte nel registro delle imprese (il 57,3%) ha chiuso l'esercizio 2016 in perdita, confermando lo scenario registrato dodici mesi prima.<sup>50</sup> Tanto che al 30 giugno 2017, le nuove imprese "cessate" erano 479 (il 5,1%), più o meno equamente divise a livello geografico.<sup>51</sup>

| <b>LE STARTUP FALLITE IN ITALIA, LA MAPPA</b><br>Startup innovative cessate per territorio. Incidenza % su totale imprese che hanno fatto parte della sezione speciale |                 |                        |            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------------|------------|
| Area geografica                                                                                                                                                        | Startup cessate | Totale storico startup | Peso %     |
| Nord-ovest                                                                                                                                                             | 146             | 2.862                  | 5,1        |
| Nord-est                                                                                                                                                               | 146             | 2.413                  | 6,1        |
| Centro                                                                                                                                                                 | 104             | 1.953                  | 5,3        |
| Sud                                                                                                                                                                    | 83              | 2.086                  | 4,0        |
| <b>ITALIA</b>                                                                                                                                                          | <b>479</b>      | <b>9.314</b>           | <b>5,1</b> |

**Figura 12 – La mappa delle start-up fallite in Italia - Fonte: Elaborazione su dati infocamere, 2017**

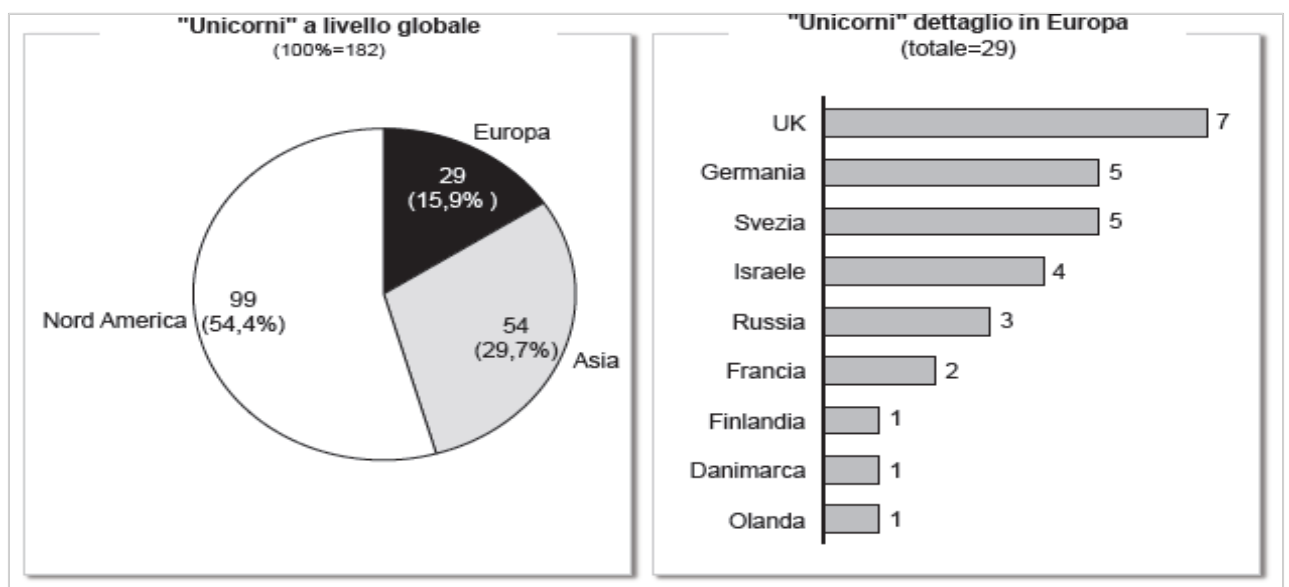
Ma che cosa ci dicono queste percentuali? Riflettono sicuramente la cronica mancanza di risorse (capitale, competenze e infrastrutture adeguate) necessarie per supportare le nuove imprese nei primi anni di vita. Infatti, prima ancora di soffermarci sulla carenza di investimenti in realtà innovative italiane, c'è da dire che solo la metà delle start-up italiane ha un sito funzionante<sup>52</sup>, e a mancare, in molti casi non è tanto l'idea o il prodotto, ma la digitalizzazione. Nell'era dell'industria 4.0, le start-up innovative italiane, mostrano il loro lato debole: sono ancora in notevole ritardo sul fronte dell'innovazione digitale. Come detto, solo la metà circa delle nuove imprese italiane che stanno cercando di crescere e di competere si è infatti dotata di un sito web pienamente operativo. I dati arrivano da una ricerca di Instilla, web company italiana che accompagna le imprese verso la digitalizzazione. L'indagine ha preso in esame le oltre 7500 imprese iscritte nel registro delle start-up innovative a luglio del 2017 scoprendo che solo 3760, vale a dire il 49,7%, ha una vetrina in rete

<sup>50</sup> "Ottomila start-up in Italia e solamente il 6% fallisce" – Il sole 24 ore - 2017

<sup>51</sup> "Ottomila start-up in Italia e solamente il 6% fallisce" – Il sole 24 ore - 2017

<sup>52</sup> "Start-up italiane poco digitali: solo la metà ha un sito web funzionante" – Il sole 24 ore - 2018

che funziona. L'innovazione non passa solo attraverso il prodotto, ma deve essere supportata da un approccio al business che comprende anche il digitale<sup>53</sup>. Oltre a questo problema, c'è poi un filone di studio il quale afferma che il principale problema per le start-up sono gli investimenti. In Italia non girano denaro e risorse sull'innovazione, o per meglio dire, non quanto il resto d'Europa. Quasi 137 milioni di euro raccolti nel 2017 dai Venture Capital per favorire l'ecosistema italiano non sono comunque bastati a scalare la classifica europea sugli investimenti in start-up. Anzi, gli investimenti sono diminuiti, visto che nel 2016 la raccolta raggiungeva quota 178 milioni. Burocrazia, pressione fiscale e bassi investimenti sono un grande limite per la crescita delle piccole imprese innovative italiane.<sup>54</sup> L'Italia infatti, secondo una ricerca condotta da Accenture<sup>55</sup>, si presenta come un Paese che non riesce a mettere a reddito la propria capacità d'innovazione: la ricerca scientifica si traduce con difficoltà in nuovi brevetti o in nuove iniziative imprenditoriali. Se confrontiamo gli investimenti in ricerca e sviluppo delle nostre aziende più grandi con quelle degli altri Paesi europei, emergono dei gap significativi; oltre al fatto che osservando gli investimenti dei Venture Capital in Europa, l'Italia risulta essere il fanalino di coda tra i mercati più maturi. A conferma di quanto detto basti pensare al numero di "unicorni" (aziende nate dopo il 2003 che, come già detto precedentemente, hanno un valore di mercato superiore al miliardo di dollari) che, a livello globale sono più di 180, di cui 29 in Europa, ma nessuno in Italia.



**Figura 13 – Il dettaglio degli “unicorni” in Europa - Fonte: Elaborazioni Accenture su dati Atomico, 2015**

<sup>53</sup> Alessio Pisa – CEO di Instilla - 2017

<sup>54</sup> “Le start-up in Italia hanno un problema: non sono le start-up il problema” – Il sole 24 ore - 2018

<sup>55</sup> “Il corporate Venture Capital: una possibile via per innovare e favorire la ripresa in Italia” – Accenture Strategy - 2015

In Italia quindi, il recupero del gap d'innovazione è una priorità e i recenti interventi normativi, come ad esempio il “Patent Box” (tassazione agevolata sui redditi derivanti dall'utilizzo di taluni beni immateriali<sup>56</sup>), evidenziano che questa esigenza è chiara anche allo stakeholder pubblico. L'attenzione che negli ultimi anni è stata posta sulle start-up ha favorito lo sviluppo di un ecosistema florido di nuove aziende innovative, che aspettano capitali per poter scalare velocemente i propri modelli di business. L'avvio di un'iniziativa di CVC richiede, ovviamente, un commitment di medio lungo termine (5-10 anni a seconda del settore) e un impegno di capitale significativo (almeno 20-30 milioni di euro); è importante far leva su persone con competenze specialistiche che abbiano il giusto mindset imprenditoriale (capacità di guardare oltre, assumersi dei rischi e anche abbandonare i progetti non profittevoli), ma allo stesso tempo valorizzare il capitale umano della casa madre innestando un processo virtuoso di contaminazione che sia di stimolo per tutti. Infine, è necessario lo sviluppo di un modello operativo dedicato che includa i processi tipici del Venture Capital: quelli più critici sono il “deal flow” (che implica un grosso impegno per essere connessi all'ecosistema dell'innovazione), la “due diligence” e il “closing”<sup>57</sup>.

### **2.3 - Valutazione d'azienda: come valutare grandi imprese e start-up**

Valutare un'azienda significa non solo calcolarne il valore attraverso i fondamentali, ma anche stimarne il “Fair Market Value” ossia il prezzo di mercato. Non si fa riferimento tuttavia ad un valore oggettivo unico, in quanto gli input necessari per la valutazione lasciano ampio spazio ad interpretazioni e giudizi soggettivi. Durante la valutazione d'azienda è necessario considerare alcune variabili chiave:

- Analisi della storia pregressa d'impresa, in termini di performance operativa e azionaria;
- Analisi dei dati prospettici stimati;
- Capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri;
- Esame delle imprese concorrenti, per valutare l'azienda in termini relativi.

Oggi, la prassi calcola il valore di un'azienda sulla base di due diversi tipi di valutazione:

- 1) Valutazione “assoluta” tramite i flussi di cassa;

---

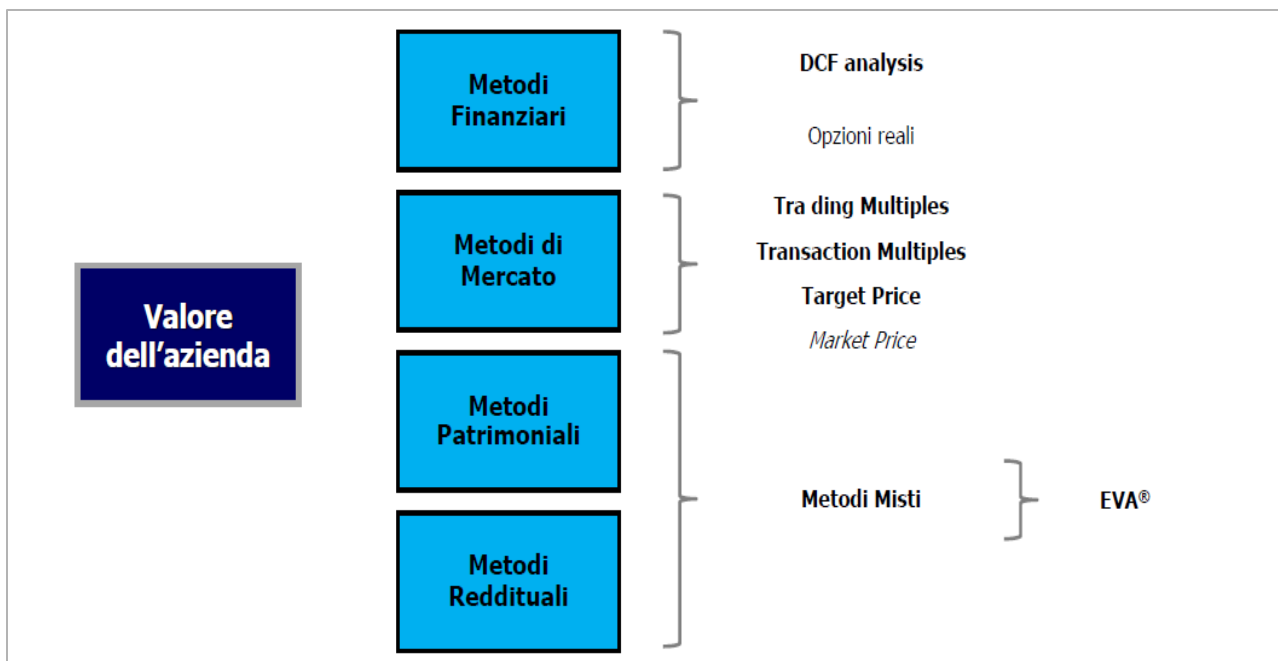
<sup>56</sup> Sito ufficiale del Ministero dello sviluppo economico ([www.sviluppo.economico.gov.it](http://www.sviluppo.economico.gov.it)) - 2018

<sup>57</sup> “Il corporate Venture Capital: una possibile via per innovare e favorire la ripresa in Italia” – Accenture Strategy - 2015



## 2) Valutazione “relativa” tramite i multipli di mercato.<sup>58</sup>

La valutazione è quindi un esercizio analitico volto a determinare quanto vale oggi un certo asset o un’azienda. Diversi metodi di valutazione conducono a differenti range di valore della società target; è opportuno individuare a seconda dei casi in metodo più adatto in funzione delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di valutazione ed eventualmente utilizzare anche altri metodi a fini di controllo:



**Figura 14 – I metodi per la valutazione delle aziende - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017**

- 1) *Il metodo finanziario* (Discounted Cash Flow – DCF) è oggi giorno uno tra i metodi più utilizzati per valutare un’azienda. Il concetto di base è che il valore dell’azienda è pari alla somma dei valori attualizzati dei:
  - a) Flussi di cassa operativi (FCF) generati previsionalmente nell’orizzonte temporale del business plan;
  - b) Terminal Value, ossia il valore del complesso aziendale alla fine dell’orizzonte temporale<sup>59</sup>.

Il valore dell’azienda, così stimato, corrisponde al valore di mercato delle sue attività (Enterprise Value); al fine poi di pervenire al valore di mercato della società (Equity Value),

<sup>58</sup> “Corso di Finanza Aziendale Avanzato” – dispense a cura di Luigi Gubitosi - 2017

<sup>59</sup> “La valutazione delle aziende” – Luigi Guatri, Mario Bini - 2007



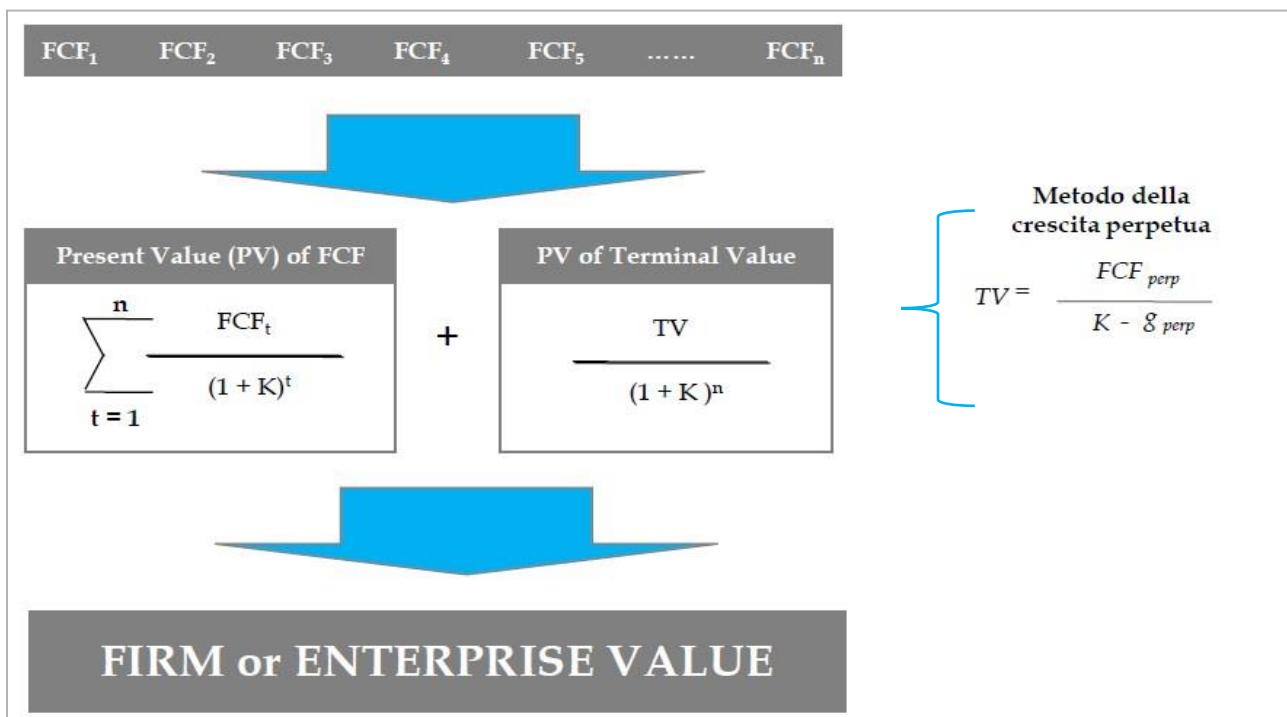
deve essere detratta la posizione finanziaria netta (NFP) calcolata come differenza tra debiti finanziari e attività finanziarie liquide.

- 2) Tra i *metodi di mercato* ricordiamo il metodo dei multipli, e spesso la sua applicazione è funzione di “controllo” della bontà delle altre tecniche utilizzate. Il metodo si basa sull’analisi delle quotazioni borsistiche o dei prezzi di transazione dei comparables. La significatività del risultato è strettamente legata alla omogeneità del campione selezionato. I multipli dedotti in tali analisi vengono quindi applicati alle grandezze economiche e reddituali dell’azienda oggetto di analisi al fine di ricavare una valutazione.
- 3) Lo storico *metodo patrimoniale*<sup>60</sup> è, negli ultimi anni, caduto in disuso e raramente viene annoverato tra i metodi valutativi. Tuttavia, l’analisi patrimoniale, resta una componente rilevante e conserva un ruolo importante nel processo valutativo, seppure basato su altre metodologie. Con tale metodologia, il valore deriva dalla contrapposizione delle attività e delle passività, sulle quali viene effettuata un’accurata analisi di congruità.
- 4) Secondo i *metodi reddituali*, il valore di un’azienda è proporzionato alla sua capacità di produrre reddito. Il valore dell’impresa risulta pertanto come somma dei flussi reddituali attesi attualizzati. Il reddito individuato viene normalizzato al fine di eliminare i componenti non ricorrenti o non attinenti all’attività tipica della società. Tale metodo è stato progressivamente superato dal già citato metodo finanziario in quanto presenta delle limitazioni nell’esprimere, all’interno delle componenti reddituali, alcune variabili aziendali imprescindibili quali gli investimenti, le politiche fiscali e le politiche di bilancio.

Andando adesso più nel dettaglio vediamo il metodo del Discounted Cash Flow, dove, come detto, il valore dell’azienda è dato dalla sommatoria dei flussi di cassa e del terminal value entrambi attualizzati. La seguente figura mostra le formule utilizzare nell’utilizzo del DCF:

---

<sup>60</sup> I metodi patrimoniali si distinguono in metodi patrimoniali semplici e metodi patrimoniali complessi: i primi assegnano all’azienda un valore partendo dalla sua situazione patrimoniale ad una certa data per poi rettificare tutte le attività e passività ai valori correnti rispettivamente di realizzo o di estinzione; i secondi, invece, partono dall’esistenza di una situazione patrimoniale ad una certa data ma, nel rettificarla ai valori correnti, prendono in considerazione anche il valore dei beni immateriali non espressi in bilancio.



**Figura 15 – Il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017**

Per applicare il modello del DCF in pratica è necessario seguire i seguenti passi:

- Calcolo del flusso di cassa (FCF)
- Calcolo del valore finale atteso dell'impresa (Terminal Value) al termine del periodo del piano.  
In caso di perpetuity stima del tasso di crescita (g);
- Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC), dove, nell'ambito dei criteri per la sua stima viene esaminato ed utilizzato il modello teorico fondamentale del CAPM<sup>61</sup>;
- Scontare i flussi di cassa e il terminal value;
- Somma dei valori scontati;
- Identificazione del valore di eventuali investimenti in società non consolidate, da sommare a sua volta ai valori scontati in precedenza;
- Eliminazione del debito finanziario netto (net debt) e di eventuali minoranze (minority) e calcolo dell'Equity Value.<sup>62</sup>

<sup>61</sup> Non essendo la sede per trattare in maniera specifica tale argomento si rimanda ai lavori dei seguenti autori: Sharpe W.F. "Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", in *Journal of Finance*, n. 19, pp. 425-442, 1964;

Lintner J. "The valuation of Risks Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", in *Review of Economics and Statistics*, n. 47, pp. 13-37, 1965;

Markowitz H.M. "Portfolio Selection", in *Journal of Finance*, n. 7, pp. 77-91, 1952.

<sup>62</sup> "Corso di Finanza Aziendale Avanzato" – dispense a cura di Luigi Gubitosi - 2017

Per la determinazione dei flussi di cassa, si effettua generalmente la seguente somma algebrica delle voci di bilancio:

|                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| = EBITDA ( <i>Margine operativo lordo</i> )                                                               |
| - <i>Ammortamenti e accantonamenti</i>                                                                    |
| = EBIT                                                                                                    |
| - <i>Imposte</i>                                                                                          |
| + <i>Ammortamenti e accantonamenti</i>                                                                    |
| - <i>Investimenti operativi</i>                                                                           |
| + <i>Disinvestimenti operativi</i>                                                                        |
| +/- <i>Variazioni del capitale circolante operativo</i>                                                   |
| +/- <i>Altre variazioni non finanziarie (fondo TFR, fondo rischi)</i>                                     |
| = <i>Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e finanziatori (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)</i> |

Tale flusso di cassa viene anche definito “Unlevered”, non essendo influenzato dalla struttura finanziaria della società; viene poi attualizzato con il WACC. Solitamente, ai fini di una valutazione con il metodo del DCF si utilizzano i flussi di cassa disponibili per l’impresa (FCFF, calcolati con il metodo pocanzi esposto) per evitare, appunto, che la valutazione sia condizionata dall’attuale struttura finanziaria aziendale. In alcuni casi si potrebbe però preferire utilizzare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti:

|                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| = <i>Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e finanziatori (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)</i> |
| - <i>Interessi</i>                                                                                        |
| + <i>Tax shield su interessi</i>                                                                          |
| +/- <i>Variazione debito finanziario</i>                                                                  |
| = <i>Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (Free Cash Flow to Equity – FCFE)</i>                  |

Tale flusso di cassa invece viene definito “Levered” perché è influenzato dalla struttura finanziaria della società e, come tale, dovrà essere attualizzato con il  $K_e$ , cioè il costo dell’equity. Tali diversi metodi di calcolare il flusso di cassa, portano a loro volta a due diversi approcci del metodo finanziario: “Asset Side Approach” ed “Equity Side Approach”:

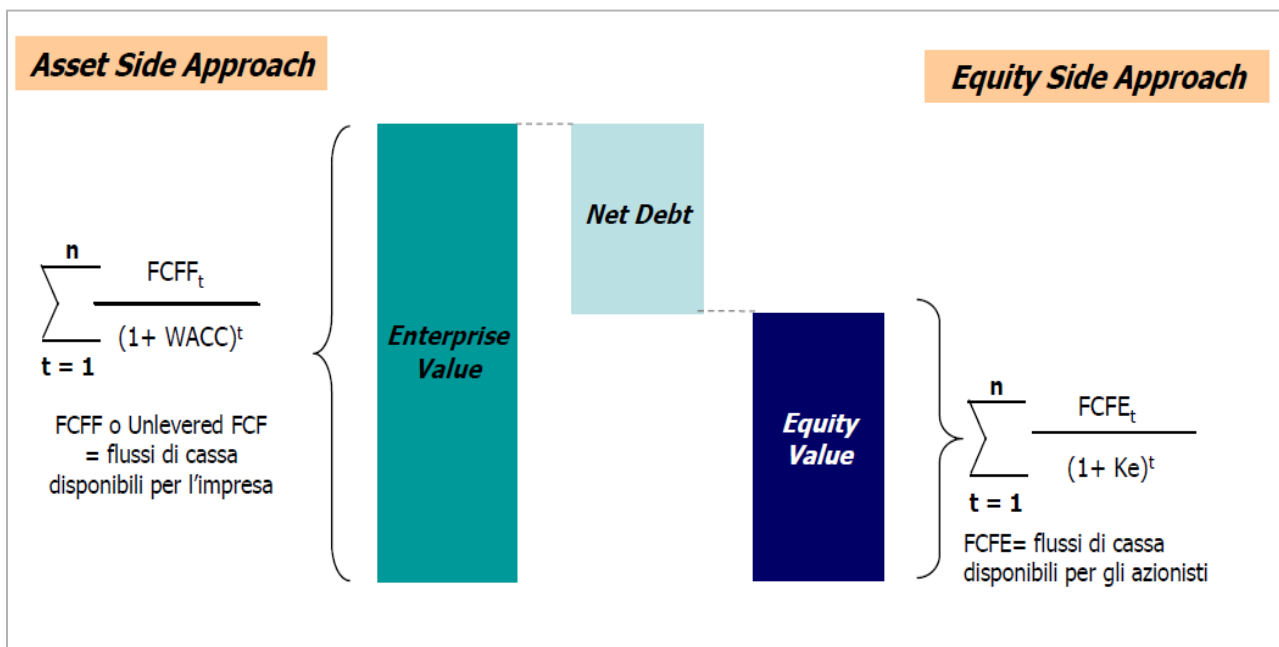


Figura 16 – Asset side vs Equity side Approach (DCF) - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017

Per quanto riguarda l'attualizzazione dei flussi di cassa, nel caso quindi di Unlevered Discounted Cash Flow (Asset Side Approach) si attualizzano i flussi di cassa disponibili per l'impresa (FCFF) al tasso WACC (Weighted Average Cost of Capital). Nel caso di Levered Discounted Cash Flow, si attualizzano i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) al tasso Ke (cost of equity). Di seguito viene presentata per maggiore chiarezza la formula per il calcolo del costo medio ponderato del capitale, appunto il WACC:

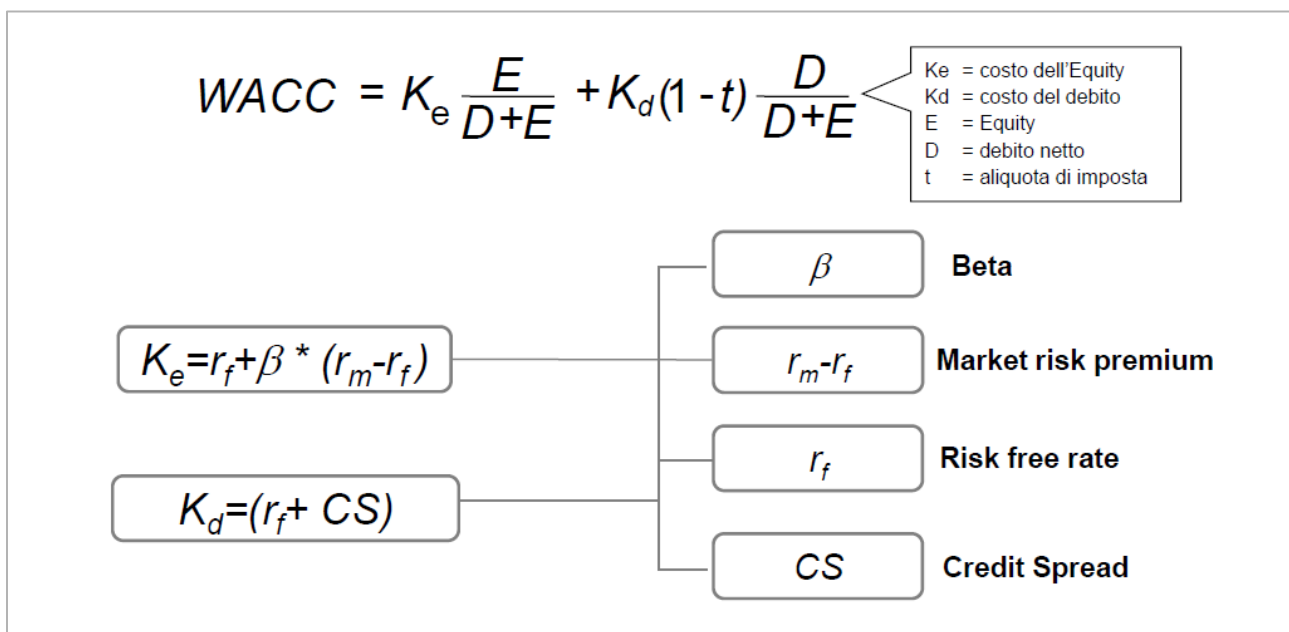


Figura 17 – Il calcolo del WACC - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017

La seconda parte del metodo finanziario è quella del Terminal Value, la quale ci dà il valore dell'EV, o per meglio dire, il valore attualizzato dei flussi di cassa, per il periodo di vita dell'azienda successivo a quello considerato nell'orizzonte temporale del Business Plan di riferimento. Generalmente si utilizzano dei flussi di cassa “normalizzati” all'ultimo anno di piano, per garantire una quantità di capex (investimenti) ragionevoli, un valore degli ammortamenti in linea con il valore dei capex e una variazione del capitale circolante netto neutrale. Quanto detto trova la sua ragione nel fatto che, se nell'arco di tempo che abbiamo a disposizione sono stati fatti degli investimenti molto rilevanti per finanziare ad esempio un progetto (il flusso di cassa diminuisce), molto probabilmente tali investimenti non verranno fatti in futuro e, pertanto, il flusso di cassa da utilizzare per il calcolo del terminal value dovrà essere corretto o normalizzato per tener conto di tali considerazioni. La formula per il calcolo del TV è la seguente:

$$Terminal\ Value = \frac{FCF_N \cdot (1+g)}{(WACC-g)}$$

Tuttavia, è bene fare alcune considerazioni sul Terminal Value che interessano in particolar modo anche il mondo delle start-up. Se, infatti, il terminal value assumesse una dimensione considerevole in confronto al valore complessivo dell'azienda oggetto di analisi, sarà necessario verificare le assunzioni; pertanto il Discounted Cash Flow non si presta molto bene alla valutazione di start-up, in quanto generalmente tali società si contraddistinguono per un'elevata crescita da un certo momento in poi della loro vita, che rischierebbe di portare al calcolo di un FCF negativo durante il primo periodo di osservazione, più che controbilanciato da un successivo, e gonfiato, TV nel secondo periodo, inducendo così a sovrastimare il valore dell'azienda. Come vedremo più avanti, e dopo aver parlato dei metodi di mercato, uno dei metodi più adatti e utilizzati per calcolare il valore delle start-up è il “Venture Capital Method”<sup>63</sup>. Per concludere sul metodo del DCF, menzioniamo anche i così chiamati “correttivi al DCF”, ossia delle scelte per calmierare l'aggressività delle stime. Le soluzioni che vengono introdotte dalla pratica sono sostanzialmente tre:

- *Le maggiorazioni al costo del capitale* per scontare i maggiori rischi che caratterizzano i flussi di risultati attesi ottenuti per estrapolazione rispetto ai flussi attesi di piano;
- *L'uso di redditi, anziché di flussi di cassa*, eventualmente in congiunzione con multipli ricavati da imprese comparabili quotate;
- *Un DCF a più stati*, con la stima sintetica dei saggi di crescita dei cash flow, così da attenuare il peso del terminal value sul valore stimato complessivo.<sup>64</sup>

<sup>63</sup> “Corso di Finanza Aziendale Avanzato” – dispense a cura di Luigi Gubitosi - 2017

<sup>64</sup> “La valutazione delle aziende” – Luigi Guatri, Mario Bini - 2007

Passando invece al metodo dei Multipli di Mercato (Comparable Company Trading Multiples), esso si basa sulla valutazione di società comparabili espressa dal mercato azionario e “relativizzata” in termini di multipli impliciti di fatturato, EBITDA, utile o altri parametri economico-patrimoniali. Ad esempio, utilizzando come multiplo di mercato il rapporto tra EV ed EBIT di un gruppo di comparables, il valore della società target oggetto di valutazione è dato dalla seguente formula:

$$EV_{(target)} = \frac{EV}{EBIT}_{(compables)} * EBIT_{(target)}$$

Tale metodo assume che il mercato azionario sia relativamente efficiente nel valutare le società identificate come comparabili rispetto alla società target. Analogo al metodo dei multipli di mercato è quello delle Transazioni Comparabili (Comparable Transaction Multiples) che considera come valori di riferimento non i multipli di società quotate, ma di quelli relativi a società oggetto di operazioni di M&A chiuse sul mercato. Il valore d’azienda attraverso l’utilizzo dei Moltiplicatori di mercato, si basa quindi:

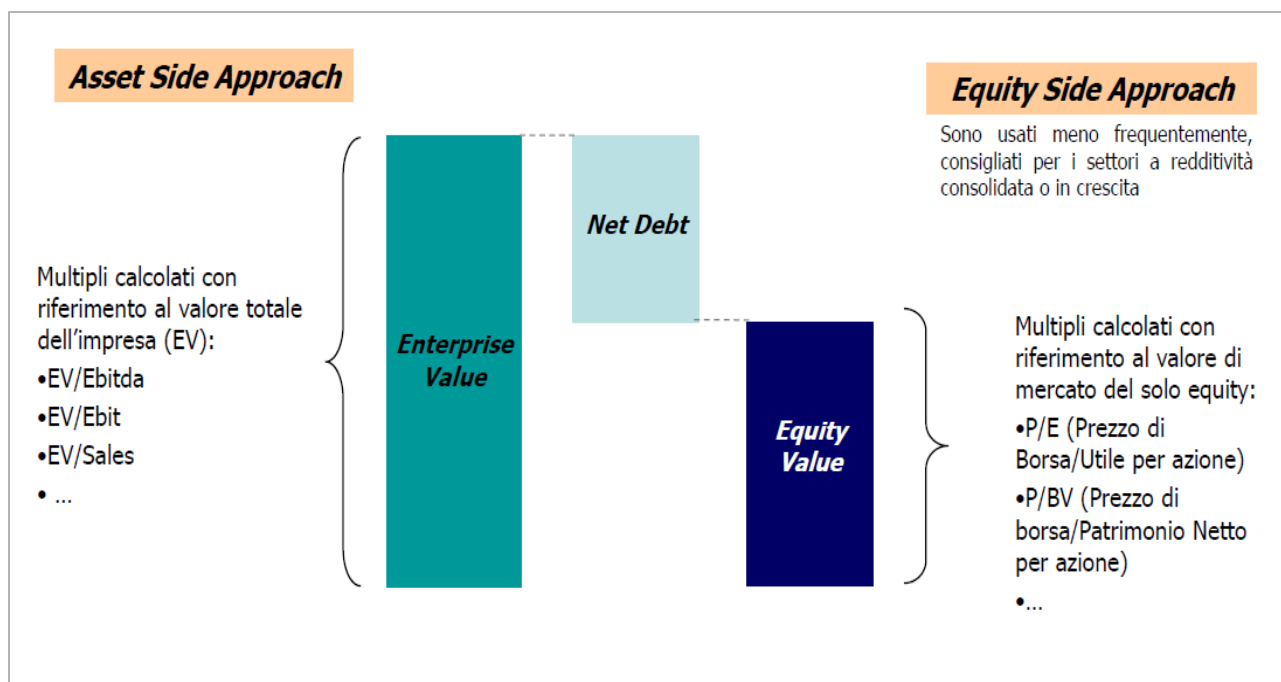
- Sui prezzi negoziato nei mercati borsistici per azioni di imprese comparabili;
- Sull’ipotesi che esista una uguaglianza fra crescita, rischio e capacità di generare flussi fra le aziende da cui si ricavano i multipli e l’azienda oggetto di valutazione.

Si riportano, nella seguente tabella, i principali moltiplicatori di mercato utilizzati nella valutazione d’azienda:

|                                                                                                       |                                                                                            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>P/E</b> (Price/Earnings ratio)                                                                     | Prezzo di borsa / Utile netto azione                                                       |
| <b>P/BV</b> (Price/Book Value)                                                                        | Prezzo di borsa / Patrimonio netto per azione                                              |
| <b>EV / EBITDA</b> (Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) | Valore a prezzi di mercato dell’Equity + Debiti Finanziari Netti / Margine Operativo Lordo |
| <b>EV / EBIT</b> (Enterprise Value/Earnings before Interest and Taxes)                                | Valore a prezzi di mercato dell’Equity + Debiti Finanziari Netti/ Reddito operativo        |
| <b>EV / SALES</b>                                                                                     | Valore a prezzi di mercato dell’Equity +Debiti Finanziari netti / Fatturato                |
| <b>EV / (EBITDA – Capex)</b>                                                                          | Valore a prezzi di mercato dell’Equity +Debiti Finanziari netti / EBITDA - Capex           |

**Figura 18 – Principali moltiplicatori di mercato (CTM) - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017**

Anche nel caso del metodo dei multipli di mercato abbiamo un Asset Side Approach e un Equity Side Approach:



**Figura 19 - Asset side vs Equity side Approach (CTM) - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017**

Utilizzando infatti multipli con base EV arriviamo direttamente al valore dell'EV e, quindi, per arrivare all'Equity Value, dovremo sottrarre la PFN. Nel caso invece di utilizzo di multipli con base il prezzo, arriviamo direttamente al valore dell'Equity. Quindi, le principali fasi applicative del metodo dei Moltiplicatori di Mercato sono le seguenti:

- Individuare le società quotate attive nel medesimo settore di attività;
- Selezionare un campione ristretto di aziende con cui confrontarsi;
- Considerare, all'interno del campione individuato, le aziende che presentano margini reddituali e indici patrimoniali-finanziari in linea con la società oggetto di analisi;
- Individuare il multiplo più idoneo per lo specifico settore in cui opera l'azienda;
- Calcolare i multipli per le società selezionate;
- Applicare i multipli del campione all'azienda target da valutare.

Uno di questi punti, merita di essere commentato ulteriormente; si fa riferimento alla selezione del campione, essendo tale passo estremamente importante per la correttezza ed affidabilità del risultato finale. In particolare, i fattori essenziali, per la selezione del campione sarebbero i seguenti:

- L'appartenenza allo stesso settore;
- La dimensione;
- I rischi finanziari;

- La governance;
- La trasparenza;
- Lo stadio di vita dell'azienda;
- I modelli di business.<sup>65</sup>

Tuttavia, anche questo metodo mal si presta al calcolo del valore delle start-up poiché, in primo luogo è spesso difficile trovare un peer di aziende realmente tra loro comparabili, e, in secondo luogo, qualora si trovassero aziende realmente “comparable”, difficilmente si tratterà di imprese quotate o comunque di aziende per le quali è possibile reperire da database affidabili e professionali, i dati necessari per il calcolo dei moltiplicatori di mercato. Arrivati a questo punto sorge spontanea una domanda; come possiamo calcolare in maniera affidabile il valore di una start-up? I metodi nella prassi sono vari, tuttavia tra quelli maggiormente utilizzati abbiamo: il “Venture Capital Method”<sup>66</sup>, “il metodo Berkus”<sup>67 68</sup>, e il “metodo Scorecard” (chiamato anche “Bill Payne method”)<sup>69 70</sup>. Per quanto riguarda il *Venture Capital Method*, tale metodo determina il valore attuale della società che l'investitore è disposto a riconoscere in relazione alla potenzialità di valorizzazione della stessa al momento dell'exit. Di seguito si riportano i principali passaggi per l'applicazione di tale metodo:

1. Stima di un orizzonte temporale entro il quale si intende dismettere la partecipazione;
2. Determinazione dell'EV all'exit, cioè nel momento in cui l'investitore ritiene di realizzare il capital gain. Il calcolo del valore finale viene effettuato sulla base dei multipli di mercato, ottenuti attraverso l'identificazione di comparable di riferimento;
3. Il valore finale individuato deve poi essere scontato con l'utilizzo di un tasso (TIR o IRR) che rifletta le aspettative di rendimento dell'investitore che apporta il capitale azionario. La formula è la seguente<sup>71</sup>:

$$EV_{scontato} = \frac{EV_{exit}}{(1 + TIR)^n}$$

<sup>65</sup> “La valutazione delle aziende” – Luigi Guatri, Mario Bini - 2007

<sup>66</sup> “A method for valuing high-risk, long-term investments: the venture capital method” – William A. Sahlman, Daniel R. Scherlis – Harvard Business School Background Note 288-006, July 1987 (revised October 2009)

<sup>67</sup> “The Berkus method – Valuing the early stage investment” – Dave Berkus - 2009

<sup>68</sup> “After 20 years: updating the Berkus method of valuation” – Dave Berkus - 2009

<sup>69</sup> “Startup valuations: the Scorecard method” – Bill Payne & associates - 2011

<sup>70</sup> “Definitive guide to raising money from angel” – Bill Payne - 2006

<sup>71</sup> “Corso di Finanza Aziendale Avanzato” – dispense a cura di Luigi Gubitosi - 2017



4. Viene definita la quota di partecipazione al capitale della società target. Tale quota viene calcolata dividendo l'ammontare di capitale che si intende investire, per il valore finale attualizzato. Si tratta di stabilire una quota di partecipazione che consenta il raggiungimento degli obiettivi di performance attesi e permetta di esercitare il ruolo di governance desiderato;
5. Infine, sulla base di una stima delle future diluizioni del capitale dell'azienda, viene calcolata la quota che l'investitore deterrà in fase di disinvestimento della partecipazione. Spesso le imprese partecipate da operatori di capitale di rischio, sono caratterizzate da molteplici aumenti di capitale distribuiti nel tempo per rendere disponibili le risorse ad ogni fase della vita della società. Tale circostanza comporta una continua variazione della composizione percentuale della compagine azionaria; è quindi necessario calcolare il cosiddetto "retention rate", cioè la quota che l'investitore avrà, alla fine, dopo gli effetti della diluizione<sup>72</sup>.

Passando invece al *metodo di Berkus*, è indicato maggiormente per progetti di start-up nel campo dell'hi-tech, che sviluppano piani di rientro in cinque anni con fatturati da oltre 20 milioni. Il calcolo della valutazione "Pre-Money" (cioè la valutazione finanziaria dell'azienda effettuata prima del finanziamento), si basa su una serie di punteggi assegnati ad alcune caratteristiche ritenute fondamentali della start-up quali:

- l'esistenza di un prototipo (rischio tecnologico);
- di una collaborazione con enti esterni o di partnership strategiche (rischio mercato e rischio competitivo);
- del know-how interno e della capacità di gestione manageriale (rischio di esecuzione);
- l'idea di business (rischio prodotto/servizio);
- il fatto che il prodotto sia già stato lanciato e/o venduto (rischio finanziario o di produzione).<sup>73</sup>

74

A seconda poi della grandezza del mercato di riferimento si attribuisce un valore a ognuna di queste voci (di norma un valore che varia da 0 a mezzo milione di dollari)<sup>75</sup>. Le figure proposte qui di seguito chiariscono quanto appena affermato:

---

<sup>72</sup> "A note on valuation in private equity settings" – Lerner J., Willinge J., - Harvard Business School - 2002

<sup>73</sup> "The Berkus method – Valuing the early stage investment" – Dave Berkus - 2009

<sup>74</sup> "After 20 years: updating the Berkus method of valuation" – Dave Berkus - 2009

<sup>75</sup> "Start-up: l'importanza di una corretta valutazione pre-money" – Italian angels for growth - 2016

| <i>If Exists:</i>                                            | <i>Add to Company Value up to:</i> |
|--------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| Sound Idea ( <i>basic value</i> )                            | \$1/2 million                      |
| Prototype ( <i>reducing technology risk</i> )                | \$1/2 million                      |
| Quality Management Team ( <i>reducing execution risk</i> )   | \$1/2 million                      |
| Strategic relationships ( <i>reducing market risk</i> )      | \$1/2 million                      |
| Product Rollout or Sales ( <i>reducing production risk</i> ) | \$1/2 million                      |

Figura 20 – Il metodo di Berkus (1) - Fonte: Dave Berkus, 2016

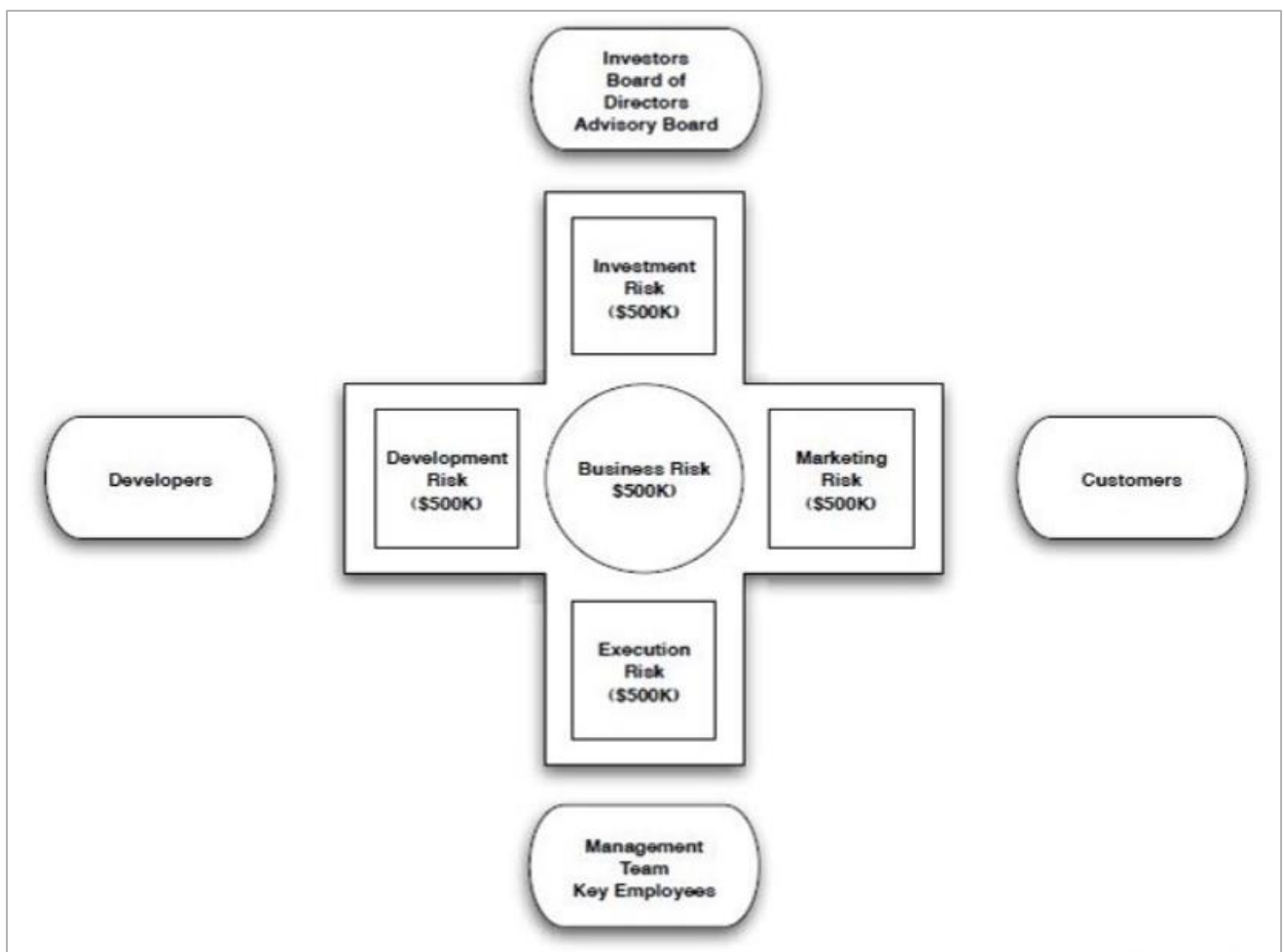


Figura 21 – Il metodo di Berkus (2) - Fonte: Alan McCann, 2005

La valutazione pre-money, sarà poi data dalla somma degli importi assegnati alle precedenti caratteristiche, nel caso la società li soddisfi tutti.

Per quanto riguarda infine il *metodo Scorecard*<sup>76 77</sup> (elaborato dal business angel Bill Payne), si basa su un'iniziale comparazione della media delle valutazioni pre-money di altre start-up attive nello stesso settore e nella stessa area geografica e di alcune variabili specifiche, quali caratteristiche del management team, del prodotto e della tecnologia utilizzata, dimensione e competitività del mercato in cui si opera, necessità di ulteriori investimenti, partnership e canali di vendita.<sup>78</sup>

## 2.4 - Motivazioni dell'investimento e "innovazione collaborativa"

Analizzare le motivazioni che spingono i corporate venturer ad investire in piccole realtà è senza dubbio un elemento importante da analizzare; ancor prima però è essenziale parlare di "innovazione collaborativa", un nuovo trend che si è venuto ad affermare negli ultimi anni. L'innovazione, infatti, è una priorità non solo tecnologica, ma di business e le imprese non devono semplicemente incubarla al loro interno, ma al contrario contaminarla e sollecitarla sviluppando relazioni con le start-up, centri di ricerca, aziende e clienti.<sup>79</sup> È la collaborazione, e la creazione di *network*, quindi, ad assumere un ruolo chiave. Un network aziendale si configura come l'unione di conoscenze e di competenze intorno alla creazione di progetti utili all'implementazione della filiera in cui si opera. Fare network, vuol dire aggregarsi per innovare ed incrementare il business, mettendo tutte le proprie risorse e politiche aziendali a disposizione di un progetto di crescita globale; insomma, sentirsi parte di un'un'organizzazione comune, guardare nella stessa direzione e tendere verso il raggiungimento dei medesimi obiettivi. Che si parli poi di sistema o distretto, entrare a far parte di un network aziendale comporta numerosi benefici sia in termini di ridotto investimento che di incremento del business. Attraverso la creazione di un network aziendale, non solo si riducono gli oneri finanziari ma si velocizzano i processi di produzione e apprendimento, si crea nuova conoscenza e migliora la comunicazione con fornitori e clienti finali. Inoltre, far parte di un network, stimola a ricercare le soluzioni migliori nell'interesse di tutti e contribuisce ad orientare le imprese partecipanti verso lo sviluppo tecnologico e l'innovazione di prodotto. Strumento collaborativo per eccellenza è internet, il quale gioca un ruolo determinante, aiutando le imprese a comunicare meglio tra loro e con i consumatori, agevolando il processo di scambio e condivisione di documenti, informazioni e conoscenze. Per quanto riguarda infine le modalità in cui si può sviluppare un network aziendale, esistono una serie di diverse forme giuridiche, le quali sono di seguito elencate:

---

<sup>76</sup> "Startup valuations: the Scorecard method" – Bill Payne & associates - 2011

<sup>77</sup> "Definitive guide to raising money from angel" – Bill Payne - 2006

<sup>78</sup> "Start-up: l'importanza di una corretta valutazione pre-money" – Italian angels for growth - 2016

<sup>79</sup> "L'innovazione? Sarà collaborativa" – L'Economia del corriere della sera - 2017

- **Joint venture:** accordo di collaborazione tra due o più imprese che collaborano nella realizzazione di un determinato progetto per suddividere rischi e sfruttare le reciproche competenze;
- **Associazione temporanea:** accordo tra imprese che fanno parte dello stesso settore per la realizzazione di un prodotto o servizio che richiede delle competenze che nessuna delle aziende partecipanti possiede completamente;
- **Franchising:** forma di collaborazione tra due partner, il franchisor che è l'affiliante e il franchisee che invece è l'affiliato;
- **Consorzio:** contratto con il quale più aziende decidono di creare un'organizzazione per la gestione in comune di alcune attività.<sup>80</sup>

Strettamente legato poi al concetto di network aziendale collaborativo, è di pari passo con l'open innovation, è la “*peer production*”<sup>81</sup>. Con questo termine facciamo riferimento a relazioni umane “orizzontali”, tramite le reti, e specialmente alla capacità di auto-allocare gli sforzi attorno alla creazione di valore comune. Una forma sociale, insomma, dove i soggetti si aggregano per produrre valore senza nessuna mediazione istituzionale o imprenditoriale. Le persone che creano comunità per la peer-production credono che il sapere sia un bene comune e che nessuna innovazione può essere tenuta nascosta.<sup>82</sup> La peer production, da notare, verso gli ultimi mesi del 2012, è timidamente arrivata a lambire anche i distretti industriali italiani, con il loro conseguente passaggio da strutture analogiche a digitali, diventando reticolari. Le filiere si sono riconvertite grazie alle nuove tecnologie ed hanno fatto nascere nuove geografie di una produzione differente, collettiva e orizzontale; non ci si basa più sulla concentrazione su un territorio fisico, bensì sulla condivisione di un protocollo di interscambio e di un meccanismo di allocazione e suddivisione delle attività a valore aggiunto. Queste ultime vengono disaggregate e parcellizzate, così da richiedere solo un minimo livello di controllo centralizzato e da poter essere eseguite senza la tradizionale supervisione del management gerarchico con funzioni di comando e di controllo.<sup>83</sup> Come mostrato nella figura di seguito, le fonti di innovazione tradizionali, sono quasi tutte in calo, alcune anche in modo significativo. È il caso dei

---

<sup>80</sup> “I network aziendali: quando l'unione fa la forza” – Mondolavoro.it - 2011

<sup>81</sup> Per maggiori informazioni in merito all'argomento si consulti anche il seguente libro: “*Wikinomics 2.0: la collaborazione di massa che sta cambiando il mondo*” – Don Tapscott, Anthony D. Williams - 2010

<sup>82</sup> “Mezzi di produzione condivisi” – Il sole 24 ore - 2014

<sup>83</sup> “L'impresa 2.0 fa peer production” – Il sole 24 ore (sezione Nòva) – Giampaolo Colletti - 2012

fornitori di prodotti e servizi ICT e delle società di consulenza (-9% e -7%). Cresce invece l'apporto delle start-up, con una crescita previsionale del 26%.<sup>84</sup>

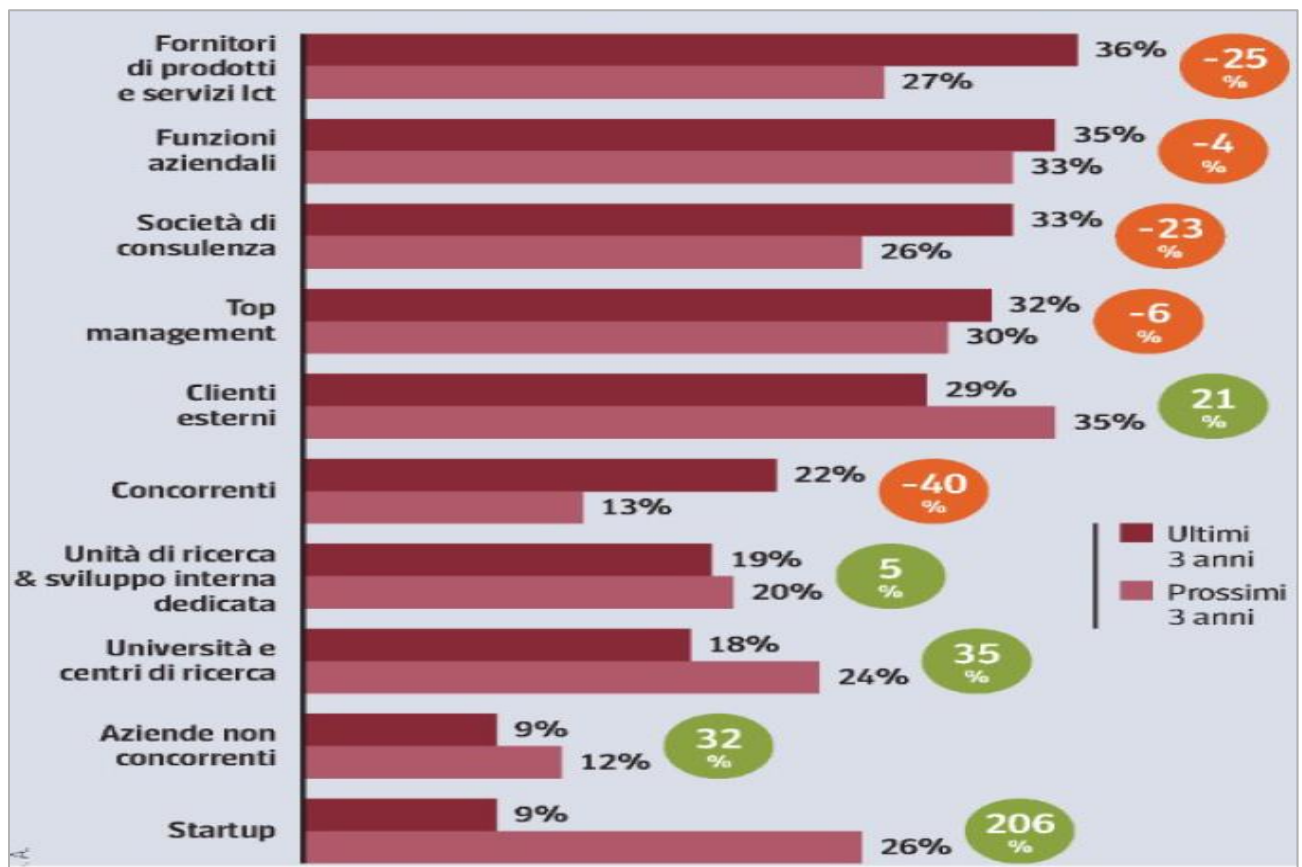


Figura 22 – Le fonti innovazione - Fonte: Osservatori.net, 2017

Le principali motivazioni per cui un'impresa decide di svolgere attività di corporate venturing sono legate alle seguenti ragioni:

- 1) All'esigenza di lanciare prodotti o servizi nuovi, constatata la carenza di competenze interne e la complessità di perseguirne lo sviluppo organico;
- 2) Alla possibilità di risolvere problemi di innovazione non risolti (né facilmente risolvibili) internamente;
- 3) Alla possibilità (talora necessaria) di reagire rapidamente a mutamenti ambientali (tecnologici e di mercato);

<sup>84</sup> "L'innovazione? Sarà collaborativa" – L'Economia del corriere della sera - 2017

- 4) All'esigenza di verificare la concreta portata di minacce e opportunità senza doversi impegnare, sotto il profilo finanziario e organizzativo, nello sviluppo diretto di nuove attività e alla conseguente rapidità con cui è possibile gestire il fallimento anche solo parziale o temporaneo di un progetto innovativo;
- 5) All'opportunità di investire su iniziative che seppure non rientreranno mai nel core business aziendale possono agevolare lo sviluppo della domanda. Si tratta di investimenti su start-up che creano il cosiddetto "ecosistema" di business aziendale, e quindi ad esempio nuove imprese in grado di trainare le vendite dell'azienda che ha creato il fondo.<sup>85</sup>

Non è secondario poi, per alcune imprese, l'obiettivo di conseguire un rendimento relativamente più elevato che, in genere, le fasi iniziali di un nuovo business consentono di realizzare, anche solo a parziale bilanciamento di rendimenti più stabili e meno rischiosi tipici dei business consolidati. E sempre in logica finanziaria, deve essere considerata anche l'opportunità di diversificare il portafoglio di strumenti e di business sui quali investire per diversificare il rischio di impresa. L'investimento di Google, così come di Apple e Microsoft, su tante nuove iniziative molto diversificate né è un esempio. Sulla base quindi di queste motivazioni vedremo nel prossimo capitolo alcuni numeri riguardanti l'investimento in start-up e che poi verranno più dettagliatamente analizzati nei paragrafi conclusivi, e nei quali, si passeranno in rassegna le motivazioni che hanno spinto a tali acquisizioni, i pattern seguiti dai colossi in esame, e il valore (creato o distrutto) per il loro business.

---

<sup>85</sup> "Corporate Strategy" – Franco Fontana, Paolo Boccadelli - 2015

## CAPITOLO 3 – GRANDI CORPORATE VENTURE CAPITALIST

### 3.1 - Introduzione all'analisi dei casi aziendali

Abbiamo fin qui parlato di Corporate Venture Capital e di motivazioni a favore dell'investimento in imprese e start-up; non abbiamo invece parlato di chi sono gli "investitori" per l'appunto e soprattutto se le motivazioni (almeno nel settore web e mobile) sono confermate dalla realtà. Nel capitolo precedente abbiamo speso qualche parola per Google, che acquista tante piccole start-up promettenti e delle quali si serve per inglobare innovazione non altrimenti facilmente e in tempi brevi producibile internamente; tuttavia, oggetto di investimento da parte del braccio di corporate venturing di Google non sono solo piccole start-up ma anche imprese di media dimensione già affermate sul mercato e delle quale Google si serve non solo per motivazioni legate prettamente all'innovazione ma anche per motivazioni più spiccatamente strategiche. Del resto, Google non è l'unico CVC in scena; anche Apple e Microsoft, al fine di annullare le mosse dei rivali, acquistano numerose imprese sul mercato, così come per velocizzare la spinta innovativa non si servono solo di ciò che viene dall'interno ma anche di ciò che le start-up più innovative fanno sbocciare all'esterno. Cominciamo quindi con l'esposizione di alcuni numeri e nomi relativi alle acquisizioni effettuate dalle aziende appena menzionate; cominciamo con Google. Analizzando le 10 acquisizioni di Google più pagate, possiamo notare che le motivazioni sono sicuramente in linea con il desiderio di stare al passo con l'innovazione, ma spicca anche la volontà di seguire un progetto ben preciso, un'idea, così come quella che ha sempre ispirato i creatori "della grande G".

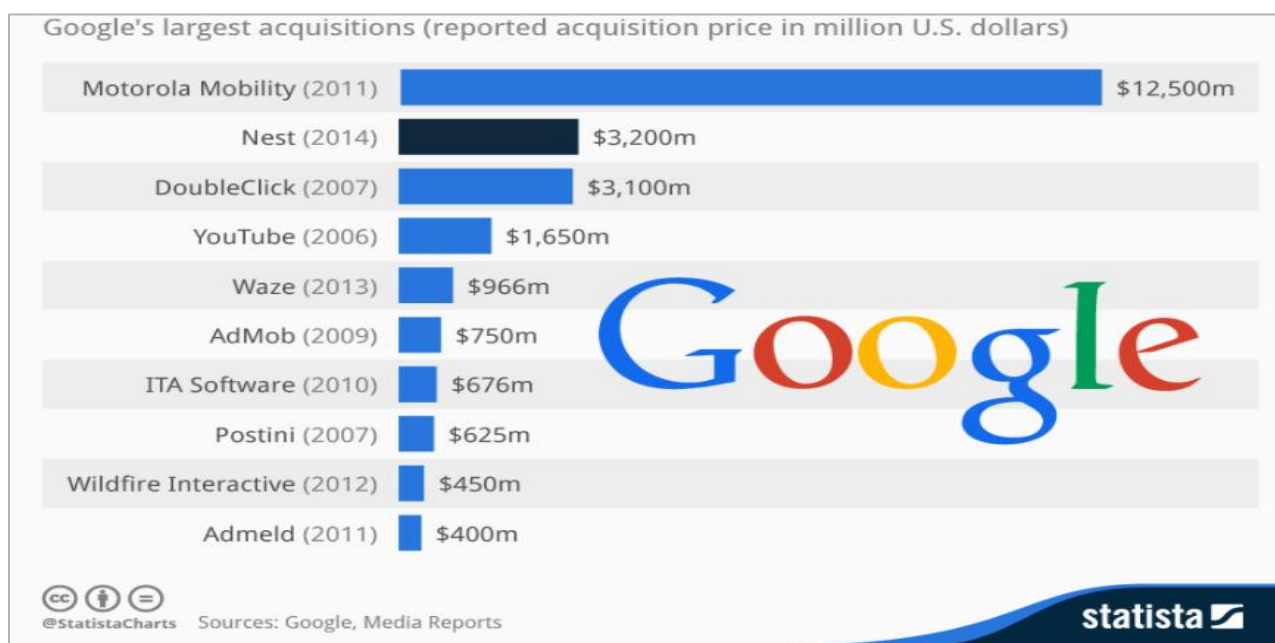


Figura 23 – 10 acquisizioni di Google più pagate - Fonte: Statista, 2014; Google Media Reports, 2014

Da anni, infatti, la società di Page e Brin acquista continuamente una società dopo l'altra facendo crescere il suo potere nel settore digital. Solo nel dicembre 2013 il gigante di Internet ha acquistato ben otto aziende specializzate, compresi i produttori di robot "Boston Dynamics", a confermare l'attenzione sempre più grande di Google per la robotica. Apple, dal canto suo, tra maggio 2015 e maggio 2016 ha acquistato 15 società<sup>86</sup>, con una media di una azienda ogni tre/quattro settimane, mossa (come ha reso noto il CEO Tim Cook) dalla volontà di ricercare compagnie con grandi tecnologie, talenti, e con le quali creare intese strategiche. Tra le acquisizioni in questione abbiamo: FoundationDB (specializzata in tecnologie legate ai database per il web), LinX (l'azienda israeliana che ha sviluppato tecnologie per fotocamere doppie), Coherent Navigation (specializzata in localizzazione GPS di alta precisione), Metaio (azienda tedesca specializzata nella realtà aumentata), Mapsense (realtà californiana specializzata in geotagging), VocallQ (azienda britannica che ha realizzato un software in gradi di apprendere dal riconoscimento vocale), Perceptio (intelligenza artificiale legata al riconoscimento delle immagini), Faceshift (motion caption di volti e corpi in tempo reale), LegbaCore (sicurezza informatica), Emollient (start-up specializzata in intelligenza artificiale), LearnSprout (tecnologie per l'educazione) e Flyby Media (tecnologie per la realtà aumentata). Da non dimenticare anche l'acquisizione di Shazam<sup>87</sup>, con la quale Apple punta a rafforzarsi ulteriormente in un settore sempre più competitivo<sup>88</sup>. Per quanto concerne Microsoft, colosso già attivo al sostegno delle imprese innovative, ha deciso recentemente di ampliare il suo programma di acquisizione di start-up, offrendo supporto tecnologico, spazi di coworking e un team di investitori. La società di Redmond è pronta a investire 500 milioni di dollari nelle start-up tramite un programma biennale dal nome "Microsoft for start-up", che offrirà agli imprenditori dell'innovazione risorse tecnologiche, sostegno nel pianificare i propri modelli di business e una rete di 800 mila tra contatti e partner a livello globale<sup>89 90</sup>.

---

<sup>86</sup> "Apple bought at least 3 companies in the past year that nobody knows about" – Kif Leswing – *uk.businessinsider.com* – 2016

<sup>87</sup> "Apple compra Shazam, l'app che riconosce la musica" – Luca Salvioli – *Il sole 24 ore* - 2017

<sup>88</sup> "Apple ora di compra anche Shazam" – Maddalena Camera – *il giornale.it* - 2017

<sup>89</sup> "Grow, build and connect with Microsoft for Startups" – Charlotte Yankoni – *Corporate Vice President, Growth and Ecosystems (Microsoft)* - 2018 (Yankoni, 2018)

<sup>90</sup> "Microsoft è a caccia di start-up e vuole investire 500 milioni di dollari" – *Wired.it* - 2018





**Figura 24 – Microsoft for start-up - Fonte: Joe Raio (Microsoft), 2017**

La stessa società afferma che: “Startups are an indisputable innovation engine, and Microsoft is partnering with founders and investors to help propel their growth”<sup>91</sup> (le start-up sono un indiscutibile motore di innovazione e Microsoft sta collaborando con fondatori e investitori per aiutarle a spingere la loro crescita). Avendo esposto un quadro generale, nei prossimi paragrafi verranno mostrate e descritte le principali acquisizioni in start-up ed imprese effettuate da Google, Apple e Microsoft per cercare di capire le motivazioni che le hanno spinte ad effettuarle, il pattern seguito e il valore effettivamente creato. Infine, analizzeremo anche alcune delle acquisizioni che hanno caratterizzato il percorso di Yahoo, spiegando il perché il CVC spesso non basta per avviare un florido percorso innovativo ed improntato all’open innovation<sup>92</sup>.

<sup>91</sup> “Grow, build and connect with Microsoft for Startups” – Charlotte Yankoni – Corporate Vice President, Growth and Ecosystems (Microsoft) - 2018 (Yankoni, 2018)

<sup>92</sup> In particolare, si veda:

- “Il tramonto dell’impero Yahoo!: si chiamerà Altaba e la Mayer non ci sarà più” – Biagio Simonetta – Il sole 24 ore – 2017;
- “Yahoo, dalle stelle alle stalle in 20 anni” – Wired – 2016;
- “Strategie, i 9 errori che hanno portato alla fine di Yahoo” – EconomyUp - 2017

### 3.1.1 - Il caso Google

Come anticipato nel precedente paragrafo, ci occuperemo adesso di identificare le principali acquisizioni in start-up ed imprese effettuate da Google e dal suo braccio di corporate venturing, al fine di verificare qual è il razionale di fondo che porta tale società ad acquisire start-up promettenti e piccole-medie imprese, e cioè se, nello specifico, l'acquisizione sia finalizzata o meno allo scopo di inglobare innovazione non altrimenti facilmente e in tempi brevi producibile internamente. Nel dettaglio, creeremo un database, i cui valori sono formalizzati in Tabella 1, seguendo l'impostazione base della matrice di Henry Chesbrough (§ 1.2). Per quanto riguarda la base di selezione, e quindi le acquisizioni di Google che verranno analizzate, si farà riferimento in primis alle 10 maggiori acquisizioni effettuate dalla società in start-up e imprese tra il 2007 e il 2014 (§ 3.1) e, successivamente, analizzeremo, grazie a *Google Media Reports*, l'acquisizione di altre 4 start-up acquisite nel periodo tra il 2013 e il 2018 in modo tale da avere una buona copertura temporale nella selezione. I criteri di analisi utilizzati per la costruzione della tabella 1, saranno i seguenti:

- Funzione dell'acquisita. Si farà riferimento alle funzioni principali del business acquisito;
- Obiettivo di investimento; Si analizzeranno gli obiettivi al fine di essere collocati nelle seguenti categorie, come definite dalla matrice di Henry Chesbrough<sup>93</sup> (§ 1.2) e riassumibili in:
  - Obiettivo strategico;
  - Obiettivo finanziario;
  - Obiettivo misto (strategico/finanziario/diversificazione).
- Tipologia di investimento; Anche qui verranno analizzate le tipologie per la loro successiva collocazione nelle relative quattro categorie definite dalla matrice di Henry Chesbrough<sup>94</sup> (§ 1.2):
  - Incrementale;
  - Abilitativo;
  - Emergente;
  - Passivo.

---

<sup>93</sup> Matrice tratta dal seguente lavoro: "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough - 2002

<sup>94</sup> Matrice tratta dal seguente lavoro: "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough - 2002

- Motivazione all'investimento. Si farà riferimento infine al razionale che spinge Google ad acquisire start-up ed imprese. Per la formalizzazione di questo criterio avremo il supporto di un tool di Google presente nel suo sito: "*fact about Google's acquisition*"<sup>95</sup>, nel quale sono presenti le FAQ e relative risposte in merito ad ogni singola acquisizione, al fine di garantire una maggiore trasparenza nei confronti dei soggetti terzi.

Nella tabella seguente verranno presentati i risultati di ogni singola acquisizione analizzata, e verranno poi presentati in maniera grafica nei grafici 1.1, 1.2 e 1.3 presentati subito di seguito:

**Tabella 1 – Acquisizioni di Google analizzate**

|                                                                       | Acquisita<br>(start-up o<br>impresa) | Funzione<br>dell'acquisita                                                | Obiettivo di<br>investimento                                                      | Tipologia di<br>investimento  | Motivazione all'investimento                                                                                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10 acquisizioni di Google più pagate tra il 2007 e il 2014 (Statista) | You Tube -<br>2006                   | Video sharing                                                             | Strategico                                                                        | Abilitativo                   | Trasformare You Tube in un<br>canale per l'advertising                                                                                                 |
|                                                                       | DoubleClick -<br>2007                | Network per<br>l'acquisto di<br>pubblicità on-line                        | Strettamente<br>strategico                                                        | Strettamente<br>abilitativo   | Consolidare la propria<br>leadership nel mercato<br>dell'advertising on-line e<br>sottrarre alla concorrenza un<br>potenziale strumento di<br>crescita |
|                                                                       | Postini - 2007                       | Sicurezza<br>informatica e<br>sistemi di<br>archiviazione dati<br>on-line | Strettamente<br>strategico                                                        | Strettamente<br>abilitativo   | Inglobare tale servizio su<br>Gmail e competere in<br>maniera più efficiente con<br>Microsoft                                                          |
|                                                                       | AdMob - 2009                         | Advertising on-<br>line (tramite<br>smartphone)                           | Strettamente<br>strategico                                                        | Strettamente<br>abilitativo   | Competere con Apple, leader<br>nell'advertising mobile in<br>ambito iTunes e iPhone                                                                    |
|                                                                       | ITA Software -<br>2010               | Pianificare viaggi<br>aerei e<br>confrontare il<br>costo dei biglietti    | Apparentemente<br>Strategico (ed<br>improntato<br>anche alla<br>diversificazione) | Apparentemente<br>abilitativo | Farsi largo nel mercato dei<br>viaggi e rendere più agevole<br>la ricerca di informazioni su<br>prezzi e orari dei voli                                |
|                                                                       | Admeld - 2011                        | Advertising on-<br>line                                                   | Strategico                                                                        | abilitativo                   | Inglobare la società nella<br>piattaforma Google<br>"DoubleClick"                                                                                      |

<sup>95</sup> Tale strumento è presente nel sito ufficiale di Google

|                                                              |                                           |                                                                                                       |                                                                              |                                     |                                                                                                                             |
|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                              | <i>Motorola Mobility - 2011</i>           | <i>Produzione smartphone</i>                                                                          | <i>Strategico</i>                                                            | <i>Abilitativo</i>                  | <i>Rafforzare il proprio sistema operativo Android</i>                                                                      |
|                                                              | <i>Wildfire Interactive - 2012</i>        | <i>Società di pubblicità specialista nel social media marketing</i>                                   | <i>Strettamente strategico</i>                                               | <i>Strettamente abilitativo</i>     | <i>Battagliare Facebook per la conquista della torta pubblicitaria sui social network</i>                                   |
|                                                              | <i>Waze - 2013</i>                        | <i>Navigazione tramite GPS</i>                                                                        | <i>Strategico</i>                                                            | <i>Strettamente abilitativo</i>     | <i>integrazione con Google Maps per visualizzare anche gli eventi che incidono sul traffico, come cantieri e incidenti.</i> |
|                                                              | <i>Nest- 2014</i>                         | <i>Creazione di dispositivi domestici connessi a internet</i>                                         | <i>Apparentemente Strategico (ed improntato anche alla diversificazione)</i> | <i>Apparentemente incrementale</i>  | <i>Far diventare Google possessore e creatore di oggetti tecnologici che milioni di persone possiederanno in casa</i>       |
| <i>Alcune acquisizioni in start-up tra il 2014 e il 2018</i> | <i>Bufferbox - 2013</i>                   | <i>Alternativa alla tradizionale spedizione di posta e pacchi</i>                                     | <i>Apparentemente strategico / possibile anche obiettivo finanziario</i>     | <i>Emergente e in parte passivo</i> | <i>Far crescere la start-up con la minor invasività possibile nei confronti della casa madre</i>                            |
|                                                              | <i>DeepMind (machine learning) - 2014</i> | <i>Sistemi di intelligenza artificiale</i>                                                            | <i>Apparentemente strategico / possibile anche obiettivo finanziario</i>     | <i>Strettamente incrementale</i>    | <i>Indirizzamento verso la nuova area dell'intelligenza artificiale come fonte di guadagno</i>                              |
|                                                              | <i>Senosis - 2017</i>                     | <i>Rilevazione malattie tramite dispositivi smartphone (I.A)</i>                                      | <i>Strategico</i>                                                            | <i>Strettamente incrementale</i>    | <i>Indirizzamento verso la nuova area dell'intelligenza artificiale</i>                                                     |
|                                                              | <i>Redux - 2018</i>                       | <i>Usare le superfici di smartphone e tablet come fossero altoparlanti o fornire feedback tattili</i> | <i>Strettamente strategico</i>                                               | <i>Strettamente abilitativo</i>     | <i>Dare vantaggi agli smartphone di Google per bruciare la concorrenza con Apple</i>                                        |

**Fonte:** Nostra elaborazione su dati “Statista” (2014); “Google Media Reports” (2014)

Di seguito presentiamo una rappresentazione matriciale dei risultati (seguendo la matrice di Henry Chesbrough):

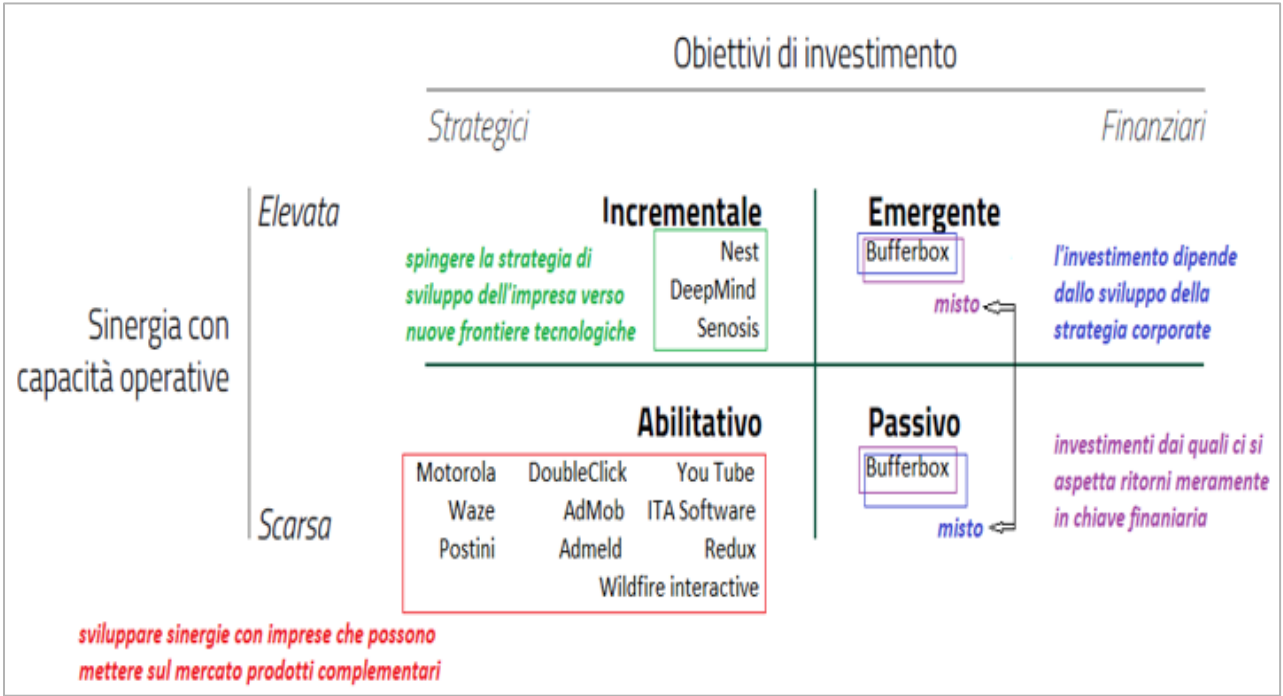


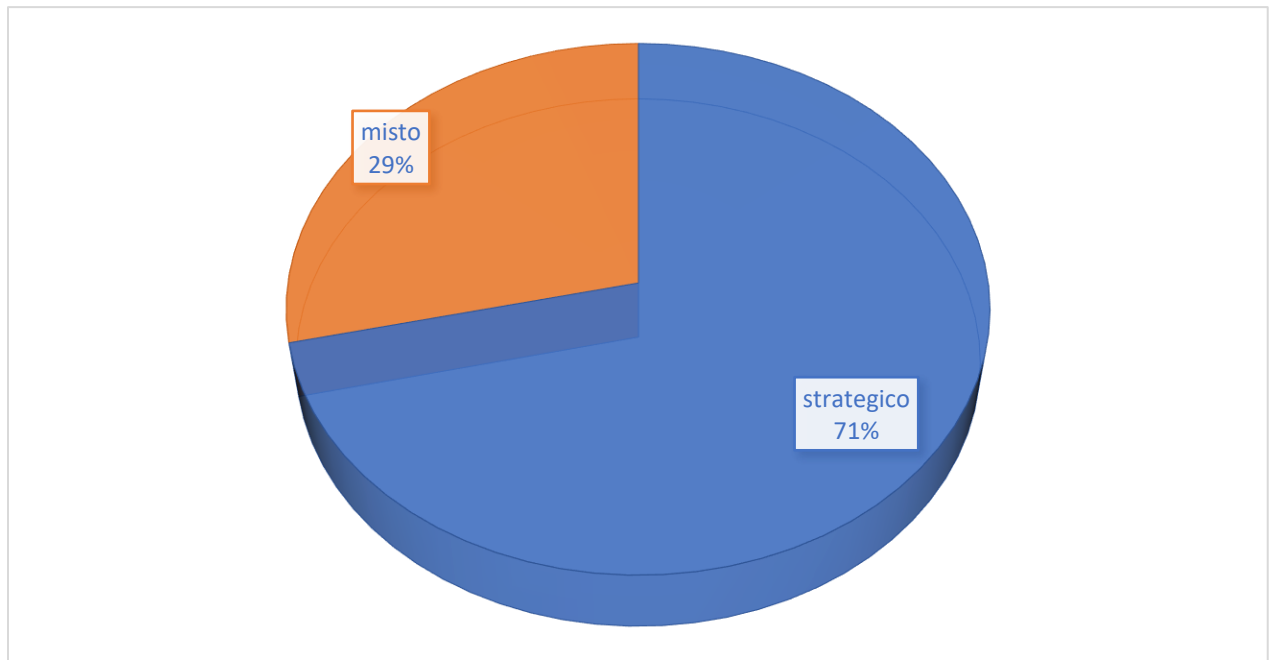
Figura 25 – Rappresentazione dati tabella 1 - Fonte: Nostra elaborazione<sup>96</sup> su dati della tabella 1

Come anticipato, riportiamo anche la rappresentazione grafica dei risultati dell’analisi; in particolare:

- Grafico 1.1 – Risultati in relazione all’obiettivo di investimento;
- Grafico 1.2 – Risultati in relazione alla tipologia di investimento;
- Grafico 1.3 – Risultati in relazione alla motivazione all’investimento.

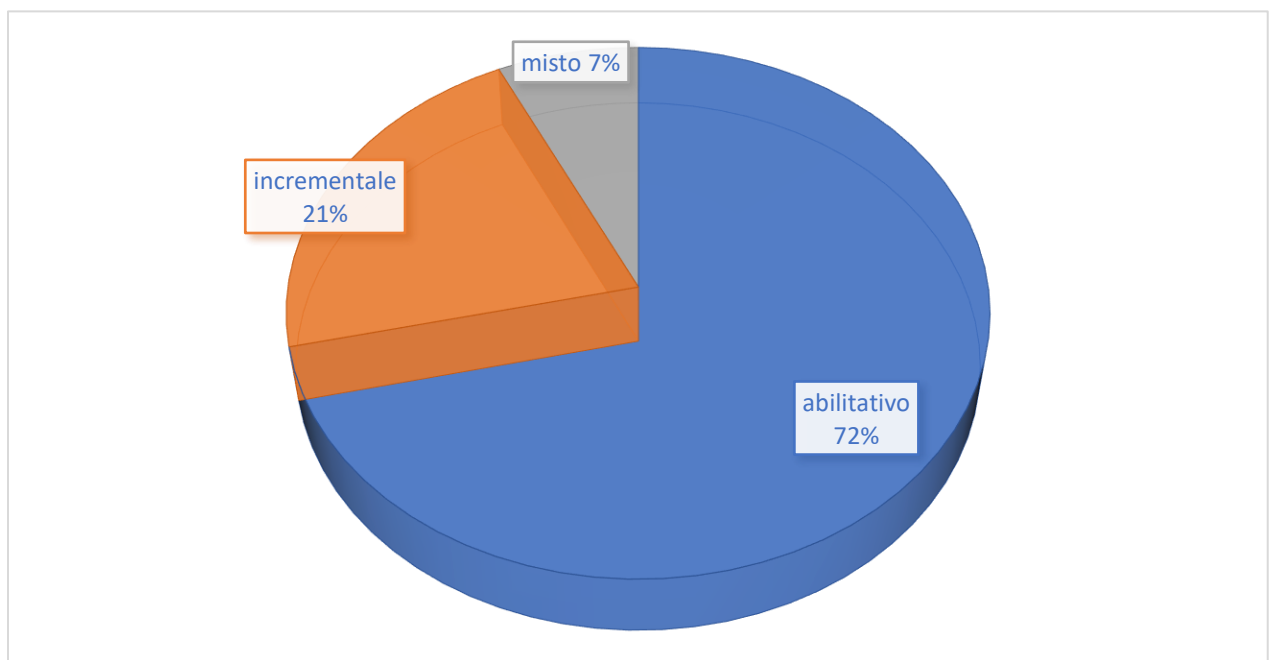
<sup>96</sup> Nello specifico è stata utilizzata come base la matrice di Henry Chesbrough, e vi sono state collocate le start-up e/o imprese oggetto di studio nel presente elaborato (tabella 1)

**Grafico 1.1 – Obiettivo di investimento (Google)**



Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 1 <sup>97</sup>

**Grafico 1.2 – Tipologia di investimento (Google)**

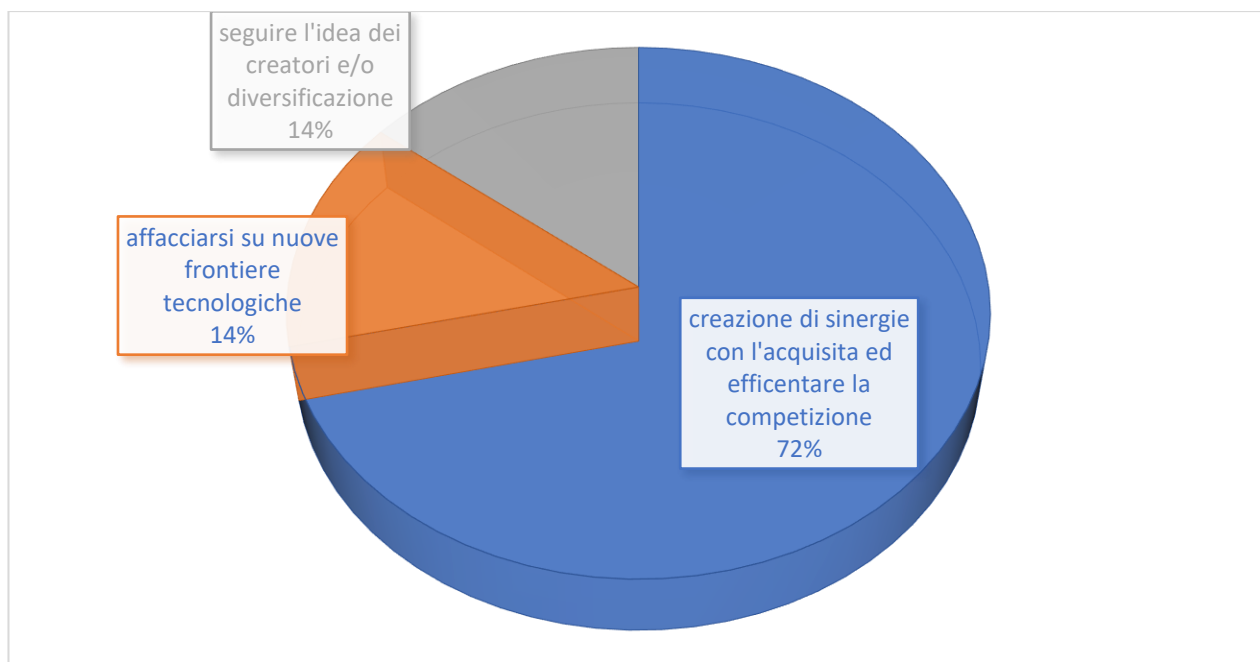


Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 1 <sup>98</sup>

<sup>97</sup> La voce "misto" fa riferimento all'acquisizione di ITA Software (2010), Nest (2014), Bufferbox (2013) e Deep Mind (2014), il cui obiettivo di investimento è stato classificato, per quanto riguarda le prime due start-up, come "strategico ed improntato alla diversificazione" e, invece, per quanto riguarda le ultime due, come "strategico e finanziario"

<sup>98</sup> La voce "misto" fa riferimento all'acquisizione di BufferBox (2013), la cui tipologia di investimento è stata classificata come "emergente e passiva"

### Grafico 1.3 – Motivazione all'investimento (Google)



Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 1

Dai risultati dell'analisi è possibile notare come gli acquisti del braccio di corporate venturing di Google siano, quantomeno negli ultimi anni, mirati ad investimenti prettamente strategici e di natura abilitativa, il cui scopo primario è quello di avviare dei legami con le start-up per creare delle sinergie, essenziali per implementazione di nuove tecnologie all'interno della casa madre. Emerge comunque anche il desiderio di innovare, che potremmo definire "extra-concorrenziale", cioè maggiormente improntato (nel presente) al desiderio di affacciarsi verso nuove frontiere tecnologiche. Analizzando infine i risultati della trimestrale del 2018 (Q1) di Google-Alphabet notiamo numeri sopra le attese: i profitti del gruppo guidato dal co-fondatore Larry Page, sono lievitati del 73% a 9,4 miliardi di dollari, evidenziando l'impennata più significativa dal quarto trimestre del 2009. Gli utili per azione sono stati pari a 9,93 dollari contro i 9,28 dollari previsti. Le entrate sono state al contempo di 31,15 miliardi, in aumento del 26% al confronto con lo stesso periodo del 2017 e superiori ai 30,29 miliardi pronosticati alla vigilia. I profitti operativi sono stati di 7 miliardi, in aumento dai 6,6 miliardi dello scorso anno. La sua principale attività, il motore di ricerca, ha visto le revenues trainate da una raccolta pubblicitaria cresciuta del 24% a 26,64 miliardi (grazie ad imprese e start-up acquisite in passato tra le quali: DoubleClick, Admeld, AdMob, Wildfire Interactive, You Tube).<sup>99</sup> Il gruppo infatti mantiene qui una posizione di leadership globale nel digitale: nel 2018 dovrebbe controllare

<sup>99</sup> "Alphabet-Google: bilancio sopra le attese, profitti per 9,4 miliardi di dollari" – Marco Valsania – Il sole 24 ore - 2018

ancora il 31% del mercato delle inserzioni rispetto al 31,7% del 2017. Continuano a crescere anche i ricavi (e a diminuire i costi) derivanti dalle cosiddette “*Other Bets*”, tra cui spicca la start-up Nest (acquisita nel 2014). Infine, i conti trimestrali di Alphabet, sono stati trainati dalla rivalutazione delle quote accumulate in preziose start-up a cominciare da Uber, nella quale la società ha investito nel 2013, che hanno aggiunto oltre tre miliardi di profitti.<sup>100</sup>

---

<sup>100</sup> “Alphabet-Google: bilancio sopra le attese, profitti per 9,4 miliardi di dollari” – Marco Valsania – Il sole 24 ore - 2018



### 3.1.2 - Il caso Apple

Procedimento analogo a quello di Google verrà seguito anche per le principali acquisizioni da parte di Apple in start-up ed imprese già affermate nel settore, per capire se, anche in questo caso, è presente la volontà di inglobare innovazione tramite la loro acquisizione. Creeremo quindi un database sulla base di 14 acquisizioni, i cui valori sono formalizzati in tabella 2, seguendo l'impostazione base della matrice di Henry Chesbrough (§ 1.2). Per quanto riguarda la base di selezione, e quindi le acquisizioni da analizzare, si farà riferimento in prima istanza a 10 delle 15 acquisizioni effettuate tra il maggio 2015 e il maggio 2016<sup>101</sup> (§ 3.1), e successivamente, per avere una migliore copertura temporale della selezione si analizzeranno, grazie al supporto de "il sole 24 ore"<sup>102103</sup>, della statunitense "Wired"<sup>104</sup> (specializzata in tecnologia), e del giornale finanziario online "Business insider"<sup>105</sup>, altre 4 acquisizioni in start-up avvenute nel 2017 e nel 2018. I criteri di analisi utilizzati per la costruzione della tabella 2, saranno i medesimi utilizzati per la costruzione della tabella 1 del caso Google, i quali, per maggiore chiarezza, sono di seguito riportati:

- Funzione dell'acquisita. Si farà riferimento alle funzioni principali del business acquisito;
- Obiettivo di investimento; Si analizzeranno gli obiettivi al fine di essere collocati nelle seguenti categorie, come definite dalla matrice di Henry Chesbrough<sup>106</sup> (§ 1.2) e riassumibili in:
  - Obiettivo strategico;
  - Obiettivo finanziario;
  - Obiettivo misto (strategico/finanziario/diversificazione).
- Tipologia di investimento; Anche qui verranno analizzate le tipologie per la loro successiva collocazione nelle relative quattro categorie definite dalla matrice di Henry Chesbrough<sup>107</sup> (§ 1.2):
  - Incrementale;

---

<sup>101</sup> "Apple bought at least 3 companies in the past year that nobody knows about" – Kif Leswing – *uk.businessinsider.com* – 2017

<sup>102</sup> "Apple compra PowerbyProx, start-up neozelandese specializzata in ricariche wireless" – Luca Salvioli – *Il sole 24 ore* – 2017

<sup>103</sup> "Apple compra Shazam, l'app che riconosce la musica" – Luca Salvioli – *Il sole 24 ore* – 2017

<sup>104</sup> "Apple investe 30 milioni su una start-up per la realtà aumentata" – *Wired* – 2017

<sup>105</sup> "Apple bought a small startup – and soon making iPhone apps could be much easier" – Kif Leswing – *Businessinsider.com* – 2018

<sup>106</sup> Matrice tratta dal seguente lavoro: "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough – 2002

<sup>107</sup> Matrice tratta dal seguente lavoro: "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough – 2002

- Abilitativo;
- Emergente;
- Passivo.

- Motivazione all'investimento. Si farà riferimento infine al razionale che spinge Apple ad acquisire start-up ed imprese.

Nella tabella seguente verranno presentati i risultati di ogni singola acquisizione analizzata, e verranno poi presentati in maniera grafica nei grafici 2.1, 2.2 e 2.3 presentati subito di seguito:

**Tabella 2 – Acquisizioni di Apple analizzate**

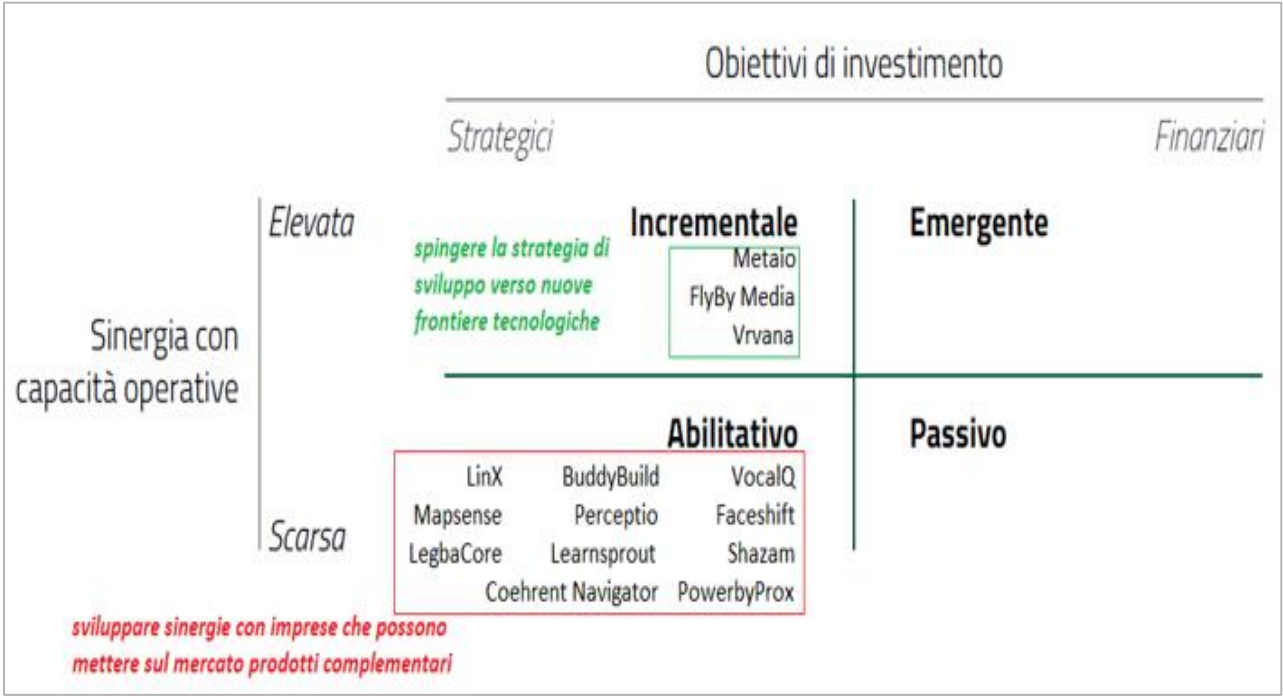
|                                                        | <i>Acquisita<br/>(start-up o<br/>impresa)</i> | <i>Funzione<br/>dell'acquisita</i>                                                                                  | <i>Obiettivo di<br/>investimento</i> | <i>Tipologia di<br/>investimento</i> | <i>Motivazione all'investimento</i>                                                                                             |
|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10 acquisizioni di Apple tra maggio 2015 e maggio 2016 | <i>LinX (2015)</i>                            | <i>Tecnologie per<br/>fotocamere</i>                                                                                | <i>Strettamente<br/>strategico</i>   | <i>Strettamente<br/>abilitativo</i>  | <i>Sfruttare la tecnologia per<br/>fotocamere doppie</i>                                                                        |
|                                                        | <i>Coehrent<br/>Navigation<br/>(2015)</i>     | <i>Localizzazione<br/>GPS di alta<br/>precisione</i>                                                                | <i>Strettamente<br/>strategico</i>   | <i>Strettamente<br/>abilitativo</i>  | <i>Sfruttare la localizzazione<br/>GPS di alta precisione</i>                                                                   |
|                                                        | <i>Metaio (2015)</i>                          | <i>Azienda<br/>specializzata in<br/>realtà<br/>aumentata</i>                                                        | <i>Strategico</i>                    | <i>Incrementale</i>                  | <i>Lancio futuro di nuovi<br/>prodotti Apple basati sulla<br/>realtà aumentata</i>                                              |
|                                                        | <i>VocalQ (2015)</i>                          | <i>Riconoscimento<br/>vocale</i>                                                                                    | <i>Strategico</i>                    | <i>Abilitativo</i>                   | <i>Implementazione nei<br/>prodotti Apple</i>                                                                                   |
|                                                        | <i>Mapsense<br/>(2015)</i>                    | <i>Tecnologie<br/>finalizzate<br/>all'ordinamento<br/>di dati<br/>geotaggati e<br/>visualizzazione<br/>su mappe</i> | <i>Strettamente<br/>strategico</i>   | <i>Strettamente<br/>abilitativo</i>  | <i>Sviluppare un servizio di<br/>mappatura sempre più<br/>completo e battere la<br/>concorrenza di Google<br/>(Google Maps)</i> |
|                                                        | <i>Perceptio<br/>(2015)</i>                   | <i>Identificazione<br/>delle immagini<br/>tramite I.A.</i>                                                          | <i>Strategico</i>                    | <i>Abilitativo</i>                   | <i>Implementazione nei<br/>prodotti Apple</i>                                                                                   |

|                                                              |                           |                                                                                                 |                                |                                  |                                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                              | <i>Faceshift (2015)</i>   | <i>Tecnologie di motion capture</i>                                                             | <i>Strategico</i>              | <i>Abilitativo</i>               | <i>Implementazione nei prodotti Apple</i>                                                                              |
|                                                              | <i>LegbaCore (2016)</i>   | <i>Società che ha individuato le debolezze del Mac Os X</i>                                     | <i>Strategico</i>              | <i>Strettamente abilitativo</i>  | <i>Collaborare con il team Apple per svolgere attività di sicurezza</i>                                                |
|                                                              | <i>Learnsprout (2016)</i> | <i>Creazione software per gli insegnanti e il monitoraggio delle performance degli studenti</i> | <i>Strategico</i>              | <i>Abilitativo</i>               | <i>Implementazione di software educativi negli iPad</i>                                                                |
|                                                              | <i>FlyBy Media (2016)</i> | <i>Tecnologie per la realtà aumentata</i>                                                       | <i>Strategico</i>              | <i>Incrementale</i>              | <i>Lancio futuro di nuovi prodotti Apple basati sulla realtà aumentata</i>                                             |
| <i>Alcune acquisizioni in start-up tra il 2017 e il 2018</i> | <i>PowerbyProx (2017)</i> | <i>Ricariche wireless</i>                                                                       | <i>Strettamente strategico</i> | <i>Strettamente abilitativo</i>  | <i>Colmare il ritardo rispetto ai competitors nella tecnologia di ricarica wireless</i>                                |
|                                                              | <i>Shazam (2017)</i>      | <i>Riconoscimento canzoni, film, serie TV</i>                                                   | <i>Strettamente strategico</i> | <i>Strettamente abilitativo</i>  | <i>Integrare la tecnologia nella sua piattaforma e rafforzarsi ulteriormente nei confronti del settore e di Google</i> |
|                                                              | <i>Vrvana (2017)</i>      | <i>Soluzioni hardware per sistemi di realtà aumentata</i>                                       | <i>Strategico</i>              | <i>Strettamente incrementale</i> | <i>Lancio futuro di nuovi prodotti Apple basati sulla realtà aumentata</i>                                             |
|                                                              | <i>BuddyBuild (2018)</i>  | <i>Strumenti per continua integrazione e debugging</i>                                          | <i>Strettamente strategico</i> | <i>Abilitativo</i>               | <i>Minare il terreno sotto i piedi di Google (rimuovere compatibilità con sistema Android)</i>                         |

**Fonte:** Nostra elaborazione su dati “Il sole 24 ore” (2017); “Wired” (2017)<sup>108</sup>

<sup>108</sup> L'anno di riferimento è il 2017 per tutte e tre le fonti

Di seguito presentiamo una rappresentazione matriciale dei risultati (seguendo la matrice di Henry Chesbrough):



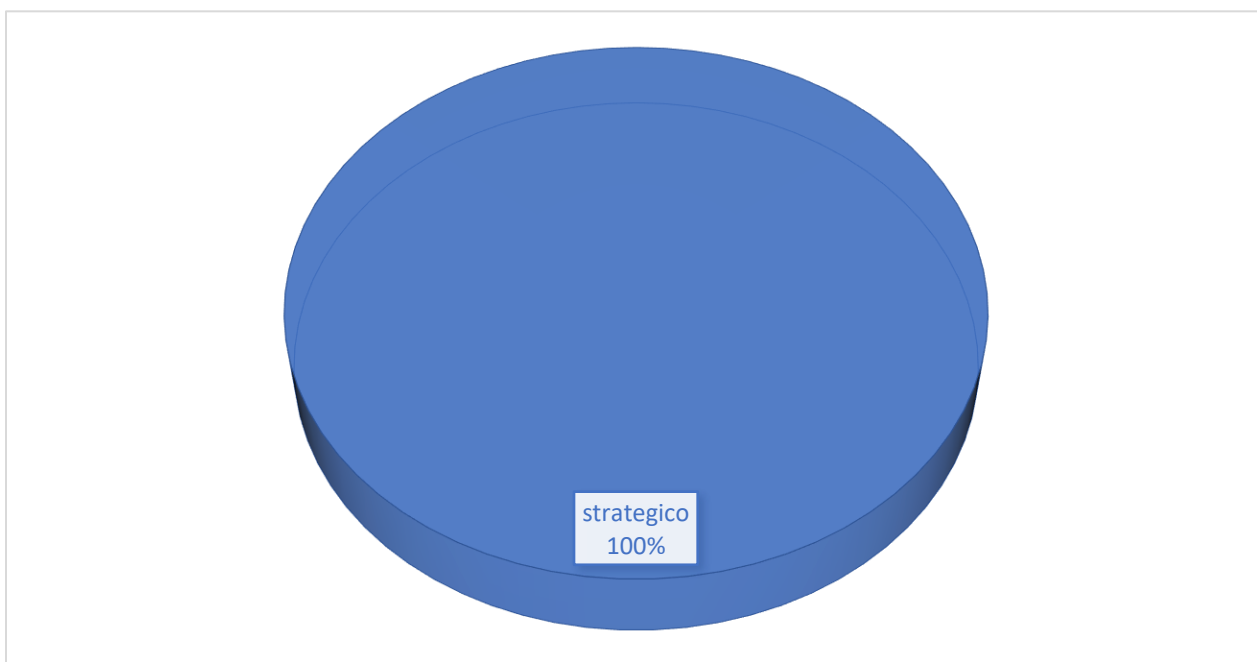
**Figura 26 – Rappresentazione dati tabella 2 - Fonte: Nostra elaborazione<sup>109</sup> su dati della tabella 2**

Come anticipato, riportiamo anche la rappresentazione grafica dei risultati dell’analisi; in particolare:

- Grafico 2.1 – Risultati in relazione all’obiettivo di investimento;
- Grafico 2.2 – Risultati in relazione alla tipologia di investimento;
- Grafico 2.3 – Risultati in relazione alla motivazione all’investimento.

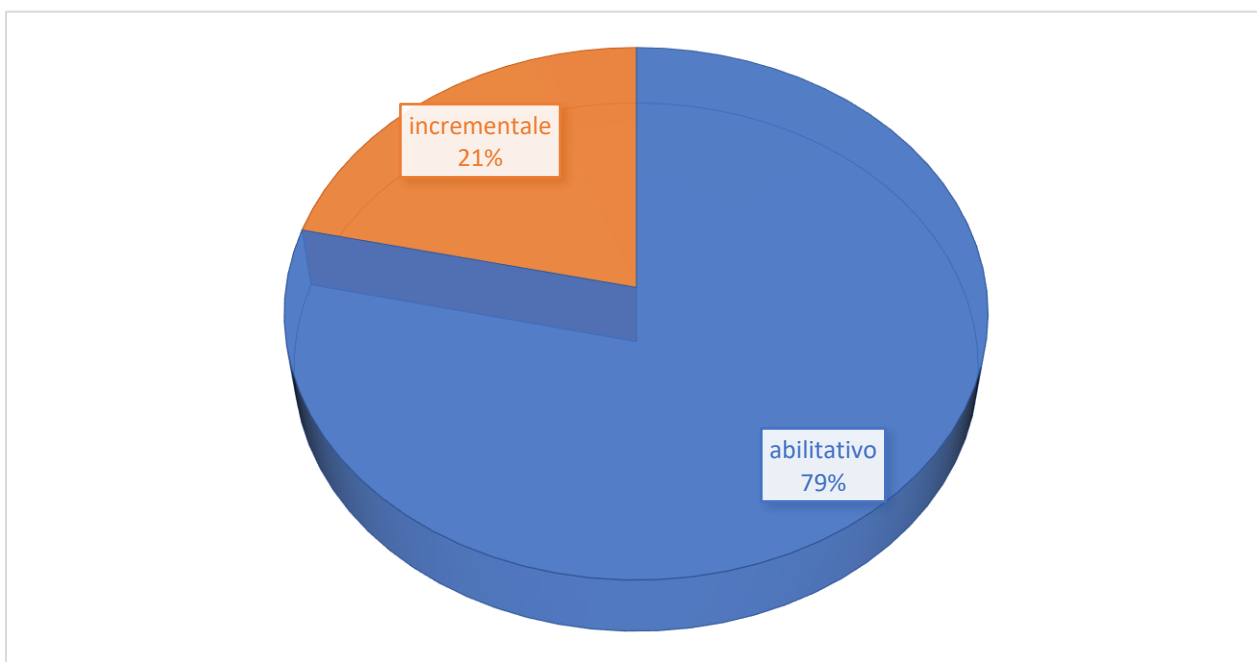
<sup>109</sup> Nello specifico è stata utilizzata come base la matrice di Henry Chesbrough, e vi sono state collocate le start-up e/o imprese oggetto di studio nel presente elaborato (tabella 2)

**Grafico 2.1 – Obiettivo di investimento (Apple)**



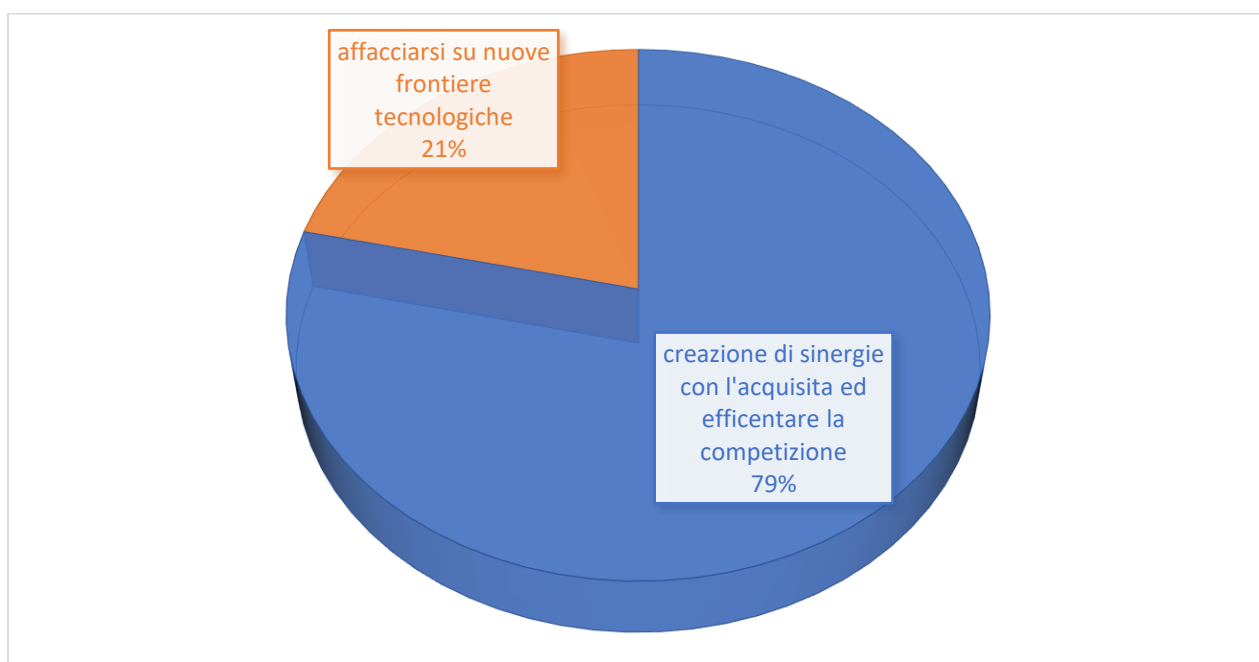
**Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 2**

**Grafico 2.2 – Tipologia di investimento (Apple)**



**Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 2**

**Grafico 2.3 – Motivazione all’investimento (Apple)**



**Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 2**

Dai risultati dell’analisi, possiamo notare, così come già visto nel caso di Google, una forte propensione alle acquisizioni in chiave strategico-abilitativa, allo scopo appunto di implementare nuove tecnologie nella casa madre sfruttando la capacità innovativa delle start-up<sup>110</sup>. Analizzando i risultati del secondo trimestre 2018 (Q2) notiamo che l’azienda di Cupertino ha registrato un utile per azione di 2,73 dollari e ricavi per 61,1 miliardi di dollari, in rialzo di circa 8 miliardi di dollari rispetto al secondo trimestre del precedente anno. L’utile è ammontato a 13,8 miliardi di dollari, in rialzo del 25,3 %.<sup>111</sup> A guidare i profitti è senza dubbio la vendita dei suoi prodotti più innovativi<sup>112</sup>, nella quali sono presenti tecnologie sviluppate grazie anche all’acquisizione di alcune delle start-up inglobate negli scorsi anni, tra cui: Linx, Vocal Q, Perceptio, Faceshift, PowerbyProx. Quest’ultime, in aggiunta all’acquisizione di RealFace e Primesense, hanno mostrato la volontà di Apple di offrire concrete soluzioni nel campo di AR/VR (Augmented Reality/Virtual Reality), ma hanno anche permesso di ottenere brevetti importanti che le permettono di primeggiare in diversi settori tecnologici e scenari applicativi.

<sup>110</sup> In particolare, la società acquirente (Apple), entra rapidamente in possesso di prodotti innovativi e dei relativi brevetti, ne sfrutta l’avviamento, migliorando il proprio posizionamento sul mercato e la competitività.

<sup>111</sup> “Apple cresce anche senza la spinta degli iPhone: utili sopra le attese” – La Repubblica.it - 2018

<sup>112</sup> Dettagli reperiti dalla newsroom del sito ufficiale Apple. In particolare, è stato analizzato il “Data Summary”, nel quale è presente una sintesi delle principali voci di ricavo dell’azienda.

### 3.1.3 - Il caso Microsoft

Procedimento analogo a quello di Google ed Apple verrà seguito anche per le principali acquisizioni da parte di Microsoft in start-up ed imprese già affermate nel settore, per capire se, anche in questo terzo caso, è presente la volontà di inglobare innovazione tramite la loro acquisizione. Creeremo quindi un database sulla base di 13 acquisizioni, i cui valori sono formalizzati in tabella 3, seguendo l'impostazione base della matrice di Henry Chesbrough (§ 1.2). Per quanto riguarda la base di selezione, e quindi le acquisizioni da analizzare, si farà riferimento in prima istanza alle 10 maggiori acquisizioni effettuate tra il 2007 e il 2016<sup>113 114</sup>, e successivamente, per avere una migliore copertura temporale della selezione si analizzeranno, altre 3 acquisizioni in start-up<sup>115</sup> avvenute nel 2016, 2017 e nel 2018. I criteri di analisi utilizzati per la costruzione della tabella 3, saranno i medesimi utilizzati per la costruzione della tabella 1 del caso Google, e della tabella 2 del caso Apple, i quali, per maggiore chiarezza, sono di seguito riportati:

- Funzione dell'acquisita. Si farà riferimento alle funzioni principali del business acquisito;
- Obiettivo di investimento; Si analizzeranno gli obiettivi al fine di essere collocati nelle seguenti categorie, come definite dalla matrice di Henry Chesbrough<sup>116</sup> (§ 1.2) e riassumibili in:
  - Obiettivo strategico;
  - Obiettivo finanziario;
  - Obiettivo misto (strategico/finanziario/diversificazione).
- Tipologia di investimento; Anche qui verranno analizzate le tipologie per la loro successiva collocazione nelle relative quattro categorie definite dalla matrice di Henry Chesbrough<sup>117</sup> (§ 1.2):
  - Incrementale;
  - Abilitativo;
  - Emergente;
  - Passivo.

---

<sup>113</sup> "Principali acquisizioni di Microsoft negli ultimi 30 anni" – Microsoft.it official page - 2016

<sup>114</sup> I dati sono tratti dai comunicati ufficiali di Microsoft e visibili blog della società

<sup>115</sup> I dati sono tratti dai comunicati ufficiali di Microsoft e visibili blog della società

<sup>116</sup> Matrice tratta dal seguente lavoro: "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough - 2002

<sup>117</sup> Matrice tratta dal seguente lavoro: "The new imperative for creating and profiting from technology" – Henry Chesbrough - 2002

- Motivazione all'investimento. Si farà riferimento infine al razionale che spinge Apple ad acquisire start-up ed imprese. Per la formalizzazione di questo criterio avremo il supporto del blog ufficiale di Microsoft nel quale sono comunicati i dettagli e le motivazioni delle singole acquisizioni.

Nella tabella seguente verranno presentati i risultati di ogni singola acquisizione analizzata, e verranno poi presentati in maniera grafica nei grafici 3.1, 3.2 e 3.3 presentati subito di seguito:

**Tabella 3 – Acquisizioni di Microsoft analizzate**

|                                                | Acquisita (start-up o impresa) | Funzione dell'acquisita                                         | Obiettivo di investimento                                             | Tipologia di investimento | Motivazione all'investimento                                                                                   |
|------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10 maggiori acquisizioni tra il 2007 e il 2016 | Tellme Networks - 2007         | Società specializzata in applicazioni per mobile device         | Strategico                                                            | Abilitativo               | Integrare la tecnologia di interfaccia utente telefono nel Windows Phone                                       |
|                                                | Aquantive - 2007               | Società specializzata in web advertising                        | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo  | Migliorare la propria posizione nel web advertising e competere più efficientemente contro Google              |
|                                                | Danger - 2008                  | Azienda che sviluppa software e servizi per telefonini consumer | Strategico                                                            | Abilitativo               | Integrare i servizi di Danger con le proprie tecnologie mobili e di intrattenimento                            |
|                                                | Fast search & transfer -2008   | Società specializzata nella ricerca di soluzioni aziendali      | Apparentemente Strategico (ed improntato anche alla diversificazione) | Abilitativo               | Acquisire expertise nel campo della ricerca rapida di dati, soluzioni di policing e filtraggio di informazioni |
|                                                | Skype - 2011                   | Software di VoIP e messaggistica istantanea                     | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo  | Integrare i servizi Skype con Xbox, Kinect e Windows Phone                                                     |
|                                                | Yammer - 2012                  | Social network per imprese                                      | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo  | Integrazione su piattaforma suite Office per competere meglio contro Facebook                                  |

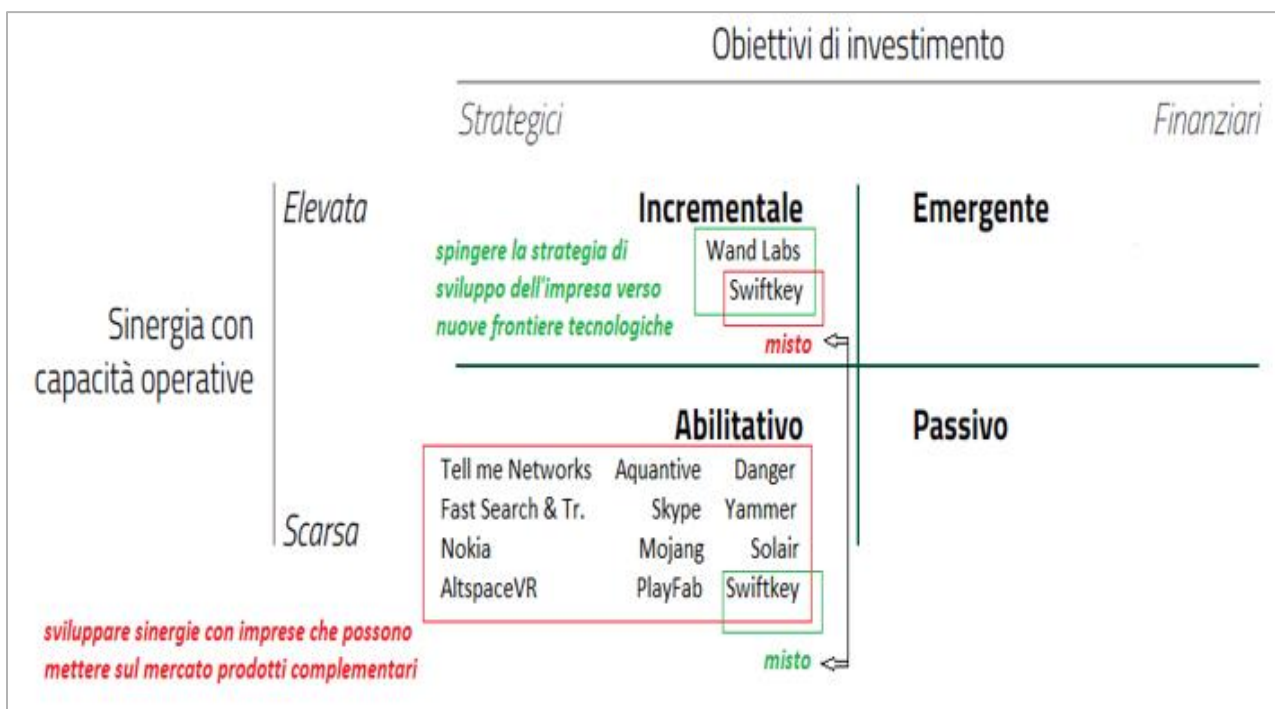


|                                                 |                             |                                                                                 |                                                                   |                             |                                                                                                              |
|-------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                 | Nokia - 2013                | Produzione smartphone                                                           | Strettamente strategico                                           | Strettamente abilitativo    | Unire le forze per competere contro i colossi Apple e Samsung                                                |
|                                                 | Mojang - 2014               | Casa di videogiochi svedese produttrice di Minecraft                            | Apparentemente strategico / possibile anche obiettivo finanziario | Abilitativo                 | Integrare Minecraft su dispositivi mobili Windows per spingerne al rialzo le vendite                         |
|                                                 | Touchtype (Swiftkey) - 2016 | Azienda specializzata in tastiere virtuali per mobile                           | Strategico                                                        | Incrementale ed abilitativo | Sviluppare progetti di intelligenza artificiale ed integrare la tecnologia nella tastiera di Windows Phone   |
|                                                 | Solair - 2016               | Start-up che offre soluzioni di -Internet of things- (IoT) a realtà industriali | Strettamente strategico                                           | Abilitativo                 | Integrare la tecnologia di Solair nella piattaforma Microsoft Azure IoT Suite                                |
| Acquisizioni in start-up nel 2016 - 2017 - 2018 | Wand Labs - 2016            | Start-up specializzata nella messaggistica istantanea e I.A.                    | Strategico                                                        | Incrementale                | Ridurre le distanze che permangono a livello di linguaggio per la comunicazione tra uomo e macchina          |
|                                                 | AltspaceVR - 2017           | Start-up specializzata nella realtà virtuale                                    | Strategico                                                        | Abilitativo                 | Avviare il programma "Windows Mixed Reality"                                                                 |
|                                                 | PlayFab - 2018              | Start-up specializzata nel cloud-gaming                                         | Strategico                                                        | Strettamente abilitativo    | Diffusione della piattaforma "Microsoft Azure" per renderla uno dei pilastri anche dell'industria del gaming |

**Fonte: Nostra elaborazione su dati ufficiali Microsoft (2018) <sup>118</sup>**

<sup>118</sup> I dati sono tratti dai comunicati ufficiali di Microsoft e visibili sul blog della società

Di seguito presentiamo una rappresentazione matriciale dei risultati (seguendo la matrice di Henry Chesbrough):



**Figura 27 – Rappresentazione dati tabella 3 - Fonte: Nostra elaborazione<sup>119</sup> su dati della tabella 3**

Come anticipato, riportiamo anche la rappresentazione grafica dei risultati dell'analisi; in particolare:

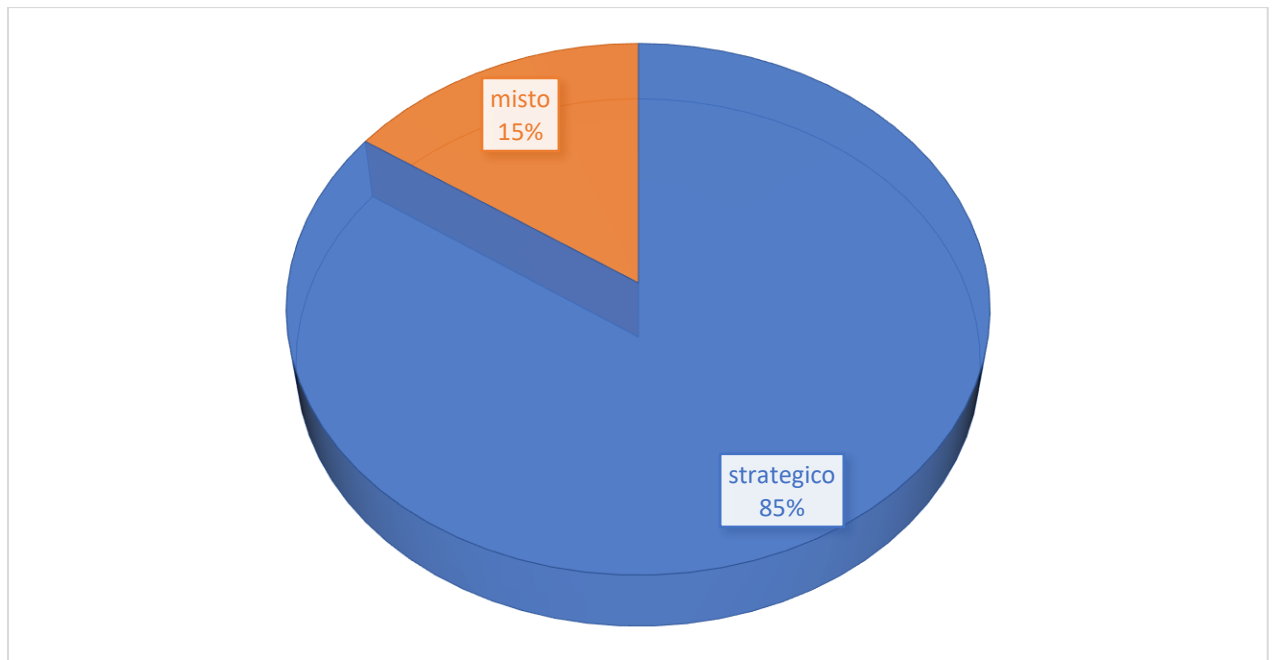
Grafico 3.1 – Risultati in relazione all’obiettivo di investimento;

Grafico 3.2 – Risultati in relazione alla tipologia di investimento;

Grafico 3.3 – Risultati in relazione alla motivazione all’investimento.

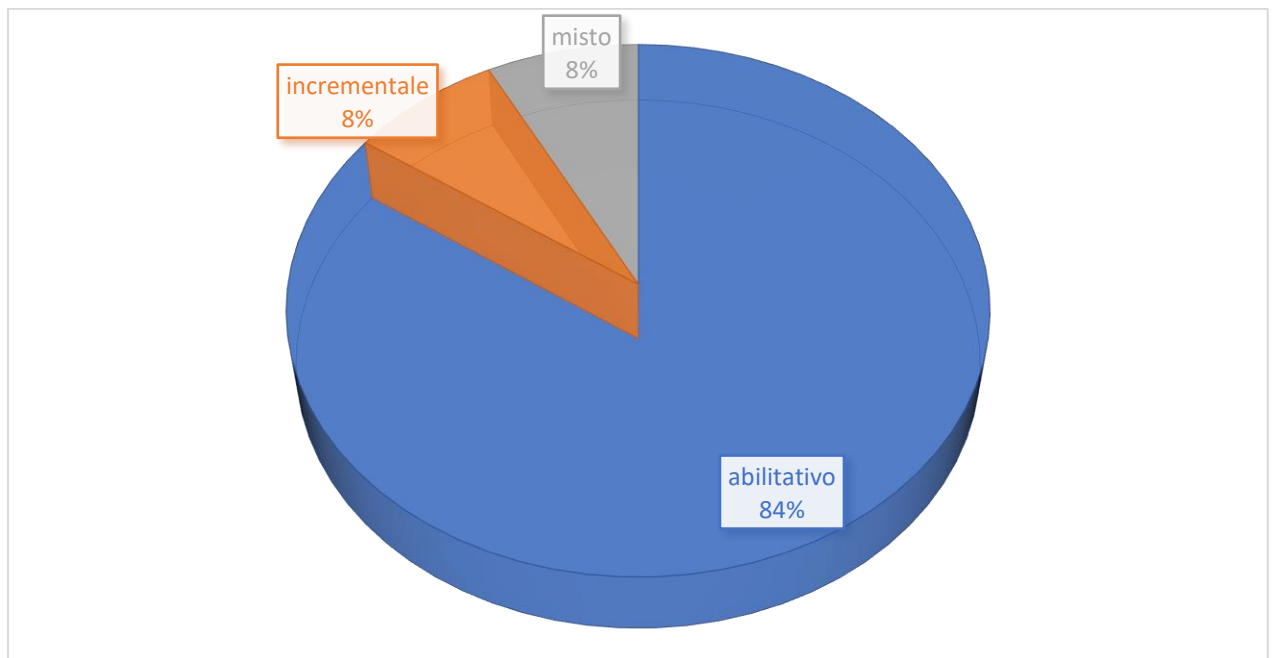
<sup>119</sup> Nello specifico è stata utilizzata come base la matrice di Henry Chesbrough, e vi sono state collocate le start-up e/o imprese oggetto di studio nel presente elaborato (tabella 3)

**Grafico 3.1 – Obiettivo di investimento (Microsoft)**



Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 3 <sup>120</sup>

**Grafico 3.2 – Tipologia di investimento (Microsoft)**

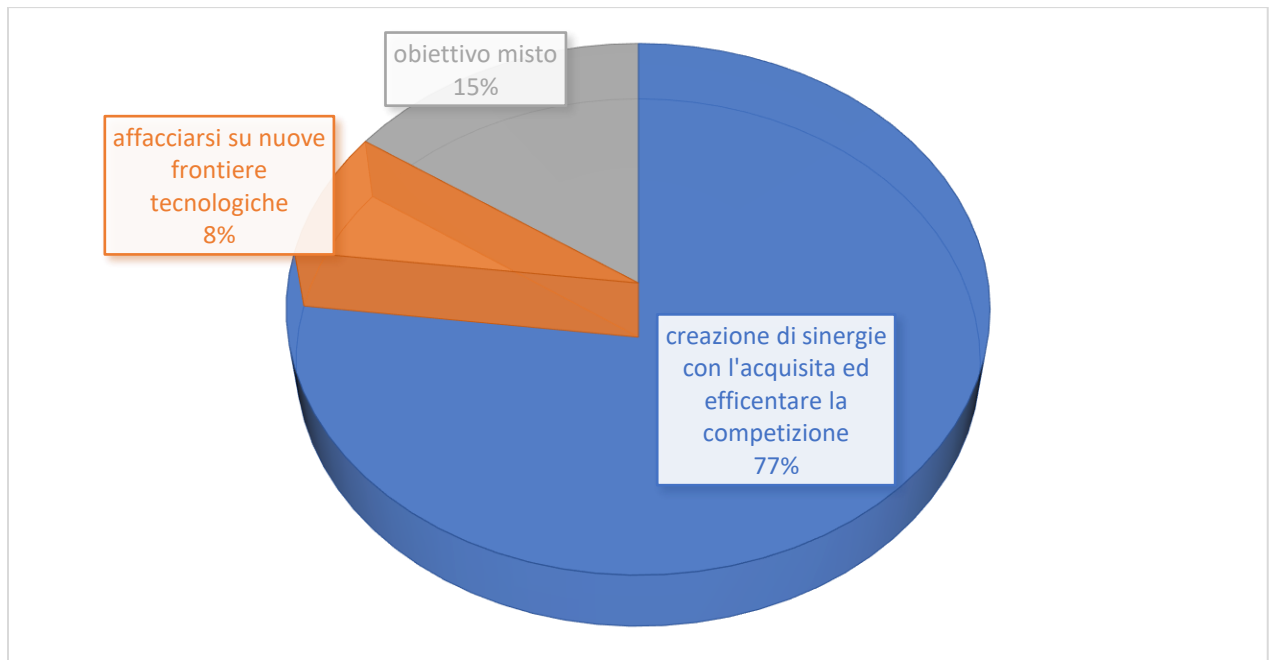


Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 3 <sup>121</sup>

<sup>120</sup> La voce "misto" fa riferimento all'acquisizione di Fast Search & Transfer (2008) e di Mojang (2014), il cui obiettivo di investimento è stato classificato, rispettivamente, come: "strategico ed improntato alla diversificazione" e "strategico e finanziario"

<sup>121</sup> La voce "misto" fa riferimento all'acquisizione di Swiftkey (2016), la cui tipologia di investimento è stata classificata come "incrementale e abilitativa"

### Grafico 3.3 – Motivazione all’investimento (Microsoft)



Fonte: Nostra elaborazione in base ai dati della tabella 3

Dai risultati dell’analisi, possiamo notare, in linea con quanto già visto nel caso Google ed Apple, una forte propensione alle acquisizioni in chiave strategico-abilitativa, allo scopo appunto di implementare nuove tecnologie nella casa madre sfruttando la capacità innovativa delle piccole-medie imprese e delle start-up. Tale propensione, c’è da dire, non si limita solamente al campione in analisi, ma è fortemente ribadita anche dai commenti e dai progetti posti in essere dalla società: “le start-up sono un indiscutibile motore di innovazione e Microsoft sta collaborando con fondatori e investitori per aiutarle a spingere la loro crescita”, questo il commento della società in apertura del progetto “Microsoft for start-up” e del fondo di 500 milioni posto in essere per tali investimenti (§ 3.1). Inoltre, notiamo che, dall’analisi dei risultati della trimestrale del 2018 (Q1), emerge un quadro positivo, con un fatturato totale di 26,8 miliardi di dollari, in crescita rispetto ai 23,6 miliardi dello stesso periodo nel 2017. A guidare parte della crescita, vi sono i profitti derivanti dal comparto mobile, grazie all’acquisizione di start-up come Acomplì, Wunderlist, MileIQ e TouchType; e dal comparto cloud (tramite investimenti in start-up come Solair e PlayFab tra tutti), che sono cresciuti del 20% su base annua anche nel Q1 2018, grazie ad Azure (la piattaforma Microsoft) cresciuta del 93% rispetto allo scorso anno.<sup>122</sup> È chiaro che non tutte le acquisizioni effettuate da Microsoft hanno portato valore (almeno nel passato); basti pensare all’acquisizione di aQuantive nel 2007, che avrebbe dovuto essere il braccio pubblicitario di Microsoft in risposta all’acquisizione di DoubleClick da parte di Google; o a Danger nel 2008, allo scopo di progettare la piattaforma sulla quale far girare “Kin”,

<sup>122</sup> I dati sono tratti dai comunicati ufficiali di Microsoft e visibili sul blog della società

smartphone di grandi ambizioni e pessime vendite. Entrambi i progetti, sebbene si presentassero come ottime intuizioni, non hanno portato ad una buona integrazione. Infine, nel tentativo di perseguire un inesorabile processo di *convergenza tecnologica e di mercato*<sup>123</sup>, non si può non menzionare il fallimentare acquisto di Nokia; sì, qui non parliamo più di piccola start-up innovativa, ma di un ex-colosso nel suo settore, eppure, è innegabile, che tale acquisizione sia stata una delle peggiori nella storia di Microsoft, in questo caso epilogo di una sinergia non compiuta tra software e hardware.

### 3.1.4 - Quando open innovation e CVC non bastano: il caso Yahoo

In questo paragrafo analizzeremo invece la situazione in cui fare open innovation non è sufficiente per sbaragliare la concorrenza e/o acquisire in tempi brevi l'innovazione non facilmente producibile internamente. Infatti, l'open innovation, e in generale il processo di acquisizione in start-up e piccole imprese non può essere fine a sé stesso, ma deve essere un processo opportunamente gestito e collegato ad altre operazioni aziendali (attenta valutazione del valore della start-up; utilizzo efficace dei brevetti; assenza di vincoli alle start-up acquisite per lavorare sul loro prodotto). Di seguito, presentiamo alcune delle acquisizioni strategiche effettuate da Yahoo, allo scopo di integrare tecnologia prodotta all'esterno, così come i tre casi analizzati precedentemente (Google, Microsoft, Apple), e che tuttavia non hanno portato ai risultati sperati, essendo state, tali acquisizioni, avviate o/o gestite in modo non del tutto corretto.

**Tabella 4 – Le acquisizioni fallimentari di Yahoo**

| <i>Acquisita<br/>(start-up o<br/>impresa)</i> | <i>Funzione<br/>dell'acquisita</i>             | <i>Obiettivo di<br/>investimento</i> | <i>Problemi relativi all'acquisizione e/o<br/>alla gestione</i>                                                                                               |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Broadcast.com<br/>- 1999</i>               | <i>Provider di contenuti<br/>video e audio</i> | <i>Strategico</i>                    | <i>Acquisizione della società alla cifra<br/>record (ed eccessiva) di 5,7 miliardi<br/>di dollari; inoltre l'integrazione non è<br/>avvenuta con successo</i> |

<sup>123</sup> Si fa riferimento al fatto che la scelta operata da Microsoft nell'acquistare Nokia, nasce da una semplice constatazione: due realtà settoriali (cioè rispettivamente il settore dei cellulari e quello dei computer) hanno intrapreso un processo di convergenza, tale per cui la sopravvivenza all'interno del nuovo contesto competitivo, non può che passare per il ripensamento del ruolo interpretato dalle imprese coinvolte e da un necessario riposizionamento, di cui la diversificazione è solo uno strumento. Per maggiori dettagli in merito all'argomento si veda il seguente testo:

- "Corporate Strategy" – Franco Fontana, Paolo Boccardelli - 2015

|                         |                                                                        |                   |                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Overture - 2003</i>  | <i>Società attiva nell'ambito dei servizi di ricerca sponsorizzati</i> | <i>Strategico</i> | <i>Problemi relativi allo sfruttamento dell'acquisizione di Overture in quanto Google, nell'ambito di un accordo giudiziale, ha ottenuto l'utilizzo perpetuo di un brevetto dello stesso</i>                                     |
| <i>Delicious - 2005</i> | <i>Archiviare e condividere i bookmarks online</i>                     | <i>Strategico</i> | <i>Yahoo ha lasciato sostanzialmente immutato il servizio senza investire particolari risorse per migliorarlo</i>                                                                                                                |
| <i>Flickr - 2005</i>    | <i>Repository di foto online</i>                                       | <i>Strategico</i> | <i>Non permise al team di Flickr di lavorare sul prodotto, concentrandosi principalmente sull'integrazione dei due team (Yahoo e Flickr) ed impedendo quindi alla start-up acquisita di sviluppare un social network interno</i> |

**Fonte: Nostra elaborazione su dati il Sole 24 Ore (2017) e Wired (2016)<sup>124</sup>**

In ognuno dei casi esposti nella tabella 4, Yahoo non è riuscita a rendere il più funzionale possibile le proprie acquisizioni: nel caso di Broadcast.com, di Overture e di Delicious si tratta di errate valutazioni, rispettivamente, nel reale valore dell'azienda, nella gestione dei brevetti e nell'attuazione di investimenti in R&D interna, in quanto, va bene l'open innovation, va bene innovare portando dentro innovazioni create fuori, ma non si può dimenticare di innovare anche all'interno e si è anche obbligati a rendere più funzionali possibile le proprie acquisizioni; il rischio (verificatosi) è quello di sprecare risorse e di fare perdere valore alla propria azienda.<sup>125</sup> Per quanto riguarda invece l'acquisizione di Flickr, Yahoo ha preferito spendere tempo e risorse al processo di integrazione dei due team di lavoro, piuttosto che lasciare maggiore autonomia al team di Flickr per la realizzazione di un social network interno; ricordiamo che Flickr, prima di Instagram e Snapchat era, ai tempi dell'acquisizione effettuata da parte di Yahoo (2005), la maggiore repository di foto online. La conseguenza è stata la perdita di potenziale della (sebbene inizialmente promettente) start-up<sup>126</sup>.

<sup>124</sup> In particolare, si veda:

- "Il tramonto dell'impero Yahoo!: si chiamerà Altaba e la Mayer non ci sarà più" – Biagio Simonetta – Il sole 24 ore – 2017;
- "Yahoo, dalle stelle alle stalle in 20 anni" – Wired – 2016;
- "Strategie, i 9 errori che hanno portato alla fine di Yahoo" – EconomyUp - 2017

<sup>125</sup> Si veda la nota 109

<sup>126</sup> Si veda la nota 109

## CONCLUSIONI

Come già anticipato in apertura, il fenomeno del Corporate Venture Capital, con il quale si intende l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita, risulta strettamente legato a quello dell'open innovation, cioè, un modello di innovazione secondo il quale le imprese, per creare più valore e competere meglio sul mercato, non possono basarsi soltanto su idee e risorse interne ma hanno il dovere di ricorrere anche a strumenti e competenze tecnologiche che arrivano dall'esterno, in particolar modo da start-up<sup>127 128</sup>. Nel presente elaborato, sono state analizzate le mosse di quattro società attive nel settore del "web search", media e del mobile, ossia Google<sup>129</sup>, Apple, Microsoft e, brevemente, Yahoo; queste società hanno avviato, già da molti anni, una strategia volta all'acquisizione di start-up e piccole-medie imprese, al fine di acquisire in tempi brevi e con minor rischi, la conoscenza, il know-how e la tecnologia non facilmente acquisibile o producibile in tempi brevi, in modo tale da sbaragliare la concorrenza e poter competere più efficientemente sul mercato<sup>130 131</sup>. Sulla base di questo, e con il supporto della matrice del professor Henry Chesbrough<sup>132</sup>, nella quale sono presenti due dimensioni, gli obiettivi di investimento e il grado in cui la società e la start-up target sono collegate, abbiamo costruito tre database (più uno semplificato per Yahoo<sup>133</sup>), uno per società, riportando i dati relativi ad una selezione di acquisizioni (§ 3.1.1; § 3.1.2; § 3.1.3; §3.1.4). Dopo la costruzione dei database, abbiamo quindi analizzato i risultati, ponendoli, per maggiore chiarezza, su base grafica. In tutti e tre i casi, abbiamo una predominanza di investimenti a carattere strategico-abilitativo con il fine di creare sinergie con l'acquisita e di sfruttare ed integrare per l'appunto la sua tecnologia. Per quanto riguarda invece la creazione di valore, in tutti e tre i casi si evidenziano valori positivi: i conti trimestrali di Google Alphabet (Q1 2018)<sup>134</sup>, così come i profitti pubblicitari, sono stati trainati, rispettivamente, dalla rivalutazione delle quote e dall'acquisizione di alcune promettenti start-up; i profitti di Apple (Q2 2018)<sup>135</sup> sono stati guidati

---

<sup>127</sup> *"La logica della specializzazione a servizio dell'open innovation"* – Alberto Di Minin – *Il sole 24 ore (sezione Nòva)* - 2015

<sup>128</sup> *"Harnessing the power of Entrepreneurs to Open Innovation"* – Accenture, G20 Young Entrepreneurs Alliance – 2015

<sup>129</sup> Si è fatto riferimento a Google Ventures, il braccio di Venture Capital di Google, il cui lancio è avvenuto nel 2009.

<sup>130</sup> *"Grow, build and connect with Microsoft for Startups"* – Charlotte Yankoni – *Corporate Vice President, Growth and Ecosystems (Microsoft)* - 2018

<sup>131</sup> *"Microsoft è a caccia di start-up e vuole investire 500 milioni di dollari"* – *Wired.it* - 2018

<sup>132</sup> *"The new imperative for creating and profiting from technology"* – Henry Chesbrough – 2002

Si veda anche per maggiori dettagli il lavoro svolto dallo stesso autore nei seguenti saggi:

- *"The era of open innovation"* (2003)
- *"From open science to open innovation"* (2015)

<sup>133</sup> Tale database semplificato, costruito per un fine diverso dai tre precedenti, fa riferimento a quattro acquisizioni effettuate da Yahoo e gestite in modo non ottimale.

<sup>134</sup> *"Alphabet-Google: bilancio sopra le attese, profitti per 9,4 miliardi di dollari"* – Marco Valsania – *Il sole 24 ore* - 2018

<sup>135</sup> Si veda:

- *Apple cresce anche senza la spinta degli iPhone: utili sopra le attese* – *La Repubblica.it* – 2018

dalla vendita dei suoi ultimi prodotti più innovativi, implementati grazie alla tecnologia acquisita dalle piccole start-up innovative; e infine Microsoft che ha sfruttato le acquisizioni in start-up per implementare il comparto mobile e il comparto cloud, che, a loro volta hanno trainato parte della crescita (Q1 2018)<sup>136</sup> della società. Abbiamo quindi notato come la funzione di queste tre grandi società sia stata quella di finanziatori di innovazione, in letteratura “*funding innovator*”<sup>137</sup>, e di come l’open innovation, a stretto contatto con il fenomeno del corporate venture capital, abbia spinto queste società verso l’acquisizione di piccole start-up al fine di perseguire obiettivi strategici e/o finanziari; appare anche chiaro, tuttavia, che il perseguimento di un modello di innovazione aperta e, il relativo processo di acquisizione in start-up, affinché possa essere efficace (si veda il caso Yahoo ed alcune acquisizioni effettuate da Microsoft), deve essere opportunamente gestito e collegato ad altre operazioni aziendali. Infatti, elementi quali la presenza di vincoli nei confronti dei team di lavoro acquisiti, difficoltà nella creazione di sinergie, errori nella valutazione pre-integrazione delle start-up e/o nell’attuazione di investimenti in R&D interna (essenziale, come ci insegna la letteratura, per sostenere il valore creato tramite l’R&D esterna<sup>138</sup>), possono erodere il valore delle potenziali acquisizioni. In conclusione, e nonostante alcuni casi di distruzione di valore, i risultati ottenuti confermano quanto detto in apertura a proposito di open innovation: “le imprese non possono basarsi soltanto su idee e risorse interne ma hanno il dovere di ricorrere (con le opportune cautele) anche a strumenti e competenze tecnologiche che arrivano dall’esterno”.

---

- Dettagli reperiti dalla newsroom del sito ufficiale Apple. In particolare, è stato analizzato il “Data Summary”, nel quale è presente una sintesi delle principali voci di ricavo dell’azienda.

<sup>136</sup> I dati sono tratti dai comunicati ufficiali di Microsoft e visibili sul blog della società

<sup>137</sup> Si ricorda la presenza di tre differenti aree di open innovation nelle quali le aziende focalizzano la loro attività: 1) *funding innovation*; 2) *generating innovation*; 3) *commercializing innovation*. Per maggiori dettagli si veda il paragrafo 1.4, una cui parte è stata tratta dal seguente lavoro:

- “The era of open innovation” – Henry Chesbrough – The MIT Press - 2003

<sup>138</sup> “External R&D can create significant value; internal R&D is needed to claim some portion of that value” (§ 1.4)



## INDICE DI FIGURE, GRAFICI E TABELLE

|                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 1 – Venture Capital e private equity - Fonte: dispense a cura di L. Gubitosi, 2017.....    | 4  |
| Figura 2 – I fondi di private equity - Fonte: C. and Investment Banking - Foresteri G., 2015..... | 6  |
| Figura 3 – Gli strumenti di venturing - Fonte: IESE Business School & mVenturesBcn, 2017.....     | 8  |
| Figura 4 – Tipologie di investimenti di CVC - Fonte: Harvard Business Review, 2002.....           | 10 |
| Figura 5 – Corporate Venture Capital Models - Fonte: Guide to Corporate VC, 2017 .....            | 12 |
| Figura 6 – Modello di innovazione chiusa - Fonte: Henry Chesbrough, 2004 .....                    | 15 |
| Figura 7 – Modello di innovazione aperta - Fonte: Henry Chesbrough, 2004.....                     | 16 |
| Figura 8 – CI vs OI principles - Fonte: Nostra traduzione da tabella di H. Chesbrough, 2003 ..... | 16 |
| Figura 9 – Il networking strutturato - Fonte: MBS Consulting, 2017 .....                          | 20 |
| Figura 10 – The worl’s unicorn companies in 2017 – Fonte: Howmuch.net, 2017.....                  | 26 |
| Figura 11 – L’impatto delle start-up sul lavoro in Italia - Fonte: Dati infocamere, 2017 .....    | 27 |
| Figura 12 – La mappa delle start-up fallite in Italia - Fonte: Dati infocamere, 2017.....         | 28 |
| Figura 13 – Il dettaglio degli “unicorni” in Europa – Fonte: Accenture, 2015.....                 | 29 |
| Figura 14 – I metodi per la valutazione delle aziende - Fonte: L. Gubitosi, 2017 .....            | 31 |
| Figura 15 – Il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) - Fonte: L. Gubitosi, 2017.....              | 33 |
| Figura 16 – Asset side vs Equity side Approach (DCF) - Fonte: L. Gubitosi, 2017.....              | 35 |
| Figura 17 – Il calcolo del WACC - Fonte: di L. Gubitosi, 2017.....                                | 35 |
| Figura 18 – Principali moltiplicatori di mercato (CTM) - Fonte: L. Gubitosi, 2017 .....           | 37 |
| Figura 19 – Asset side vs Equity side Approach (CTM) - Fonte: L. Gubitosi, 2017 .....             | 38 |
| Figura 20 – Il metodo di Berkus (1) - Fonte: Dave Berkus, 2016.....                               | 41 |
| Figura 21 – Il metodo di Berkus (2) - Fonte: Alan McCann, 2005.....                               | 41 |
| Figura 22 – Le fonti innovazione - Fonte: Osservatori.net, 2017.....                              | 44 |
| Figura 23 – 10 acquisizioni di Google più pagate - Fonte: Statista, 2014.....                     | 46 |
| Figura 24 – Microsoft for start-up - Fonte: Joe Raio (Microsoft), 2017 .....                      | 48 |
| Tabella 1 – Acquisizioni di Google analizzate.....                                                | 50 |
| Figura 25 – Rappresentazione dati tabella 1 - Fonte: Nostra elaborazione .....                    | 52 |
| Grafico 1.1 – Obiettivo di investimento (Google).....                                             | 53 |

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| Grafico 1.2 – Tipologia di investimento (Google) .....                         | 53 |
| Grafico 1.3 – Motivazione all’investimento (Google) .....                      | 54 |
| Tabella 2 – Acquisizioni di Apple analizzate.....                              | 57 |
| Figura 26 – Rappresentazione dati tabella 2 - Fonte: Nostra elaborazione ..... | 59 |
| Grafico 2.1 – Obiettivo di investimento (Apple).....                           | 60 |
| Grafico 2.2 – Tipologia di investimento (Apple) .....                          | 60 |
| Grafico 2.3 – Motivazione all’investimento (Apple) .....                       | 61 |
| Tabella 3 – Acquisizioni di Microsoft analizzate.....                          | 63 |
| Figura 27 – Rappresentazione dati tabella 3 - Fonte: Nostra elaborazione ..... | 65 |
| Grafico 3.1 – Obiettivo di investimento (Microsoft).....                       | 66 |
| Grafico 3.2 – Tipologia di investimento (Microsoft) .....                      | 66 |
| Grafico 3.3 – Motivazione all’investimento (Microsoft) .....                   | 67 |
| Tabella 4 – Le acquisizioni fallimentari di Yahoo .....                        | 68 |

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- Accenture. (2015). Harnessing the power of Entrepreneurs to Open Innovation. *G20 Young Entrepreneurs Alliance*.
- Accenture. (2015). *Il Corporate Venture Capital: una possibile via per innovare e favorire la ripresa in Italia*.
- Adani, L. (2017, novembre 27). L'innovazione: sarà collaborativa? *Corriere della sera*.
- AIFI - Associazione Italiana del Private Equity, V. C. (2018). *Guida al Venture Capital*.
- Apple.com. (2018, maggio 1). *Apple annuncia i risultati del secondo trimestre*. Tratto da Apple.com: <https://www.apple.com/it/newsroom/2018/05/apple-reports-second-quarter-results/>
- Baden, F. L. (2010). *Business Models. Special Issue*.
- Berkus, D. (2009, novembre 4). *Berkonomics*. Tratto da The Berkus method - valuing the early stage investment: <https://berkonomics.com/?p=131>
- Berkus, D. (2016, novembre 4). *Berkonomics*. Tratto da Afeter 20 years: updating the Berkus method of valuation: <https://berkonomics.com/?p=2752>
- BNL - Banca nazionale del lavoro. (2018, aprile 26). *Investire in una start-up: 6 motivi per farlo*. Tratto da BNL - Banca nazionale del lavoro: [https://mestiereimpresa.bnl.it/roller/MI/entry/investire\\_in\\_una\\_startup](https://mestiereimpresa.bnl.it/roller/MI/entry/investire_in_una_startup)
- Brambilla, A. (2017, ottobre 4). Così la Svezia è diventata il paradiso terrestre delle strat-up. *Il Foglio*.
- Camera, M. (2017, 12 12). *Apple ora si compra anche Shazam per annunale le mosse di Google*. Tratto da Il giornale.it: <http://www.ilgiornale.it/news/economia/apple-ora-si-compra-anche-shazam-annullare-mosse-dei-rivali-1473329.html>
- Cheng, C. H. (2010). *Open innovation to increase innovation performance: evidence from a large survey*.
- Chesbrough, H. (2003). *The era of open innovation*. MIT Press.
- Chesbrough, H. (2013). *Open innovation: The new imperative for creating and profiting from technology*. Cambridge: Harvard Business School Press.

- Chesbrough, H. (2016). *Open Business Models*. New York: Harvard Business School Press.
- Colletti, G. (2012, novembre 10). L'impresa 2.0 fa peer production. *Il sole 24 ore (sezione Nòva)*.
- D'Adda, A. (2017, giugno 6). *Open innovation, In Italia (finora) funziona così*. Tratto da *Il sole 24 ore*: <http://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-05-29/open-innovation-italia-finora-funziona-cosi--104707.shtml?uuid=AETZlsUB>
- Don Tapscott, A. D. (2010). *Wikinomics 2.0: la collaborazione di massa che sta cambiando il mondo*. Bur Rizzoli.
- EconomyUp. (2016, Gennaio 18). *Che cos'è l'open innovation e perchè tutti dicono di volerla fare*. Tratto da EconomyUp: <https://www.economyup.it/innovazione/che-cos-e-l-open-innovation-e-perche-tutti-dicono-di-volerla-fare/>
- EconomyUp. (2017, gennaio 11). *ategie, i 9 errori che hanno portato alla fine di Yahoo*. Tratto da EconomyUp: <https://www.economyup.it/innovazione/strategie-i-9-errori-che-hanno-portato-alla-fine-di-yahoo/>
- Focus.it. (2014, Gennaio 15). *Google si compra Nest: dai motori (di ricerca) ai termostati. Ma perchè?* Tratto da Focus.it: <https://www.focus.it/tecnologia/innovazione/google-si-compra-nest-dai-motori-di-ricerca-ai-termostati-ma-perche>
- Franco Fontana, P. B. (2015). *Corporate Strategy*. Hoepli.
- Gubitosi, L. (2017). *Dispense Corso di Finanza Aziendale Avanzato*. Roma: LUISS Guido Carli.
- H.M., M. (1952). *Portfolio Selection*. Journal of Finance, n.7, pp 77-91.
- Iacovo, L. D. (2013, giugno 25). *E' ufficiale: Google ha comprato Waze*. *Il sole 24 ore*.
- ict.business.it.tecnologia.impresa. (2018, gennaio 3). *Apple compra Buddybuild per accelerare lo sviluppo delle app*. Tratto da ict.business.it-tecnologia e impresa: <http://www.ictbusiness.it/cont/news/apple-compra-buddybuild-per-accelerare-lo-sviluppo-di-app/40690/1.html#.Wq1NiujOVpY>
- Il sole 24 ore. (2014, ottobre 19). *Mezzi di produzione condivisi*. *Il sole 24 ore*.
- Il sole 24 ore. (2017, novembre 7). *Corporate venture capital in aumento*. *Il sole 24 ore*.
- Il sole 24 ore. (2017, dicembre 20). *I big media-tlc puntano le start-up*. *Il sole 24 ore*.
- Il sole 24 ore. (2017, novembre 7). *Ottomila start-up in Italia e solamente il 6% fallisce*. *Il sole 24 ore*.

- Insights, C. (2017, ottobre 5). *Unicorns Abroad: The Creation Of Billion-Dollar Startups Is Shifting Out Of The US*. Tratto da CB Insights: <https://www.cbinsights.com/research/global-new-unicorn-companies-us-china/>
- Italian angels for growth. (2016, febbraio 24). *Italian angels for growth*. Tratto da Start-up: l'importanza di una corretta valutazione pre-money: <http://www.italianangels.net/2016/02/24/startup-importanza-corretta-valutazione-pre-money/>
- J., L. (1965). *The valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments on Stock Portfolios and Capital Budgets*. Review of Economics and Statistics, n.47, pp. 13-37.
- Jonathan Berk, P. D. (2008). *Finanza Aziendale 2*. Pearson.
- Jonathan Berk, P. D. (2015). *Finanza Aziendale 1*. Pearson.
- Knight G.A., C. S. (1996). *The born global firms: a challenge to traditional internationalization theory*. JAI Press Greenwich.
- Lerner J., W. J. (2002). *A note on valuation in private equity settings*. Harvard Business School, n.9, 297-050.
- Leswing, K. (2017, maggio 4). *Apple bought at least 3 companies in the past year that nobody knows about*. Tratto da Businessinsider.uk: <http://uk.businessinsider.com/apple-made-at-least-3-mystery-acquisitions-2016-5?r=US&IR=T>
- Leswing, K. (2018, gennaio 2). *Apple bought a small startup - and soon making iPhone apps could be much easier*. Tratto da Businessinsider.com: <http://www.businessinsider.com/apple-buys-buddybuild-startup-to-add-to-xcode-team-2018-1?IR=T>
- Luigi Guatri, M. B. (2007). *La valutazione delle aziende*. Egea.
- ManagerItalia. (2017, novembre 1). *Corporate Venture Capital e Open Innovation: quando le aziende investono in startup*. Tratto da ManagerItalia: <https://www.manageritalia.it/it/economia/corporate-venture-capital-e-open-innovation-quando-le-aziende-investono-in-startup>
- Minin, A. D. (2015, marzo 1). *La logica della specializzazione a servizio dell'open innovation*. Tratto da Il sole 24 ore: <http://albertodiminin.nova100.ilsole24ore.com/2015/03/01/open-specializzazione/>

- Ministero dello sviluppo economico. (2018, febbraio 5). *Patent Box: tassazione agevolata sui redditi derivanti dall'utilizzo di taluni beni immateriali*. Tratto da Ministero dello sviluppo economico: <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/patent-box>
- Misciagna, M. M. (2018, gennaio 23). Le startup in Italia hanno un problema: non sono le startup il problema. *Il sole 24 ore*.
- Mondolavoro.it. (2011, marzo 31). *I network aziendali: quando l'unione fa la forza*. Tratto da Mondolavoro.it: <https://www.mondolavoro.it/blog/i-network-aziendali-quando-l%E2%80%99unione-fa-la-forza/>
- Oviatt B.M., M. P. (1994). *Toward a theory of international new ventures*. Journal of International Business Studies.
- Pansa, A., & Agnese, P. (2017). *Finanza Straordinaria (Seconda Edizione)*. McGraw - Hill Education.
- Paul A. Gompers, J. L. (1999). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge MA: MIT Press.
- Payne, B. (2006). *Definitive guide to raising money from angel*.
- Payne, B. (2011, gennaio 31). *Startup valuations: the scorecard method*. Tratto da Bill Payne & associates: <http://billpayne.com/2011/01/31/establishing-the-pre-money-valuation-of-pre-revenue-startups.html>
- Repubblica.it. (2018, maggio 2). *Apple cresce anche senza la spinta degli iPhone: utili sopra le attese*. Tratto da Repubblica.it: [http://www.repubblica.it/economia/finanza/2018/05/02/news/apple\\_cresce\\_anche\\_supera\\_le\\_attese-195299452/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2018/05/02/news/apple_cresce_anche_supera_le_attese-195299452/)
- Rivette K.G., K. D. (2000). *Unlocking the hidden value of patents*. Boston: Harvard Business School Press.
- Ronchetti, N. (2018, febbraio 12). Startup italiane poco digitali: solo la metà ha un sito web funzionante. *Il sole 24 ore*.
- Salvioli, L. (2017, ottobre 25). Apple compra PoweeByProx, startup neozelandese specializzata in ricariche wireless. *Il sole 24 ore*.
- Salvioli, L. (2017, dicembre 11). Apple compra Shazam, l'app che riconosce la musica". *Il sole 24 ore*.
- Sattel, G. (2017). *Mapping Innovation: A Playbook for Navigating a Disruptive Age*.

- Simonetta, B. (2010, Gennaio 10). Il tramonto dell'impero Yahoo!: si chiamerà Altaba e la Mayer non ci sarà più. *Il sole 24 ore*.
- Teodonio, L. (2012, dicembre 3). *Google acquista BufferBox in pronta consegna*. Tratto da Focus.it: <https://www.focus.it/comportamento/economia/google-acquista-bufferbox-in-pronta-consegna>
- Tremolada, L. (2018, aprile 17). Chi sta vincendo la sfida Cina-Stati Uniti sulle startup? Basta contare gli "unicorni". *Il sole 24 ore*.
- Valsania, M. (2018, aprile 23). Alphabet-Google: bilancio sopra le attese, profitti per 9,4 miliardi di dollari. *Il sole 24 ore*.
- W.F., S. (1964). *Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. Journal of Finance, n.19, pp 425-442.
- William A. Sahlman, D. R. (1987). *A method for valuing high-risk, long-term investments: the venture capital method*. Harvard Business School Background Note 288-006.
- Wired. (2016, agosto 8). *Yahoo, dalle stelle alle stalle in 20 anni*. Tratto da Wired: [https://www.wired.it/economia/business/2016/08/08/yahoo-storia/?refresh\\_ce=](https://www.wired.it/economia/business/2016/08/08/yahoo-storia/?refresh_ce=)
- Wired.it. (2017, novembre 22). *Apple investe 30 milioni su una startup per la realtà aumentata*. Tratto da Wired, it: <https://www.wired.it/economia/business/2017/11/22/apple-30-milioni-realta-aumentata/>
- Wired.it. (2018, febbraio 15). *Microsoft è a caccia di start-up e vuole investire 500 milioni di dollari*. Tratto da Wired.it: <https://www.wired.it/economia/start-up/2018/02/15/microsoft-startup/>
- Yankoni, C. (2018, febbraio 14). *Grow, built and connect with Microsoft for Startups*. Tratto da Microsoft : <https://blogs.microsoft.com/blog/2018/02/14/grow-build-connect-microsoft-startups/>

## RIASSUNTO

Obiettivo di questo lavoro è analizzare e spiegare il fenomeno del corporate venturing, dell'open innovation e la conseguente potenziale creazione di valore che deriva dalla loro implementazione, con un focus ben preciso sul settore tecnologico del "web-search", media e del mobile. Spesso infatti i settori pocanzi menzionati presentano al loro interno un ambiente molto dinamico che potremmo definire alla "*Schumpeter Mark I*". Le caratteristiche di questo sistema settoriale di innovazione sono la relativa facilità di entrata nel settore, dove le nuove piccole start-up minacciano le vecchie imprese consolidate con idee innovative, con nuovi prodotti e processi, mettendo così a rischio le rendite associate alle precedenti innovazioni. Il modello di innovazione è di tipo "widening" cioè vi è una base innovativa che si espande attraverso la continua entrata (soprattutto tramite le acquisizioni) di nuovi innovatori. Infatti, le grandi aziende fanno più difficoltà a adattarsi all'ambiente dinamico che le circondano, decidendo quindi di sfruttare la dinamicità innovativa delle start-up a loro favore, inglobandole al loro interno tramite varie forme contrattuali o acquisitive. Del resto, la letteratura rende noto che ci sono varie tipologie di investimento (incrementale/abilitativo/emergente/passivo) e di conseguenza diversi obiettivi (strategici/finanziari). Le società che verranno analizzate saranno Google (ed in particolar modo si farà riferimento a Google Alphabet), Apple, Microsoft e brevemente Yahoo. Tuttavia, prima di avviare la fase di analisi, è necessario spiegare e rendere chiaro cosa si intende per Corporate Venture Capital (da adesso CVC) e cosa si intende per open innovation. Per CVC, si intende l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita (ad esempio start-up) promossa da aziende medie e grandi direttamente tramite l'investimento in equity o forme partecipative analoghe nelle suddette società o, indirettamente, tramite l'investimento in veicoli o fondi di investimento come ad esempio il classico fondo di Venture Capital (VC). Quest'ultimo tipo di investimento consente alle aziende di rispondere velocemente ai cambiamenti nei mercati acquisendo una visione migliore sulle opportunità e sulle minacce. In tale contesto, il CVC rappresenta uno degli strumenti del VC e se ne differenzia in alcuni aspetti:

- L'attività di CVC è promossa e gestita da un'azienda con obiettivi strategici e/o finanziari, mentre in VC è un'attività svolta da investitori professionali che hanno quale unico obiettivo l'ottenimento di un rendimento ai fini della remunerazione dei propri Limited Partner;
- Le risorse a disposizione del ramo/fondo interno di CVC sono di origine captive (il fondo è investito completamente dalla corporate), mentre quelle a disposizione di un veicolo di VC sono prevalentemente raccolte presso investitori istituzionali;
- Il CVC non ha una durata prestabilita e vincolata in termini contrattuali. Al contrario, il fondo di VC ha una durata predeterminata, vincolante e vincolata.



Il CVC permette quindi di rispondere più velocemente al variare delle situazioni e delle circostanze, ma anche, in alcuni casi, di anticipare se non addirittura dare vita a nuovi percorsi di sviluppo tecnologico - consentendo, quindi, di modificare rapidamente la direzione strategica, adattandosi con velocità alle mutate condizioni di mercato. Ma a questo punto sorge spontanea una domanda. Come mai l'innovazione viene intuita e canalizzata dalle start-up mentre ciò avviene con maggiore difficoltà nelle grandi aziende, più strutturate, e attrezzate rispetto alle prime? Nell'assecondare e sfruttare i processi innovativi le grandi aziende incontrano diversi limiti: sono caratterizzate da risorse maggiormente statiche, che quindi poco si adattano alla mobilità richiesta dai processi innovativi; gli interessi di chi fornisce le risorse e quelli degli innovatori non sempre sono facilmente allineabili; spesso tali attori prediligono innovazioni che vanno ad implementare i propri obiettivi piuttosto che innovazioni "disruptive", i cui effetti a medio-lungo termine non sono sempre facilmente ipotizzabili. È per tali ragioni che in alcune circostanze, i nuovi imprenditori possono avviare aziende, svilupparle e portare nuovi prodotti sul mercato in maniera piuttosto rapida, mentre i loro competitor più grandi ma più lenti restano indietro. Fatta chiarezza sul campo di definizione del CVC, è bene adesso andare più nel dettaglio spendendo qualche parola sugli obiettivi alla base dell'investimento. Gli obiettivi sono essenzialmente riassumibili in due categorie:

- **Obiettivi strategici:** consentire all'azienda di generare ricavi e utili legati alle proprie attività di business, apportando innovazione nella ricerca di nuove idee o tecnologie, attraverso lo sviluppo di nuovi prodotti o processi, l'ingresso in nuovi mercati o il consolidamento della posizione all'interno di quello attuale.
- **Obiettivi finanziari:** In questo caso, si fa principalmente riferimento alla possibilità di ottenere elevati rendimenti, avvicinando in modo significativo l'attività svolta dall'azienda con quella tipica degli investitori di venture capital. In quest'ottica, tra i principali parametri di valutazione della performance dell'attività di CVC si trova il Return on Investments (ROI).

Strettamente legati agli obiettivi sono poi le tipologie di investimento:

- **investimenti incrementali (driving investments):** la principale motivazione di questo tipo di investimento è cercare di spingere la strategia di sviluppo dell'impresa verso nuove frontiere tecnologiche. Questo tipo di investimento ha finalità esplorative e di solito avviene con piccole somme di denaro sin dalla fase "seed" (di sperimentazione), proprio per cercare di sviluppare nuove traiettorie tecnologiche. Il rischio di fallimento in questo tipo di investimento è alto, data la forte innovatività delle start-up nelle quali spesso si investe;
- **investimenti abilitativi (enabling investments):** si tratta di investimenti realizzati con l'obiettivo di sviluppare sinergie con imprese che possono mettere sul mercato prodotti complementari a quelli dell'impresa investitrice. Con questo tipo di investimento si cerca di

completare il portafoglio di prodotti o servizi ovvero abilitare lo sviluppo di un vero e proprio ecosistema di attività imprenditoriali che potenzi nel lungo periodo le fonti del vantaggio competitivo. Il problema maggiore che si riscontra in questo tipo di investimenti è la limitata chiarezza sul mercato che si intende aggredire, i cui confini sono spesso labili;

- **investimenti emergenti (emergent investments):** l'investimento in nuove imprese dipende dallo sviluppo della strategia corporate. Se nel corso del tempo emergono nuove strategie che portano verso nuovi mercati o verso l'individuazione di nuove opportunità, si attuano investimenti coerenti ad accelerare o a favorire la realizzazione della strategia emergente, anche per evitare il rischio di investire in ritardo rispetto ai competitors o rispetto all'andamento dei mercati stessi.;
- **investimenti passivi:** si tratta di investimenti per lo più di tipo finanziario in altre attività e altre imprese; investimenti dai quali ci si aspettano ritorni solo in chiave finanziaria. Si decide di investire su alcune imprese soltanto come forma di diversificazione, e quindi di riduzione del rischio ovvero aumento della probabilità di realizzare elevati rendimenti.

Il Corporate Venture Capital fa riferimento quindi alla situazione nella quale un'azienda consolidata decide di investire in una nuova azienda, una start-up, acquisendone una quota. Se poi la motivazione dietro l'investimento è stata l'acquisto di una qualche innovazione (per esempio brevetti, invenzioni, know-how), allora siamo di fronte a un caso di open innovation. L'*open innovation* ("innovazione aperta") è un modello di innovazione secondo il quale le imprese, per creare più valore e competere meglio sul mercato, non possono basarsi soltanto su idee e risorse interne ma hanno il dovere di ricorrere anche a strumenti e competenze tecnologiche che arrivano dall'esterno, in particolare da start-up, università, istituti di ricerca, fornitori, inventori, programmatori e consulenti. Il termine di open innovation è stato coniato dall'economista statunitense Henry Chesbrough, che nel saggio *The era of open innovation* (2003) rifletteva sul fatto che la globalizzazione avesse reso sempre più costosi e rischiosi i processi di ricerca & sviluppo, perché il ciclo di vita dei prodotti era diventato più breve. Secondo Chesbrough il paradigma della "closed innovation", ovvero la ricerca fatta all'interno dei confini dell'impresa, non poteva più bastare. Si rendeva quindi necessaria una collaborazione tra startup e grandi aziende; l'innovazione chiusa non era più sufficiente perché le conoscenze e i talenti viaggiavano (e viaggiano tuttora) a una velocità sempre maggiore a causa delle reti e della facilità negli spostamenti e, perciò, è diventato più difficile trattenerli in azienda a vita. Per Chesbrough, il paradigma dell'open innovation può essere considerato come l'antitesi del tradizionale modello dell'integrazione verticale nel quale le attività di innovazione interna portano a prodotti e servizi, sviluppati internamente, e distribuiti dall'impresa. Lo stesso autore considera il modello di integrazione verticale appunto un modello di "closed innovation". Sotto questo modello, i progetti di ricerca sono lanciati dalla base tecnologica e scientifica dell'azienda, avanzano nel processo di

sviluppo e, infine, solo alcuni progetti vengono scelti per andare attraverso il mercato. Si utilizza la parola “closed” perché i progetti, possono entrare (nell’azienda) e uscire (dall’azienda) in un solo modo: l’entrata avviene attraverso lo sviluppo all’interno dell’azienda; l’uscita avviene quando il progetto viene immesso nel mercato. Nel modello di innovazione aperta invece, i progetti possono entrare o uscire in vari modi: in particolare, possono essere lanciati sia da fonti interne o esterne di tecnologia, e a sua volta, nuova tecnologia, può entrare nel processo a vari livelli. Inoltre, i progetti possono andare sul mercato in vari modi, tramite l’outlicensing o attraverso spin-off, oltre che ovviamente attraverso i classici canali di marketing e di vendita dell’azienda. Una delle maggiori differenze sta quindi nel modo in cui le aziende vagliano e selezionano le loro idee. In ogni processo di R&D, i ricercatori e i loro manager devono separare le cattive proposte dalle buone in modo tale da potersi concentrare e commercializzare solo le seconde. Entrambi i modelli di closed e di open innovation sono esperti nell’estirpare e scartare quelle idee che vengono chiamate “false positives” (cioè cattive idee che inizialmente sembrano promettenti), ma solo il modello dell’open innovation include la possibilità e abilità di salvare i “false negatives” (cioè progetti che inizialmente sembrano non essere promettenti ma che in realtà si rivelano di grande valore). Un’azienda che si focalizza troppo internamente, quindi un’azienda che persegue un approccio di innovazione chiusa, è incline a farsi sfuggire un gran numero di opportunità perché molte di queste idee possono non essere conciliabili con il business model della società stessa o comunque vi è la necessità di utilizzare tecnologie reperibili esternamente al fine di sbloccare tutto il potenziale di tali progetti. Tutto questo può essere particolarmente dannoso specialmente per quelle aziende che hanno fatto sostanziali investimenti di medio-lungo termine in ricerca, solo per scoprire successivamente che alcuni dei progetti abbandonati avevano un enorme valore commerciale. Con l’open innovation è quindi cambiato il modo di fare innovazione, andando oltre i tradizionali uffici di R&D interni. Le aziende, come detto progressivamente sempre più aperte verso l’esterno, studiano le neo-aziende nate intorno a un’idea, aziende ancora micro, ma dal potenziale molto interessante. Innovare acquisendo una start-up è spesso più veloce e meno rischioso che sviluppare la stessa innovazione internamente: si compra un’idea già parzialmente messa a punto e che ha già fatto i primi test sul mercato. Adottare il paradigma dell’open innovation mitiga i principali svantaggi del produrre in casa l’innovazione: alti costi, necessità di competenze verticali, time to market allungato, e offre all’impresa quattro benefici fondamentali:

- ***Stimola l’innovazione aziendale*** su temi chiave per il business con input esterni: prodotti, servizi e approcci innovativi, persone “differenti”;
- ***Dà accesso a potenziali tecnologie*** su cui investire, prima dei competitors;
- ***Fa aumentare le competenze del management e delle risorse interne*** in uno scenario di mercato sempre più “digital” e dunque in perenne, rapida trasformazione.

- **Apporta benefici in termini di corporate social responsibility:** l'azienda investe parte delle proprie risorse per sviluppare idee e giovani talenti.

Avendo chiarito il concetto di CVC e di open innovation, e, in particolare, il perché dell'interesse dei Corporate Venturer nei confronti di queste giovanissime e ambiziose piccole imprese, è bene dare qualche curiosa informazione in merito al luogo in cui (almeno in Europa) le start-up proliferano senza sosta: è il caso della Svezia. La regione scandinava sta eccellendo nel creare nuove imprese, a tal punto da essere considerata "il paradiso terrestre e la fucina" delle start-up. Il tasso di crescita è poi incredibile, per un intero paese che ha una popolazione di 10 milioni di persone (sei volte meno rispetto all'Italia), in cui ci sono 20 start-up ogni 1000 lavoratori. Anche il confronto con Silicon Valley, la "mecca" delle start-up, è significativo. Per start-up si intendono aziende ad alta tecnologia di qualsiasi dimensione che però esistono da non più di tre anni. E la Svezia, nel generare società tecnologiche miliardarie, si piazza al secondo posto subito dopo, per l'appunto, la Silicon Valley. In Italia invece le nuove società tecnologiche sono solo il 9% del totale delle nuove imprese. Uno dei fattori determinanti è la carenza di un mercato dei capitali sviluppato, con fondi di venture capital capaci di investire sul processo di sviluppo iniziale. Nel caso della Svezia, invece, la situazione è piuttosto diversa e, alla proliferazione di start-up, hanno contribuito non solo scelte politico-economiche svolte dai precedenti regnanti, ma anche la cultura stessa del Paese; inoltre la concorrenza e l'apertura alla competizione globale hanno giocato un ruolo fondamentale. Per quanto riguarda invece la sfida tra Cina e Stati Uniti, molti sono stati i cambiamenti avvenuti nel corso degli ultimi anni; in particolare, una decina di anni fa, quasi tre quarti del finanziamento mondiale di start-up innovative tecnologicamente avanzate e di giovani imprese avveniva nella Silicon Valley. Oggi, la Cina, sta cambiando le carte in tavola. In Cina, le start-up valutate più di un miliardo (i cosiddetti unicorni) nascono con lo stesso ritmo degli Stati Uniti, attingendo a fondi di giganti di Internet come Alibaba, Tencent e oltre mille imprese nazionali, società di capitali che hanno mosso miliardi di dollari l'anno negli ultimi anni. Ad oggi, la Cina ospita oltre un terzo delle nascite di unicorno. In più, gli investimenti in start-up sono cresciuti in termini percentuali di più degli Stati Uniti. Nonostante tutto, c'è da dire, la Silicon Valley resta ancora un importantissimo motore di innovazione; ciò che cambia è, come detto, la velocità dei flussi di innovazione. Per quanto riguarda invece la valutazione delle start-up, l'iter da seguire è differente rispetto a quello seguito per la valutazione di grandi imprese. Ad esempio, il metodo del Discounted Cash Flow non si presta molto bene alla valutazione di start-up, in quanto generalmente tali società si contraddistinguono per un'elevata crescita da un certo momento in poi della loro vita, che rischierebbe di portare al calcolo di un FCF (Free Cash Flow) negativo durante il primo periodo di osservazione, più che controbilanciato da un successivo, e gonfiato, TV (Terminal Value) nel secondo periodo, inducendo così a sovrastimare il valore dell'azienda. Passando al metodo dei Multipli di Mercato, anche questo metodo mal si presta al

calcolo del valore delle start-up poiché, in primo luogo è spesso difficile trovare un peer di aziende realmente tra loro comparabili, e, in secondo luogo, qualora si trovassero aziende realmente “comparable”, difficilmente si tratterà di imprese quotate o comunque di aziende per le quali è possibile reperire da database affidabili e professionali, i dati necessari per il calcolo dei moltiplicatori di mercato. Arrivati a questo punto sorge spontanea una domanda; come possiamo calcolare in maniera affidabile il valore di una start-up? I metodi nella prassi sono vari, tuttavia tra quelli maggiormente utilizzati abbiamo: il “Venture Capital Method”, “il metodo Berkus”, e il “metodo Scorecard” (chiamato anche “Bill Payne method”). Per quanto riguarda il *Venture Capital Method*, tale metodo determina il valore attuale della società che l’investitore è disposto a riconoscere in relazione alla potenzialità di valorizzazione della stessa al momento dell’exit. Di seguito si riportano i principali passaggi per l’applicazione di tale metodo:

1. Stima di un orizzonte temporale entro il quale si intende dismettere la partecipazione;
2. Determinazione dell’EV all’exit, cioè nel momento in cui l’investitore ritiene di realizzare il capital gain. Il calcolo del valore finale viene effettuato sulla base dei multipli di mercato, ottenuti attraverso l’identificazione di comparable di riferimento;
3. Il valore finale individuato deve poi essere scontato con l’utilizzo di un tasso (TIR o IRR) che rifletta le aspettative di rendimento dell’investitore che apporta il capitale azionario. La formula è la seguente:

$$EV_{scontato} = \frac{EV_{exit}}{(1 + TIR)^n}$$

4. Viene definita la quota di partecipazione al capitale della società target. Tale quota viene calcolata dividendo l’ammontare di capitale che si intende investire, per il valore finale attualizzato. Si tratta di stabilire una quota di partecipazione che consenta il raggiungimento degli obiettivi di performance attesi e permetta di esercitare il ruolo di governance desiderato;
5. Infine, sulla base di una stima delle future diluizioni del capitale dell’azienda, viene calcolata la quota che l’investitore deterrà in fase di disinvestimento della partecipazione. Spesso le imprese partecipate da operatori di capitale di rischio, sono caratterizzate da molteplici aumenti di capitale distribuiti nel tempo per rendere disponibili le risorse ad ogni fase della vita della società. Tale circostanza comporta una continua variazione della composizione percentuale della compagine azionaria; è quindi necessario calcolare il cosiddetto “retention rate”, cioè la quota che l’investitore avrà, alla fine, dopo gli effetti della diluizione.

Passando invece al *metodo di Berkus*, è indicato maggiormente per progetti di start-up nel campo dell’hi-tech, che sviluppano piani di rientro in cinque anni con fatturati da oltre 20 milioni. Il calcolo della valutazione “Pre-Money” (cioè la valutazione finanziaria dell’azienda effettuata prima del

finanziamento), si basa su una serie di punteggi assegnati ad alcune caratteristiche ritenute fondamentali della start-up quali:

- l'esistenza di un prototipo (rischio tecnologico);
- di una collaborazione con enti esterni o di partnership strategiche (rischio mercato e rischio competitivo);
- del know-how interno e della capacità di gestione manageriale (rischio di esecuzione);
- l'idea di business (rischio prodotto/servizio);
- il fatto che il prodotto sia già stato lanciato e/o venduto (rischio finanziario o di produzione).

A seconda poi della grandezza del mercato di riferimento si attribuisce un valore a ognuna di queste voci (di norma un valore che varia da 0 a mezzo milione di dollari). La valutazione pre-money, sarà poi data dalla somma degli importi assegnati alle precedenti caratteristiche, nel caso la società li soddisfi tutti. Per quanto riguarda infine il *metodo Scorecard* (elaborato dal business angel Bill Payne), si basa su un'iniziale comparazione della media delle valutazioni pre-money di altre start-up attive nello stesso settore e nella stessa area geografica e di alcune variabili specifiche, quali caratteristiche del management team, del prodotto e della tecnologia utilizzata, dimensione e competitività del mercato in cui si opera, necessità di ulteriori investimenti, partnership e canali di vendita. Una volta spiegato il CVC, e i suoi legami con l'open innovation, possiamo introdurre la fase di analisi. Nello specifico sono state analizzate le mosse di 4 società: Google, Apple, Microsoft e, brevemente, Yahoo. Google, acquista tante piccole start-up promettenti e delle quali si serve per inglobare innovazione non altrimenti facilmente e in tempi brevi producibile internamente; tuttavia, oggetto di investimento da parte del braccio di corporate venturing di Google non sono solo piccole start-up ma anche imprese di media dimensione già affermate sul mercato e delle quali Google si serve non solo per motivazioni legate prettamente all'innovazione ma anche per motivazioni più spiccatamente strategiche. Anche Apple e Microsoft, al fine di annullare le mosse dei rivali, acquistano numerose imprese sul mercato, così come per velocizzare la spinta innovativa non si servono solo di ciò che viene dall'interno ma anche di ciò che le start-up più innovative fanno sbocciare all'esterno. Cominciamo quindi con l'esposizione di alcuni numeri e nomi relativi alle acquisizioni effettuate dalle aziende appena menzionate; cominciamo con Google. Analizzando le 10 acquisizioni di Google più pagate, possiamo notare che le motivazioni sono sicuramente in linea con il desiderio di stare al passo con l'innovazione. Da anni, infatti, la società di Page e Brin acquista continuamente una società dopo l'altra facendo crescere il suo potere nel settore digital (solo nel dicembre 2013 il gigante di Internet ha acquistato ben otto aziende specializzate). Apple, dal canto suo, tra maggio 2015 e maggio 2016 ha acquistato 15 società, con una media di una azienda ogni tre/quattro settimane, mossa (come ha reso noto il CEO Tim Cook) dalla volontà di ricercare compagnie con grandi tecnologie, talenti, e con le quali creare intese strategiche. Per quanto concerne

Microsoft, colosso già attivo al sostegno delle imprese innovative, ha deciso recentemente di ampliare il suo programma di acquisizione di start-up, offrendo supporto tecnologico, spazi di coworking e un team di investitori. La società di Redmond è pronta a investire 500 milioni di dollari nelle start-up tramite un programma biennale dal nome “Microsoft for start-up”, che offrirà agli imprenditori dell’innovazione risorse tecnologiche, sostegno nel pianificare i propri modelli di business e una rete di 800 mila tra contatti e partner a livello globale. La stessa società afferma che: “Startups are an indisputable innovation engine, and Microsoft is partnering with founders and investors to help propel their growth” (le start-up sono un indiscutibile motore di innovazione e Microsoft sta collaborando con fondatori e investitori per aiutarle a spingere la loro crescita). Avendo esposto un quadro generale, descriviamo adesso le principali acquisizioni in start-up ed imprese effettuate da Google, Apple e Microsoft per cercare di capire le motivazioni che le hanno spinte ad effettuarle, il pattern seguito e il valore effettivamente creato per le società stesse. Infine, analizzeremo anche alcune delle acquisizioni che hanno caratterizzato il percorso di Yahoo, spiegando il perché il CVC spesso non basta per avviare un florido percorso innovativo ed improntato all’open innovation. In particolare, per ogni società, analizzeremo un campione di acquisizioni in start-up ,e , sfruttando la matrice del professor Henry Chesbrough, individueremo l’obiettivo , la tipologia, e la motivazione all’investimento e se l’acquisizione ha generato creazione o distruzione di valore per la società. Cominciamo con Google:

**Tabella 1**

|                                                                              | <b>Acquisita<br/>(start-up o<br/>impresa)</b> | <b>Funzione<br/>dell’acquisita</b>                            | <b>Obiettivo di<br/>investimento</b>                                  | <b>Tipologia di<br/>investimento</b> | <b>Motivazione all’investimento</b>                                                                                                     |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>10 acquisizioni di Google più pagate tra il 2007 e il 2014 (Statista)</b> | You Tube -<br>2006                            | Video sharing                                                 | Strategico                                                            | Abilitativo                          | Trasformare You Tube in un canale per l’advertising                                                                                     |
|                                                                              | DoubleClick<br>- 2007                         | Network per l’acquisto di pubblicità on-line                  | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Consolidare la propria leadership nel mercato dell’advertising on-line e sottrarre alla concorrenza un potenziale strumento di crescita |
|                                                                              | Postini -<br>2007                             | Sicurezza informatica e sistemi di archiviazione dati on-line | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Inglobare tale servizio su Gmail e competere in maniera più efficiente con Microsoft                                                    |
|                                                                              | AdMob -<br>2009                               | Advertising on-line (tramite smartphone)                      | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Competere con Apple, leader nell’advertising mobile in ambito iTunes e iPhone                                                           |
|                                                                              | ITA Software -<br>2010                        | Pianificare viaggi aerei e confrontare il costo dei biglietti | Apparentemente Strategico (ed improntato anche alla diversificazione) | Apparentemente abilitativo           | Farsi largo nel mercato dei viaggi e rendere più agevole la ricerca di informazioni su prezzi e orari dei voli                          |

|                                                       |                                    |                                                                                                |                                                                       |                              |                                                                                                                      |
|-------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                       | Admeld - 2011                      | Advertising on-line                                                                            | Strategico                                                            | abilitativo                  | Inglobare la società nella piattaforma Google "DoubleClick"                                                          |
|                                                       | Motorola Mobility - 2011           | Produzione smartphone                                                                          | Strategico                                                            | Abilitativo                  | Rafforzare il proprio sistema operativo Android                                                                      |
|                                                       | Wildfire Interactive - 2012        | Società di pubblicità specialista nel social media marketing                                   | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo     | Battagliare Facebook per la conquista della torta pubblicitaria sui social network                                   |
|                                                       | Waze - 2013                        | Navigazione tramite GPS                                                                        | Strategico                                                            | Strettamente abilitativo     | integrazione con Google Maps per visualizzare anche gli eventi che incidono sul traffico, come cantieri e incidenti. |
|                                                       | Nest- 2014                         | Creazione di dispositivi domestici connessi a internet                                         | Apparentemente Strategico (ed improntato anche alla diversificazione) | Apparentemente incrementale  | Far diventare Google possessore e creatore di oggetti tecnologici che milioni di persone possiederanno in casa       |
| Alcune acquisizioni in start-up tra il 2014 e il 2018 | Bufferbox - 2013                   | Alternativa alla tradizionale spedizione di posta e pacchi                                     | Apparentemente strategico / possibile anche obiettivo finanziario     | Emergente e in parte passivo | Far crescere la start-up con la minor invasività possibile nei confronti della casa madre                            |
|                                                       | DeepMind (machine learning) - 2014 | Sistemi di intelligenza artificiale                                                            | Apparentemente strategico / possibile anche obiettivo finanziario     | Strettamente incrementale    | Indirizzamento verso la nuova area dell'intelligenza artificiale come fonte di guadagno                              |
|                                                       | Senosis - 2017                     | Rilevazione malattie tramite dispositivi smartphone (I.A)                                      | Strategico                                                            | Strettamente incrementale    | Indirizzamento verso la nuova area dell'intelligenza artificiale                                                     |
|                                                       | Redux - 2018                       | Usare le superfici di smartphone e tablet come fossero altoparlanti o fornire feedback tattili | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo     | Dare vantaggi agli smartphone di Google per bruciare la concorrenza con Apple                                        |

**Fonte: Nostra elaborazione su dati "Statista" (2014); "Google Media Reports" (2014)**

Dai risultati dell'analisi è possibile notare come gli acquisti del braccio di corporate venturing di Google siano, quantomeno negli ultimi anni, mirati ad investimenti prettamente strategici e di natura abilitativa, il cui scopo primario è quello di avviare dei legami con le start-up per creare delle sinergie, essenziali per implementazione di nuove tecnologie all'interno della casa madre. Emerge comunque anche il desiderio di innovare, che potremmo definire "extra-concorrenziale", cioè maggiormente improntato (nel presente) al desiderio di affacciarsi verso nuove frontiere tecnologiche. Analizzando infine i risultati della trimestrale del 2018 (Q1) di Google-Alphabet notiamo numeri sopra le attese: i



profitti del gruppo guidato dal co-fondatore Larry Page, sono lievitati del 73% a 9,4 miliardi di dollari, evidenziando l'impennata più significativa dal quarto trimestre del 2009. Gli utili per azione sono stati pari a 9,93 dollari contro i 9,28 dollari previsti. Le entrate sono state al contempo di 31,15 miliardi, in aumento del 26% al confronto con lo stesso periodo del 2017 e superiori ai 30,29 miliardi pronosticati alla vigilia. I profitti operativi sono stati di 7 miliardi, in aumento dai 6,6 miliardi dello scorso anno. La sua principale attività, il motore di ricerca, ha visto le revenues trainate da una raccolta pubblicitaria cresciuta del 24% a 26,64 miliardi (grazie ad imprese e start-up acquisite in passato tra le quali: DoubleClick, Admeld, AdMob, Wildfire Interactive, You Tube). Il gruppo infatti mantiene qui una posizione di leadership globale nel digitale: nel 2018 dovrebbe controllare ancora il 31% del mercato delle inserzioni rispetto al 31,7% del 2017. Continuano a crescere anche i ricavi (e a diminuire i costi) derivanti dalle cosiddette “*Other Bets*”, tra cui spicca la start-up Nest (acquisita nel 2014). Infine, i conti trimestrali di Alphabet, sono stati trainati dalla rivalutazione delle quote accumulate in preziose start-up a cominciare da Uber, nella quale la società ha investito nel 2013, che hanno aggiunto oltre tre miliardi di profitti. Stesso procedimento verrà eseguito per Apple:

**Tabella 2**

|                                                               | <b>Acquisita<br/>(start-up o<br/>impresa)</b> | <b>Funzione<br/>dell'acquisita</b>                                                   | <b>Obiettivo di<br/>investimento</b> | <b>Tipologia di<br/>investimento</b> | <b>Motivazione all'investimento</b>                                                                      |
|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>10 acquisizioni di Apple tra maggio 2015 e maggio 2016</b> | LinX (2015)                                   | Tecnologie per fotocamere                                                            | Strettamente strategico              | Strettamente abilitativo             | Sfruttare la tecnologia per fotocamere doppie                                                            |
|                                                               | Coehrent Navigation (2015)                    | Localizzazione GPS di alta precisione                                                | Strettamente strategico              | Strettamente abilitativo             | Sfruttare la localizzazione GPS di alta precisione                                                       |
|                                                               | Metaio (2015)                                 | Azienda specializzata in realtà aumentata                                            | Strategico                           | Incrementale                         | Lancio futuro di nuovi prodotti Apple basati sulla realtà aumentata                                      |
|                                                               | VocalQ (2015)                                 | Riconoscimento vocale                                                                | Strategico                           | Abilitativo                          | Implementazione nei prodotti Apple                                                                       |
|                                                               | Mapsense (2015)                               | Tecnologie finalizzate all'ordinamento di dati geotaggati e visualizzazione su mappe | Strettamente strategico              | Strettamente abilitativo             | Sviluppare un servizio di mappatura sempre più completo e battere la concorrenza di Google (Google Maps) |
|                                                               | Perceptio (2015)                              | Identificazione delle immagini tramite I.A.                                          | Strategico                           | Abilitativo                          | Implementazione nei prodotti Apple                                                                       |
|                                                               | Faceshift (2015)                              | Tecnologie di motion capture                                                         | Strategico                           | Abilitativo                          | Implementazione nei prodotti Apple                                                                       |
|                                                               | LegbaCore (2016)                              | Società che ha individuato le debolezze del Mac Os X                                 | Strategico                           | Strettamente abilitativo             | Collaborare con il team Apple per svolgere attività di sicurezza                                         |

|                                                       |                    |                                                                                          |                         |                           |                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                       | Learnsprout (2016) | Creazione software per gli insegnanti e il monitoraggio delle performance degli studenti | Strategico              | Abilitativo               | Implementazione di software educativi negli iPad                                                                |
|                                                       | FlyBy Media (2016) | Tecnologie per la realtà aumentata                                                       | Strategico              | Incrementale              | Lancio futuro di nuovi prodotti Apple basati sulla realtà aumentata                                             |
| Alcune acquisizioni in start-up tra il 2017 e il 2018 | PowerbyProx (2017) | Ricariche wireless                                                                       | Strettamente strategico | Strettamente abilitativo  | Colmare il ritardo rispetto ai competitors nella tecnologia di ricarica wireless                                |
|                                                       | Shazam (2017)      | Riconoscimento canzoni, film, serie TV                                                   | Strettamente strategico | Strettamente abilitativo  | Integrare la tecnologia nella sua piattaforma e rafforzarsi ulteriormente nei confronti del settore e di Google |
|                                                       | Vrvana (2017)      | Soluzioni hardware per sistemi di realtà aumentata                                       | Strategico              | Strettamente incrementale | Lancio futuro di nuovi prodotti Apple basati sulla realtà aumentata                                             |
|                                                       | BuddyBuild (2018)  | Strumenti per continua integrazione e debugging                                          | Strettamente strategico | Abilitativo               | Minare il terreno sotto i piedi di Google (rimuovere compatibilità con sistema Android)                         |

**Fonte:** Nostra elaborazione su dati “Il sole 24 ore” (2017); “Wired” (2017)

Dai risultati dell’analisi, possiamo notare, così come già visto nel caso di Google, una forte propensione alle acquisizioni in chiave strategico-abilitativa, allo scopo appunto di implementare nuove tecnologie nella casa madre sfruttando la capacità innovativa delle start-up. Analizzando i risultati del secondo trimestre 2018 (Q2) notiamo che l’azienda di Cupertino ha registrato un utile per azione di 2,73 dollari e ricavi per 61,1 miliardi di dollari, in rialzo di circa 8 miliardi di dollari rispetto al secondo trimestre del precedente anno. L’utile è ammontato a 13,8 miliardi di dollari, in rialzo del 25,3 %. A guidare i profitti è senza dubbio la vendita dei suoi prodotti più innovativi, nella quali sono presenti tecnologie sviluppate grazie anche all’acquisizione di alcune delle start-up inglobate negli scorsi anni, tra cui: Linx, Vocal Q, Perceptio, Faceshift, PowerbyProx. Quest’ultime, in aggiunta all’acquisizione di RealFace e Primesense, hanno mostrato la volontà di Apple di offrire concrete soluzioni nel campo di AR/VR (Augmented Reality/Virtual Reality), ma hanno anche permesso di ottenere brevetti importanti che le permettono di primeggiare in diversi settori tecnologici e scenari applicativi. Per riguarda Microsoft invece:

**Tabella 3**

|                                                        | <b>Acquisita<br/>(start-up o impresa)</b> | <b>Funzione<br/>dell'acquisita</b>                                             | <b>Obiettivo di<br/>investimento</b>                                  | <b>Tipologia di<br/>investimento</b> | <b>Motivazione all'investimento</b>                                                                            |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>10 maggiori acquisizioni tra il 2007 e il 2016</b>  | Tellme Networks - 2007                    | Società specializzata in applicazioni per mobile device                        | Strategico                                                            | Abilitativo                          | Integrare la tecnologia di interfaccia utente telefono nel Windows Phone                                       |
|                                                        | Aquantive - 2007                          | Società specializzata in web advertising                                       | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Migliorare la propria posizione nel web advertising e competere più efficientemente contro Google              |
|                                                        | Danger - 2008                             | Azienda che sviluppa software e servizi per telefonini consumer                | Strategico                                                            | Abilitativo                          | Integrare i servizi di Danger con le proprie tecnologie mobili e di intrattenimento                            |
|                                                        | Fast search & transfer -2008              | Società specializzata nella ricerca di soluzioni aziendali                     | Apparentemente Strategico (ed improntato anche alla diversificazione) | Abilitativo                          | Acquisire expertise nel campo della ricerca rapida di dati, soluzioni di policing e filtraggio di informazioni |
|                                                        | Skype - 2011                              | Software di VoIP e messaggistica istantanea                                    | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Integrare i servizi Skype con Xbox, Kinect e Windows Phone                                                     |
|                                                        | Yammer - 2012                             | Social network per imprese                                                     | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Integrazione su piattaforma suite Office per competere meglio contro Facebook                                  |
|                                                        | Nokia - 2013                              | Produzione smartphone                                                          | Strettamente strategico                                               | Strettamente abilitativo             | Unire le forze per competere contro i colossi Apple e Samsung                                                  |
|                                                        | Mojang - 2014                             | Casa di videogiochi svedese produttrice di Minecraft                           | Apparentemente strategico / possibile anche obiettivo finanziario     | Abilitativo                          | Integrare Minecraft su dispositivi mobili Windows per spingerne al rialzo le vendite                           |
|                                                        | Touchtype (Swiftkey) - 2016               | Azienda specializzata in tastiere virtuali per mobile                          | Strategico                                                            | Incrementale ed abilitativo          | Sviluppare progetti di intelligenza artificiale ed integrare la tecnologia nella tastiera di Windows Phone     |
|                                                        | Solair - 2016                             | Start-up che offre soluzioni di - Internet of things- IoT a realtà industriali | Strettamente strategico                                               | Abilitativo                          | Integrare la tecnologia di Solair nella piattaforma Microsoft Azure IoT Suite                                  |
| <b>Acquisizioni in start-up nel 2016 - 2017 - 2018</b> | Wand Labs - 2016                          | Start-up specializzata nella messaggistica istantanea e I.A.                   | Strategico                                                            | Incrementale                         | Ridurre le distanze che permangono a livello di linguaggio per la comunicazione tra uomo e macchina            |
|                                                        | AltspaceVR - 2017                         | Start-up specializzata nella realtà virtuale                                   | Strategico                                                            | Abilitativo                          | Avviare il programma "Windows Mixed Reality"                                                                   |

|  |                   |                                               |            |                             |                                                                                                                          |
|--|-------------------|-----------------------------------------------|------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  | PlayFab -<br>2018 | Start-up<br>specializzata nel<br>cloud-gaming | Strategico | Strettamente<br>abilitativo | Diffusione della piattaforma<br>"Microsoft Azure" per<br>renderla uno dei pilastri<br>anche dell'industria del<br>gaming |
|--|-------------------|-----------------------------------------------|------------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

**Fonte: Nostra elaborazione su dati ufficiali Microsoft (2018)**

Dai risultati dell'analisi, possiamo notare, in linea con quanto già visto nel caso Google ed Apple, una forte propensione alle acquisizioni in chiave strategico-abilitativa, allo scopo appunto di implementare nuove tecnologie nella casa madre sfruttando la capacità innovativa delle piccole-medie imprese e delle start-up. Tale propensione, c'è da dire, non si limita solamente al campione in analisi, ma è fortemente ribadita anche dai commenti e dai progetti posti in essere dalla società: "le start-up sono un indiscutibile motore di innovazione e Microsoft sta collaborando con fondatori e investitori per aiutarle a spingere la loro crescita", questo il commento della società in apertura del progetto "Microsoft for start-up" e del fondo di 500 milioni posto in essere per tali investimenti (§ 3.1). Inoltre, notiamo che, dall'analisi dei risultati della trimestrale del 2018 (Q1), emerge un quadro positivo, con un fatturato totale di 26,8 miliardi di dollari, in crescita rispetto ai 23,6 miliardi dello stesso periodo nel 2017. A guidare parte della crescita, vi sono i profitti derivanti dal comparto mobile, grazie all'acquisizione di start-up come Acomplì, Wunderlist, MileIQ e TouchType; e dal comparto cloud (tramite investimenti in start-up come Solair e PlayFab tra tutti), che sono cresciuti del 20% su base annua anche nel Q1 2018, grazie ad Azure (la piattaforma Microsoft) cresciuta del 93% rispetto allo scorso anno. È chiaro che non tutte le acquisizioni effettuate da Microsoft hanno portato valore (almeno nel passato); basti pensare all'acquisizione di aQuantive nel 2007, che avrebbe dovuto essere il braccio pubblicitario di Microsoft in risposta all'acquisizione di DoubleClick da parte di Google; o a Danger nel 2008, allo scopo di progettare la piattaforma sulla quale far girare "Kin", smartphone di grandi ambizioni e pessime vendite. Entrambi i progetti, sebbene si presentassero come ottime intuizioni, non hanno portato ad una buona integrazione. Infine, nel tentativo di perseguire un inesorabile processo di *convergenza tecnologica e di mercato*, non si può non menzionare il fallimentare acquisto di Nokia; sì, qui non parliamo più di piccola start-up innovativa, ma di un ex-colosso nel suo settore, eppure, è innegabile, che tale acquisizione sia stata una delle peggiori nella storia di Microsoft, in questo caso epilogo di una sinergia non compiuta tra software e hardware. Tuttavia, fare open innovation, non è talvolta sufficiente per sbaragliare la concorrenza e/o acquisire in tempi brevi l'innovazione non facilmente producibile internamente. Infatti, l'open innovation, e in generale il processo di acquisizione in start-up e piccole imprese non può essere fine a sé stesso, ma deve essere un processo opportunamente gestito e collegato ad altre operazioni aziendali (attenta valutazione del valore della start-up; utilizzo efficace dei brevetti; assenza di vincoli alle start-up

acquisite per lavorare sul loro prodotto). Di seguito, presentiamo alcune delle acquisizioni strategiche effettuate da Yahoo, allo scopo di integrare tecnologia prodotta all'esterno, così come i tre casi analizzati precedentemente (Google, Microsoft, Apple), e che tuttavia non hanno portato ai risultati sperati, essendo state, tali acquisizioni, avviate o/o gestite in modo non del tutto corretto.

**Tabella 4**

| <i><b>Acquisita<br/>(start-up o<br/>impresa)</b></i> | <i><b>Funzione dell'acquisita</b></i>                                 | <i><b>Obiettivo di<br/>investimento</b></i> | <i><b>Problemi relativi all'acquisizione e/o alla gestione</b></i>                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Broadcast.com<br/>- 1999</b>                      | Provider di contenuti<br>video e audio                                | Strategico                                  | Acquisizione della società alla cifra record (ed<br>eccessiva) di 5,7 miliardi di dollari; inoltre<br>l'integrazione non è avvenuta con successo                                                                                      |
| <b>Overture - 2003</b>                               | Società attiva nell'ambito<br>dei servizi di ricerca<br>sponsorizzati | Strategico                                  | Problemi relativi allo sfruttamento dell'acquisizione<br>di Overture in quanto Google, nell'ambito di un<br>accordo giudiziale, ha ottenuto l'utilizzo perpetuo di<br>un brevetto dello stesso                                        |
| <b>Delicious - 2005</b>                              | Archiviare e condividere i<br>bookmarks online                        | Strategico                                  | Yahoo ha lasciato sostanzialmente immutato il<br>servizio senza investire particolari risorse per<br>migliorarlo                                                                                                                      |
| <b>Flickr - 2005</b>                                 | Repository di foto online                                             | Strategico                                  | Non permise al team di Flickr di lavorare sul<br>prodotto, concentrandosi principalmente<br>sull'integrazione dei due team (Yahoo e Flickr) ed<br>impedendo quindi alla start-up acquisita di<br>sviluppare un social network interno |

**Fonte: Nostra elaborazione su dati il Sole 24 Ore (2017) e Wired (2016)**

In ognuno dei casi esposti nella tabella, Yahoo non è riuscita a rendere il più funzionale possibile le proprie acquisizioni: nel caso di Broadcast.com, di Overture e di Delicious si tratta di errate valutazioni, rispettivamente, nel reale valore dell'azienda, nella gestione dei brevetti e nell'attuazione di investimenti in R&D interna, in quanto, va bene l'open innovation, va bene innovare portando dentro innovazioni create fuori, ma non si può dimenticare di innovare anche all'interno e si è anche obbligati a rendere più funzionali possibile le proprie acquisizioni; il rischio (verificatosi) è quello di sprecare risorse e di fare perdere valore alla propria azienda. Per quanto riguarda invece l'acquisizione di Flickr, Yahoo ha preferito spendere tempo e risorse al processo di integrazione dei due team di lavoro, piuttosto che lasciare maggiore autonomia al team di Flickr per la realizzazione di un social network interno; ricordiamo che Flickr, prima di Instagram e Snapchat era, ai tempi dell'acquisizione effettuata da parte di Yahoo (2005), la maggiore repository di foto online. La conseguenza è stata la perdita di potenziale della (sebbene inizialmente promettente) start-up. Quindi, per concludere, il fenomeno del Corporate Venture Capital, con il quale si intende l'attività di investimento in società ad alto potenziale innovativo e di crescita, risulta strettamente legato a quello dell'open innovation, cioè, un modello di innovazione secondo il quale le imprese, per creare più valore e competere meglio

sul mercato, non possono basarsi soltanto su idee e risorse interne ma hanno il dovere di ricorrere anche a strumenti e competenze tecnologiche che arrivano dall'esterno, in particolar modo da start-up. Sono state analizzate le mosse di quattro società attive nel settore del "web search", media e del mobile, ossia Google, Apple, Microsoft e, brevemente, Yahoo; queste società hanno avviato, già da molti anni, una strategia volta all'acquisizione di start-up e piccole-medie imprese, al fine di acquisire in tempi brevi e con minor rischi, la conoscenza, il know-how e la tecnologia non facilmente acquisibile o producibile in tempi brevi, in modo tale da sbaragliare la concorrenza e poter competere più efficientemente sul mercato. Sulla base di questo, e con il supporto della matrice del professor Henry Chesbrough, nella quale sono presenti due dimensioni, gli obiettivi di investimento e il grado in cui la società e la start-up target sono collegate, abbiamo costruito tre database (più uno semplificato per Yahoo), uno per società, riportando i dati relativi ad una selezione di acquisizioni. In tutti e tre i casi, abbiamo notato una predominanza di investimenti a carattere strategico-abilitativo con il fine di creare sinergie con l'acquisita e di sfruttare ed integrare per l'appunto la sua tecnologia. Per quanto riguarda invece la creazione di valore, in tutti e tre i casi si evidenziano valori positivi: i conti trimestrali di Google Alphabet (Q1 2018), così come i profitti pubblicitari, sono stati trainati, rispettivamente, dalla rivalutazione delle quote e dall'acquisizione di alcune promettenti start-up; i profitti di Apple (Q2 2018) sono stati guidati dalla vendita dei suoi ultimi prodotti più innovativi, implementati grazie alla tecnologia acquisita dalle piccole start-up innovative; e infine Microsoft che ha sfruttato le acquisizioni in start-up per implementare il comparto mobile e il comparto cloud, che, a loro volta hanno trainato parte della crescita (Q1 2018) della società. Abbiamo quindi notato come la funzione di queste tre grandi società sia stata quella di finanziatori di innovazione, in letteratura "*funding innovator*", e di come l'open innovation, a stretto contatto con il fenomeno del corporate venture capital, abbia spinto queste società verso l'acquisizione di piccole start-up al fine di perseguire obiettivi strategici e/o finanziari; appare anche chiaro, tuttavia, che il perseguimento di un modello di innovazione aperta e, il relativo processo di acquisizione in start-up, affinché possa essere efficace (si veda il caso Yahoo ed alcune acquisizioni effettuate da Microsoft), deve essere opportunamente gestito e collegato ad altre operazioni aziendali. Infatti, elementi quali la presenza di vincoli nei confronti dei team di lavoro acquisiti, difficoltà nella creazione di sinergie, errori nella valutazione pre-integrazione delle start-up e/o nell'attuazione di investimenti in R&D interna (essenziale, come ci insegna la letteratura, per sostenere il valore creato tramite l'R&D esterna), possono erodere il valore delle potenziali acquisizioni. In conclusione, e nonostante alcuni casi di distruzione di valore, i risultati ottenuti confermano quanto detto in apertura a proposito di open innovation: "le imprese non possono basarsi soltanto su idee e risorse interne ma hanno il dovere di ricorrere (con le opportune cautele) anche a strumenti e competenze tecnologiche che arrivano dall'esterno".