

EDITORIALI E STORIE DI TRASFORMAZIONE DIGITALE 2010-2016

di Umberto Bertelè





di **UMBERTO BERTELÈ**

PRESIDENTE
ADVISORY BOARD
DIGITAL4EXECUTIVE

AUTORE DI "STRATEGIA"



@umbertobertele

L'idea di raccogliere in un piccolo e-book le mie riflessioni – pubblicate nell'arco di quasi 7 anni su Digital4Executive – sulla *digitalizzazione*, sui business model delle imprese che l'hanno cavalcata con maggior successo e sulla *disruption* da essa generata in molti comparti dell'economia – mi è nata con l'uscita della seconda edizione di "Strategia", che proprio su questi temi è focalizzata.

Sono riflessioni che nella maggior parte dei casi non superano le 4 mila battute: il limite massimo per un *editoriale* per non occupare più di una pagina nella versione cartacea. Ma ci sono anche *storie* un po' più lunghe, che raccontano ad esempio i fermenti in atto nell'automotive e nella mobilità, che guardano alle innovazioni nelle banche e nella finanza, che esaminano le motivazioni - reali ma spesso anche fiscali e/o finanziarie - delle fusioni e delle acquisizioni, che cercano di discutere la ragionevolezza dei valori che la Borsa attribuisce alle grandi imprese del mondo digitale (cinque di esse l'1 agosto 2016 occupavano i primi cinque posti al mondo per capitalizzazione) o che i fondi di venture capital e gli investitori privati attribuiscono a start-up digitali non ancora quotate inserendole fra gli *unicorni*.

Sono riflessioni datate? Sicuramente sì, perché la *digital transformation* ha tempi di evoluzione estremamente rapidi. Ma può essere forse di qualche interesse capire, rileggendo quanto scritto nel momento in cui i fatti si verificavano, quale fosse l'interpretazione all'epoca predominante dei fatti stessi (che io cercavo di mettere in luce nei miei articoli) e quali le aspettative.

Ci sono molte *sfasature* rilevanti o interpretazioni *errate* rispetto a quanto accaduto dopo? È un parere che lascio al lettore. La mia scelta – facilmente verificabile sugli archivi di Digital4 – è stata quella di tagliare solamente gli articoli di natura macroeconomica, numericamente prevalenti nei primi anni per la violenta crisi che aveva colpito il nostro Paese.

Voglio citare tre casi. Nel primo articolo dell'ebook - "Anniversari: dieci anni fa lo scoppio della bolla Internet" (luglio 2010) – sono sicuramente sottovalutate sia la capacità di riscossa di Dell (*"il passaggio dal desktop al portatile ha messo in crisi sostanziale il business model di Dell e la sua posizione dominante nei pc"*) e Microsoft (*"il disfacimento in atto dell'idea stessa di pc sta minando lo storico monopolio di Microsoft"*), sia la gravità della crisi di Nokia (*"l'impressionante evoluzione degli smartphone sembra stia confinando Nokia, nonostante la quota elevatissima tuttora detenuta, nella fascia meno remunerativa del mercato"*). Ma è viceversa delineata nella sua ampiezza l'idea di *disruption*, divenuta virale solo negli anni successivi (*"è in caduta libera il business model dei giornali, che perdono copie e pubblicità; è a rischio quello delle televisioni, che vedono parte della loro audience trasferirsi ai social"*).

network; sembrano svanire i sogni dei grandi operatori telecom di essere i protagonisti della rete; i giochi elettronici sono sempre più insidiati da quelli online; e si vendono persino meno orologi, perché l'ora può essere facilmente letta sui cellulari").

Nell'articolo "Quotazioni alle stelle per i social network: valore reale o nuova bolla?" (maggio 2011) tra le imprese più promettenti, sia per la rilevanza dei finanziamenti privati ricevuti sia per le aspettative sulla capitalizzazione in sede di IPO, appaiono – alle spalle di Facebook ma davanti a Twitter e soprattutto a LinkedIn - Zynga e Groupon, ora confinate nella fascia di valore fra 2,5 e 3 miliardi di dollari (mentre Facebook è a quota 370 e LinkedIn è stata acquisita da Microsoft per 26 miliardi). La tesi di fondo è però abbastanza in linea con quanto accaduto poi: *"Siamo di fronte a una nuova bolla dopo quella del 2000? È parere unanime che, a differenza degli ultimi anni '90, si abbia a che fare con imprese nel senso più completo del termine, dotate di una strategia definita e strutturate in corrispondenza. I grandi dubbi riguardano invece il valore a esse attribuito, che sembra fortemente influenzato dall'abbondanza di soldi "a caccia di investimenti". La mia sensazione è che saranno molto poche le imprese in grado di mantenere in prospettiva (o addirittura migliorare) l'attuale valutazione e che il mercato viceversa punirà duramente quelle che non si dimostreranno all'altezza delle aspettative".*

Infine un piccolo moto di orgoglio. Nell'articolo "Gli USA, la Volkswagen e le imprese hi-tech" (ottobre 2015) avanzavo timidamente un sospetto: *"E se l'attacco fosse una vendetta degli Stati Uniti per la quasi-crociata che l'UE, sotto la spinta soprattutto tedesca, sta portando avanti contro le imprese tech, Google in primo luogo, ma anche Apple, Amazon, Facebook e Uber?"* I fatti accaduti successivamente – Apple multata dall'UE per 13 miliardi di euro, Deutsche Bank multata dal Department of Justice statunitense (con riflessi molto più pesanti) per 14 miliardi di dollari, Facebook inibita dalla Germania a utilizzare i dati della sua sussidiaria WhatsApp – stanno portando i commentatori di tutta la grande stampa internazionale a inquadrare i singoli episodi nell'ambito del pesantissimo scontro politico-economico in atto.



La frase provocatoria “*La digital disruption distrugge anche la strategia?*”, riportata nella quarta di copertina, è sintomatica dell’impostazione che ho voluto dare - partendo da alcune constatazioni - alla seconda edizione del mio libro “*Strategia*”, edito da Egea.

La prima constatazione. Non c’è impresa o istituzione, in nessun settore, che in questa fase storica non si stia chiedendo (o che dovrebbe chiedersi) quali ricadute potranno avere per il suo futuro i processi di digitalizzazione in atto in tutta l’economia mondiale e quali azioni – difensive e/o offensive – intraprendere, per non essere (in gergo) *disrupted* o per essere essa stessa *disruptive*.

La seconda. Sono già molti i comparti ove la *digital disruption* ha distrutto le imprese esistenti o ne ha comunque fortemente ridimensionato la profittabilità e il valore.

La terza. Le imprese alla guida della rivoluzione digitale, con *business model* spesso radicalmente innovativi, sono *baciate* dal mercato finanziario. Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon e Facebook occupano i primi cinque posti per capitalizzazione di Borsa a livello mondiale. Alibaba, leader cinese nell’e-commerce, è la società che ha raccolto la cifra più alta della storia in sede di IPO: 25 miliardi di dollari. Mentre Uber è la società che è riuscita a raccogliere il capitale di rischio più elevato – 12,9 miliardi di dollari – fra le non (ancora) quotate.

È guardando a questo scenario, di cui è difficile vedere un termine in tempi ravvicinati, che ho deciso non solo di dare ampio spazio ai business model “figli” della digitalizzazione, ma anche di cercare le loro consonanze (o dissonanze) con i concetti più classici della strategia.

Umberto Bertelè è professore emerito di Strategia e presidente degli Osservatori Digital Innovation della School of Management al Politecnico di Milano, dove è stato tra i fondatori del corso di studi di Ingegneria Gestionale e ha presieduto il MIP.

INDICE

luglio 2010	
Anniversari: dieci anni fa lo scoppio della bolla Internet	7
maggio 2011	
Quotazioni alle stelle per i social network: valore reale o nuova bolla?	8
ottobre 2015	
M&A, meno finanza più strategia (in collaborazione con Franco Quillico)	9
marzo 2014	
Creare valore disgregando settori consolidati: il caso Whatsapp	14
aprile 2014	
Gianni Agnelli è stato un anticipatore di Google?	15
aprile 2014	
Le opportunità della disruptive innovation	17
maggio 2014	
Si moltiplicano le fusioni fra grandi imprese E i maggiori vantaggi sono spesso quelli fiscali	22
maggio 2014	
Uber e la rivolta dei tassisti, un'occasione di riflessione	24
settembre 2014	
I capi di Internet, prima ammirati, ora sono odiati come i banchieri	25
settembre 2014	
ICT, è la Borsa che detta le strategie di molte imprese	26
dicembre 2014	
Valutazioni miliardarie per le start up di Internet: vere stelle o meteore?	30
gennaio 2015	
L'auto cede il podio a Internet nell'economia globale	33
marzo 2015	
Finanza e politica nell'era dello smartphone	34
aprile 2015	
I nuovi business model nella finanza (in collaborazione con Umberto Zanini)	35

INDICE

maggio 2015	
I tre volti della disruption	41
giugno 2015	
Sharing Economy o Veterocapitalismo?	43
ottobre 2015	
Gli USA, la Volkswagen e le imprese hi-tech. E se l'attacco fosse una vendetta?	44
novembre 2015	
L'industria automobilistica, Internet e "l'effetto punteruolo rosso"	45
febbraio 2016	
Apple sulle montagne russe	50
aprile 2016	
Gli "unicorni": una realtà irripetibile, affascinante, con qualche crepa	51
giugno 2016	
Microsoft-Linkedin, identikit di un matrimonio inatteso	53

ANNIVERSARI: DIECI ANNI FA LO SCOPPIO DELLA BOLLA INTERNET

Nell'estate di dieci anni fa si andava progressivamente sgonfiando, dopo il picco del 10 marzo, la bolla Internet. Le conseguenze macro e micro di quanto accadde allora sono tuttora molto presenti, ma di segno diverso

Nell'estate di dieci anni fa si andava progressivamente sgonfiando, dopo il picco del 10 marzo, la *bolla Internet*. Le conseguenze macro e micro di quanto accadde allora sono tuttora molto presenti, ma di segno diverso. L'enorme immissione di liquidità per evitare una crisi "tipo 1929", che fece seguito allo scoppio della bolla e fu ulteriormente ampliata dopo l'11 settembre, ha reso possibile la successiva *bolla subprime* con la conseguente crisi tuttora in atto. Mentre la *pulizia* che lo scoppio generò, portando all'eliminazione di imprese che non avevano ragione di esistere, ha creato le condizioni per la situazione di forte dinamicità attuale. Una situazione che vede Internet estremamente *vitale* nel generare *business model* nuovi, ma anche potenzialmente *letale* per diverse delle imprese che avevano avuto un ruolo dominante - anche nel passato recente - non solo nell'ICT, ma anche in settori *adiacenti* (quali l'elettronica di consumo) o molto più *lontani* (quali i *media*, l'*entertainment* e la pubblicità).

I campioni di questa fase storica sono per universale riconoscimento due - Apple e Google - quasi irrilevanti al momento dello scoppio della bolla, anche se con storie molto diverse: *nobile decaduta* Apple, che nel 2000 stava a stento uscendo da una profonda crisi; *quasi neonata* Google, sorta due anni prima. Due campioni in rapporti estremamente amichevoli sino a poco tempo fa, quando c'era un nemico della forza di Microsoft da combattere; in rotta di collisione ora, dopo l'entrata di Google nel *mobile* con Android e quella di Apple nella pubblicità attraverso le *apps*.

Di converso, c'è chi vede il proprio *business model* al tramonto e deve combattere per trovare nuovi punti di forza. Il passaggio dal desktop al portatile ha ad esempio messo in crisi sostanziale il *business model* di Dell e la sua posizione dominante nei *pc*. Il disfacimento in atto dell'idea stessa di *pc* - con la moltiplicazione degli

smartphone, dei netbook, dei tablet, etc. e la possibilità di "prendere" il software dalla rete - sta minando lo storico monopolio di Microsoft. E l'impressionante evoluzione degli *smartphone* sembra stia confinando Nokia, nonostante la quota elevatissima tuttora detenuta, nella fascia meno remunerativa del mercato. È in caduta libera il *business model* dei giornali, che perdono copie e pubblicità. È a rischio quello delle televisioni, che vedono parte della loro audience trasferirsi ai *social network*. Sembrano svanire i sogni dei grandi operatori telecom di essere i protagonisti della rete. I giochi elettronici sono sempre più insidiati da quelli *online*. E si vendono persino meno orologi, perché l'ora può essere facilmente letta sui cellulari.

I campioni di questa fase storica sono per universale riconoscimento due - Apple e Google - quasi irrilevanti al momento dello scoppio della bolla: *nobile decaduta* Apple, che nel 2000 stava a stento uscendo da una profonda crisi; *quasi neonata* Google, sorta due anni prima.



QUOTAZIONI ALLE STELLE PER I SOCIAL NETWORK VALORE REALE O NUOVA BOLLA?

Siamo di fronte a una nuova bolla dopo quella del 2000? È parere unanime che per quanto riguarda i social network, a differenza degli ultimi anni '90, si abbia a che fare con imprese nel senso più completo del termine, dotate di una strategia definita e strutturate in corrispondenza

Siamo di fronte a una nuova bolla dopo quella del 2000? È parere unanime che per quanto riguarda i social network, a differenza degli ultimi anni '90, si abbia a che fare con imprese nel senso più completo del termine, dotate di una strategia definita e strutturate in corrispondenza.

Nata nel marzo 2010, Lashou.com - copycat cinese di Groupon (che aveva cercato lo scorso anno di acquisirne il controllo valutandola 500 milioni) - ha avuto una valutazione implicita, in occasione del suo ultimo *fundraising*, di 1,1 miliardi di dollari: a fronte di un fatturato annuo in forte crescita, ma che a dicembre superava appena i 150 milioni.

Groupon, un *social network* un po' anomalo, è di soli due anni più vecchia. La sua idea di business è di organizzare acquisti collettivi scontati reclutando via rete - fra i soci - i clienti di volta in volta interessati alle operazioni. Ha rifiutato lo scorso anno di vendersi a Google per 6 miliardi di dollari e sembra puntare - forte del recente *fundraising* di 950 milioni e dei 2.700 dipendenti nel mondo - a un IPO fra i 15 e i 20 miliardi.

Zynga, una *social gaming company* fondata nel 2007, è passata da una valutazione implicita di 5 miliardi nell'ottobre 2010 a una di 9 nel febbraio 2011.

Cifre che impallidiscono a fronte di quelle - ben note - di Facebook, nata nel 2004: 50 miliardi di valutazione implicita all'inizio dell'anno, in un finanziamento organizzato da Goldman Sachs; 70 miliardi negli scambi sul mercato *secondario* dei mesi successivi; oltre 100 miliardi, secondo il Wall Street Journal dei primi di maggio, il possibile valore per un IPO all'inizio del 2012, a fronte di un fatturato atteso di circa 4 miliardi e di un *ebidta* di quasi 2.

Accanto a Facebook almeno altri due *social network*, Twitter e LinkedIn, vedono lievitare il loro valore: 8-10 miliardi per Twitter (oggetto del desiderio di Google e Facebook), che a fine 2010 valeva meno della metà; "solo" 2 per LinkedIn, prossima alla Borsa. E nel frattempo hanno iniziato a quotarsi le brutte copie di Facebook. Il primo

IPO - al Nasdaq - è quello di Renren, *social network* cinese nato nel 2005, valutato ben 72 volte il suo fatturato 2010 di 76,5 milioni: nonostante una perdita nello stesso anno di 64,2 milioni e una trasparenza nella comunicazione assai dubbia.

Siamo di fronte a una nuova bolla dopo quella del 2000? È parere unanime che, a differenza degli ultimi anni '90, si abbia a che fare con imprese nel senso più completo del termine, dotate di una strategia definita e strutturate in corrispondenza. I grandi dubbi riguardano invece il valore a esse attribuito, che sembra fortemente influenzato dall'abbondanza di soldi "a caccia di investimenti", figlia della politica monetaria espansiva (soprattutto statunitense) e dalle aspettative di inflazione. La mia sensazione è che saranno molto poche le imprese in grado di mantenere in prospettiva (o addirittura migliorare) l'attuale valutazione e che il mercato viceversa punirà duramente quelle che non si dimostreranno all'altezza delle aspettative: sintomatico il caso di MySpace, nata un anno prima di Facebook e acquistata dopo due anni di vita da Murdoch per più di 500 milioni (una cifra all'epoca di grande effetto), messa ora in vendita a un quinto del prezzo di acquisto. Non è peraltro solo il mondo dei *social network* che genera *start up* a getto continuo. Ci sono gli *smartphone* e i *tablet*, con il loro corredo di *App*; c'è il *Cloud Computing*, con le rilevanti potenzialità del cosiddetto *Software as a service*. Se ne parla meno, semplicemente perché la destinazione finale è spesso l'acquisizione da parte di grandi gruppi invece che la Borsa: come accaduto ad Android, nata come *start up* indipendente e poi cresciuta prepotentemente in seno al compratore Google.

Fra chi manca all'appello, almeno per il momento, gli italiani. Ma le potenzialità ci sono e la speranza è che si sia in grado di creare le condizioni perché le cose possano cambiare presto.

M&A, MENO FINANZA PIÙ STRATEGIA



UMBERTO BERTELÈ

SCHOOL OF MANAGEMENT
POLITECNICO DI MILANO



FRANCO QUILLICO

SCHOOL OF MANAGEMENT
POLITECNICO DI MILANO

Rispetto al periodo ante-crisi, ci sono nel mondo meno operazioni di Mergers & Acquisitions, ma è aumentato il peso di quelle con finalità strategica e non meramente finanziaria. Sono molti i casi noti, assurdi alla ribalta della cronaca per le ingenti somme di denaro messe sul piatto dagli acquirenti, ma l'esito positivo non è affatto scontato

Le acquisizioni (*M&A - mergers & acquisitions*), come spiega un qualsiasi manuale di strategia di impresa, rappresentano uno dei due principali strumenti - accanto alla *crescita organica* (la crescita cioè realizzata attraverso investimenti interni) - di cui l'impresa dispone per il proprio sviluppo. La preferenza per uno strumento piuttosto che per l'altro dipende da diversi fattori: dalla velocità ad esempio con cui si vuole entrare in un nuovo mercato o espandere la propria quota in un mercato in cui si è già presenti (*antitrust* permettendo); dall'esigenza di acquisire competenze e *know-how* di difficile sviluppo interno o brevetti e *brand* indispensabili per il lancio di nuovi prodotti; dalla necessità di impedire a una impresa concorrente di aumentare la propria quota o di impadronirsi di un brevetto importante; nonché da un insieme di altre motivazioni, cui faremo in parte cenno nel seguito di questo articolo.

Ma le acquisizioni possono avere anche una motivazione meramente finanziaria. Allo stesso modo in cui uno speculatore edilizio acquista un palazzo se pensa di poterlo rivendere - dopo averlo adeguatamente ristrutturato e/o suddiviso in appartamenti più piccoli - a un prezzo

che gli garantisca un significativo margine di guadagno, chi acquista una impresa con motivazioni finanziarie si propone di realizzare una plusvalenza vendendo l'impresa ristrutturata a un prezzo più elevato e/o vendendo separatamente alcuni dei suoi *asset* di particolare valore e/o impadronendosi di parte delle sue disponibilità finanziarie. L'impresa può essere ceduta a un altro acquirente finanziario o a un acquirente cosiddetto *strategico* che (per le ragioni viste sopra) la voglia integrare al suo interno oppure può essere quotata - attraverso un IPO (*initial public offering*) - sul mercato borsistico.

La frequenza delle operazioni, la prevalenza degli acquirenti strategici o di quelli finanziari, la modalità di pagamento (in *cash* e/o in azioni dell'acquirente), nonché la distribuzione geografica e settoriale delle operazioni variano anche profondamente nel tempo, al variare delle esigenze delle imprese e delle risorse finanziarie reperibili per tali operazioni.

Ma, al di là di queste oscillazioni, il fenomeno *M&A* ha comunque una forte rilevanza. Nonostante un calo del 18 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, ad esempio, il valore complessivo delle acquisizio-

ni - 5.747 - nei primi sei mesi del 2012 è ammontato a 982 miliardi di dollari: a più della metà cioè, per avere un termine di paragone, del PIL italiano di un anno. Mentre l'anno *record* rimane il 2007, l'ultimo prima della grande crisi, quando il valore totale annuo complessivo raggiunse i 4,83 trilioni di dollari, con il 41 per cento originato operazioni *cross-border*.

UNA POSSIBILE TASSONOMIA DELLE ACQUISIZIONI

L'obiettivo di questo articolo è quello di analizzare nel dettaglio l'evoluzione delle motivazioni che stanno alla base delle acquisizioni, sino ad arrivare alle più recenti, attraverso una tassonomia - da noi proposta - che segmenti le acquisizioni stesse secondo *assi dimensionali* ortogonali fra loro, quali:

la *tipologia dell'acquirente*: un operatore finanziario specializzato (quale tipicamente ma non solo un fondo di *private equity*) piuttosto che un'impresa industriale o di servizi;

la *tipologia del "target"*, ossia (in gergo) dell'impresa oggetto dell'acquisizione, in termini di posizione nel ciclo di vita: una *start-up* piuttosto che un'impresa già consolidata;

l'*obiettivo del "deal"*, ossia (in gergo) dell'operazione di acquisizione: strategico, nelle sue diverse declinazioni, o finanziario;

la *caratterizzazione geografica del "deal"*, data dalla combinazione del Paese dell'acquirente e di quello del *target*.

I quattro assi verranno analizzati in dettaglio di seguito, fornendo una serie di esempi per ciascuna tipologia.

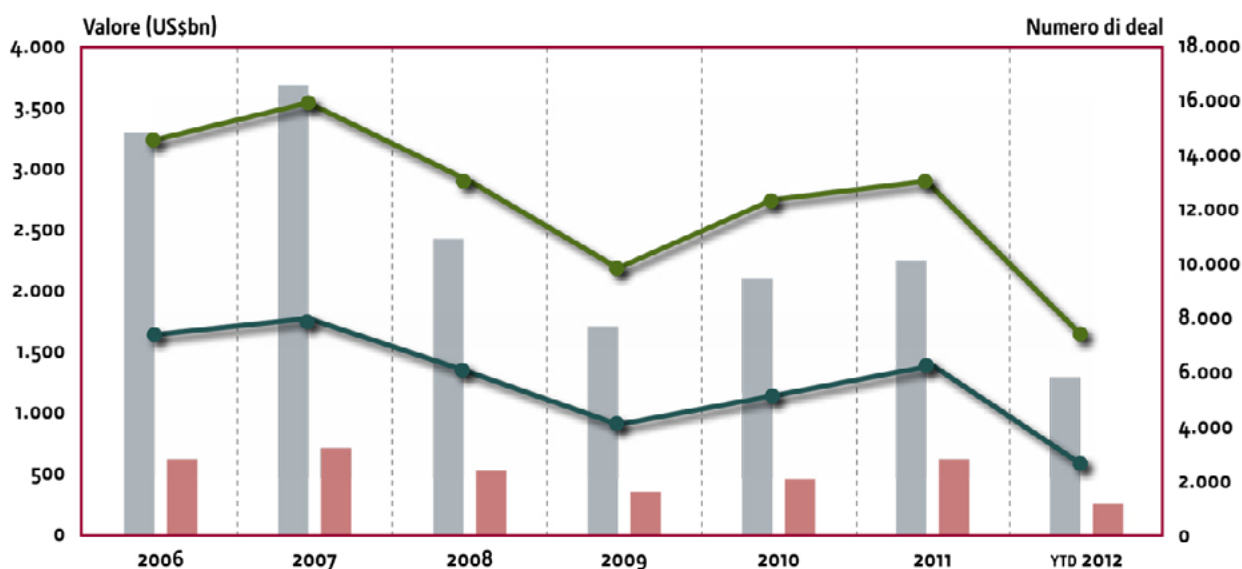
LA TIPOLOGIA DELL'ACQUIRENTE

A partire dagli anni ottanta, e fino al 2007, i fondi di *Private Equity* hanno giocato un ruolo crescente, e in alcuni anni addirittura dominante, nel mondo delle acquisizioni. Dal 2008 in poi, però, sia il numero di operazioni di PE sia il loro valore aggregato è calato drasticamente.

La logica degli acquirenti finanziari specializzati, quali appunto i fondi di PE, è per sua natura molto diversa da quella dei cosiddetti acquirenti *strategici* (delle imprese cioè industriali e di servizi). L'orizzonte temporale di permanenza è ben definito, tipicamente da tre a cinque anni, dopodiché il *target* viene rivenduto (in gergo si parla di *exit*) a un acquirente strategico o a un altro fondo oppure è quotato in Borsa. Non vi è la possibilità di ottenere sinergie. La leva finanziaria, mercato permettendo, è utilizzata in modo aggressivo. L'investimento è valutato esclusivamente in base al ritorno economico-finanziario complessivo - l'indicatore utilizzato è normalmente il *tasso di rendimento interno* - sino all'*exit*.

Il ruolo dei fondi di PE è stato spesso oggetto di accese polemiche, per la loro natura di speculatori puri, sino a ricevere il soprannome di *cavallette*. Il giudizio storico sarà però probabilmente meno drastico. Soprattutto nei primi anni della loro crescita essi hanno contribuito in modo spesso determinante a immettere *skill* manageriali in imprese medio-piccole sino a quel momento gestite

FIGURA 1 - LE OPERAZIONI DI M&A NEL TEMPO



Fonte: www.mergermarket.com

■ Total value

■ Mid-market value

● Total volume

● Mid-market volume

dall'imprenditore-fondatore (oneman band), rendendone possibile l'internazionalizzazione. Mentre comportamenti più perversi, quali lo spolpare finanziariamente (celebre il caso Seat-Pagine Gialle) imprese floride e portarle alla distruzione indebitandole sino all'inverosimile, sono proliferati negli ultimi anni antecedenti la grande crisi, a fronte dell'enorme espansione del numero e della consistenza dei fondi. Con la grande crisi, e con le conseguenti difficoltà nelle operazioni di exit, il comparto ha subito una significativa contrazione. Parallelamente sono entrati in gioco, come nuovi player, i fondi sovrani (sovereign wealth funds) di Paesi - quali la Norvegia e quelli del Medio Oriente - ricchi di risorse naturali: passando dal ruolo tradizionale di investitori passivi (limited partners) nei fondi di PE a quello di acquirenti in proprio (direct investment). Il fondo sovrano del Qatar (QIA) ha ad esempio acquistato negli ultimi mesi sia i resort della Costa Smeralda sia la casa di moda Valentino, in exit rispettivamente da Colony Capital e Permira.

La logica degli acquirenti strategici, come meglio si vedrà nel seguito, è invece solitamente di lungo periodo e una parte significativa del valore atteso deriva dalle sinergie, nei costi e/o nei ricavi. Ferma restando anche in questo caso la necessità di un'analisi del ritorno finanziario del *deal*: non basata però sul presupposto di un *exit* a medio-breve termine, ma sul prolungarsi - su un orizzonte temporale lungo - dei vantaggi derivanti dalle sinergie.

Un caso ibrido si ha quando l'impresa acquirente appartiene a un fondo di PE, che è anche il finanziatore del *deal*: l'impresa, e in particolare il suo *management*, è interessata alla creazione di valore derivante dalle sinergie; il fondo rimane interessato al tasso di rendimento interno complessivo, che può risentire positivamente di tale creazione di valore.

LA TIPOLOGIA DEL TARGET

L'impresa oggetto dell'acquisizione può essere, in diversi casi, molto giovane - ovvero una *start-up* - appetibile per il potenziale di crescita, per l'importanza dei brevetti e/o del *know-how* di cui dispone, per la rinomanza di cui già gode. In generale, l'acquisizione di *start-up* a elevato livello di innovazione ha acquisito un peso molto rilevante in tutti quei comparti che hanno imboccato - in misura più o meno ampia ed esclusiva - la strada della *open innovation*: ad esempio nell'ICT e nel comparto farmaceutico, ove molte delle idee innovative nascono nell'ambito di *start-up* che (quando non si quotano) spesso si vendono al miglior offerente.

Nell'ambito ICT sono ben note alcune acquisizioni recenti e meno recenti. Facebook ha ad esempio acquisito

Instagram, che si stava conquistando un'ampia popolarità sulla rete. Apple in precedenza aveva acquisito Siri, per utilizzare le sue competenze in termini di riconoscimento della voce nell'iPhone, e Google Android, per creare il sistema operativo per smartphone più diffuso. E ancor prima Google aveva acquisito YouTube, per potenziare la propria offerta di servizi o forse per sbarrare l'acquisto a qualche grande competitore. Il 2012 ha visto molte acquisizioni di giovani società operanti nei comparti più innovativi del software. IBM ha acquisito per 1,3 miliardi di dollari Kenexa, che produce "cloud-based software designed to help companies recruit and manage talent through online social networking, collaboration and consulting tools". Oracle ha acquisito Taleo e SAP SuccessFactors (rispettivamente per 1,9 e 3,4 miliardi di dollari), che ambedue offrono servizi di "cloud-based recruitment and talent management". La cinese Lenovo, secondo produttore al mondo di PC, ha a sua volta acquisito la statunitense Stoneware per espandere i servizi che permettono ai clienti di collegare direttamente i diversi device sulla rete.

L'impresa *target* può essere viceversa già matura, con un forte *brand* e con una presenza consolidata sul mercato. Il valore in questo caso è dato dalla marginalità, dal potenziale di riduzione dei costi consolidati (*cost synergies*) e dall'opportunità di crescita del fatturato (*revenue synergies*).

Tra i casi storici più famosi: l'acquisizione da parte di Procter & Gamble di Gillette, allo scopo di creare un gruppo - operante nei prodotti di largo consumo di marca - in grado di fronteggiare la crescita dimensionale della distribuzione (sono ben 24 i brand nel gruppo che fattureranno più di 1 miliardo di dollari all'anno); l'acquisizione da parte di Lenovo del business dei PC dell'IBM, per rafforzare la propria quota di mercato (è ora il numero due mondiale), per entrare nei mercati più sofisticati statunitensi ed europei, per rafforzare le proprie competenze e migliorare la qualità. Tra i casi in dirittura d'arrivo più recenti l'acquisizione di Xstrata da parte di Glencore, nel comparto delle materie prime minerarie, che mira a costituire un complesso da 80 miliardi di dollari di fatturato.

L'acquisizione può riguardare uno specifico *ramo d'impresa*, che viene *scorporato* e venduto come unità a se stante. In taluni casi lo scorporo è meramente virtuale, perché il ramo di impresa è già giuridicamente configurato come entità giuridica autonoma (ancorché sotto il completo controllo della *holding* venditrice).

La recente acquisizione da parte del Gruppo Campari - per 415 milioni di dollari - dello "spirits business" della Lascelles DeMercado (conglomerata quotata alla borsa giamaicana) entra in questa categoria. Per il Gruppo

Campari, che ha fatto circa 20 acquisizioni a partire dal 1995, si tratta del terzo più importante deal dopo quelli di Wild Turkey nel 2009 e di Skyy nel 2002 (575 e 440 milioni di dollari rispettivamente).

Alla diversa posizione nel ciclo di vita corrisponde molto spesso - anche se non sempre - il diverso assetto societario. Solitamente le *start-up* sono imprese non quotate - in gergo *private* (come contrapposto a *public company*) - con un novero di azionisti limitato: spesso composto dai fondatori e dai fondi di *venture capital* che hanno finanziato la fase di ovvio, con *stock option* per chi gioca ruoli importanti all'interno dell'impresa. Mentre le imprese *target* mature sono spesso, anche se non sempre, quotate in borsa (*public*)

In taluni casi (come in quello di Gillette acquisita da Procter & Gamble) la platea degli azionisti è molto ampia; in altri vi è un azionista di controllo; in altri ancora vi sono azionisti (come il fondo sovrano QIA del Qatar in Xstrata) comunque in grado di condizionare con il peso della propria quota il successo del deal (nella fattispecie quello con Glencore). In generale l'acquisizione di un'impresa quotata si presenta più complessa, sia per la (predetta) molteplicità degli azionisti, sia perché devono essere rispettate le regole dell'OPA (Operazione Pubblica di Acquisto), fissate dal legislatore e dalle authority competenti (in Italia dalla CONSOB). Un'acquisizione di impresa matura non quotata è stata quella - nel novembre 2011 - di Brioni (quasi 250 milioni di dollari di fatturato) da parte di PPR (luxury group francese proprietario anche di Gucci e Bottega Veneta), per una cifra prossima secondo gli analisti a 450 milioni di dollari.

L'OBIETTIVO DEL DEAL

Il *deal* ha un obiettivo meramente finanziario quando l'acquirente è un fondo specializzato (a meno che non si tratti di M&A fra società di gestione dei fondi), mentre ha in generale un obiettivo strategico quando l'acquirente è una impresa industriale e/o di servizi. L'obiettivo *strategico* dell'acquirente può essere di natura diversa. In particolare, si possono individuare quattro grandi tipologie:

la **diversificazione in grande** del portafoglio, tramite l'entrata in settori strutturalmente diversi, più o meno sinergici rispetto al/ai *core business* dell'acquirente;

la **diversificazione in piccolo** (in gergo *proximity*) del portafoglio, tramite l'acquisizione di *business* prossimi e fortemente complementari a quelli dell'acquirente;

l'**integrazione a monte o a valle**, tramite l'acquisizione di fornitori (*backward integration*) o di clienti (*forward integration*);

il **consolidamento** della posizione competitiva, tramite l'acquisto di concorrenti.

La diversificazione in grande è tipica delle imprese conglomerali come General Electric, ma può essere adottata anche da imprese che vedono il loro core business in pericolo: celebre il caso di Philip Morris che, all'intensificarsi della guerra contro il tabacco, utilizzò i consistenti utili provenienti dallo stesso per acquisire leader mondiali dell'alimentare come General Foods e Kraft. Facebook che compra Instagram, Oracle che compra PeopleSoft, Google che compra YouTube, sono casi di diversificazione in piccolo: volti, attraverso l'incorporazione nella propria offerta dei servizi acquisiti, a fidelizzare maggiormente i propri clienti e ad attrarne possibilmente di nuovi. Un esempio di integrazione a valle è l'acquisizione effettuata nel 2009, da parte di Luxottica, del 57% di Multiópticas Internacional (470 negozi in quattro Paesi del Sud America), allo scopo di rafforzare il suo potere di mercato - attraverso la maggiore vicinanza al cliente finale - in un'area in forte sviluppo. Lo stesso obiettivo strategico aveva portato in precedenza all'acquisizione di catene distributive negli Stati Uniti e in Cina. L'acquisto di imprese concorrenti, infine, può mirare a un aumento (antitrust permettendo) della quota di mercato domestico o può essere finalizzato, in un contesto di competizione più globale, all'entrata in nuovi Paesi: ad esempio la AB InBev (nata nel 2004 dalla fusione della belga Interbrew con la brasiliana AmBev), attualmente leader mondiale nel settore della birra con una quota del 25 per cento circa, ha acquisito nel 2008 la statunitense Anheuser Busch per 52 miliardi di dollari e ha completato nel 2012 l'acquisizione della messicana Modelo (famosa per il marchio Corona), pagando 19 miliardi per il restante 50 per cento.

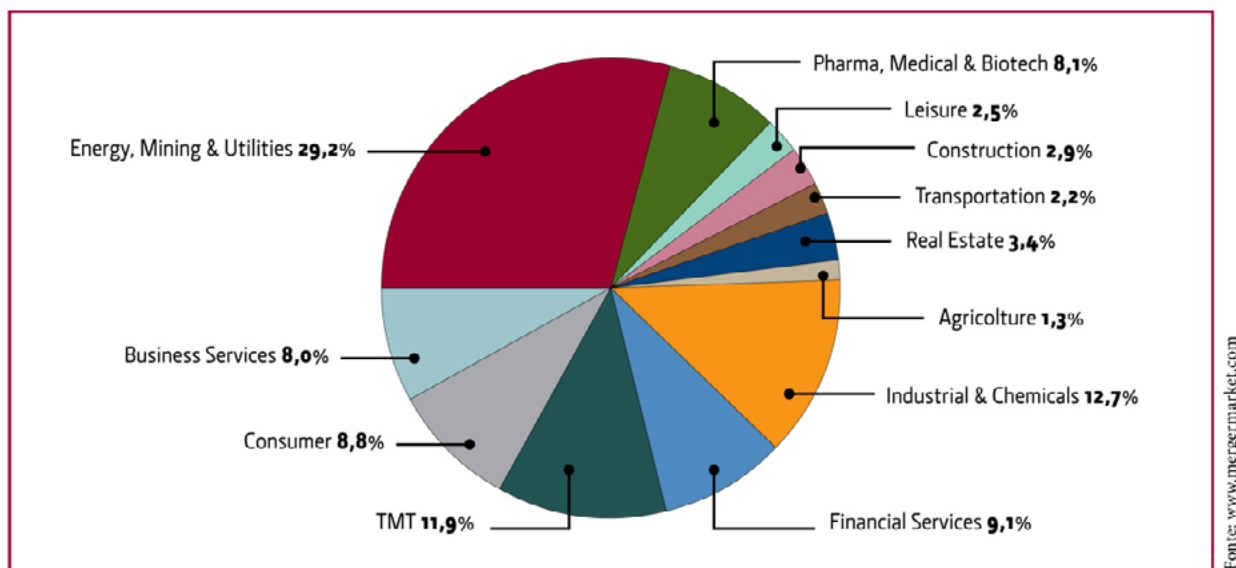
Un discorso a parte meriterebbero le *joint venture* (JVs), in cui due *partner* decidono di mettere insieme le proprie risorse per creare un nuovo business: attraverso meri accordi contrattuali o creando una *legal entity* separata. La difficoltà della convivenza rende però piuttosto elevato il tasso di mortalità delle JVs.

È il caso della (relativamente) recente JV tra Swatch e Tiffany, nata con l'obiettivo di commercializzare - tramite Tiffany - una serie ad hoc di orologi prodotti da Swatch e seguita, dopo la sua morte, da una vera e propria litigation con cause legali incrociate.

LA CARATTERIZZAZIONE GEOGRAFICA DELL'OPERAZIONE

Sebbene ancor oggi un numero considerevole di acquisizioni si svolga all'interno del mondo *tradizionalmente* più avanzato (Stati Uniti, Europa e Giappone), negli ultimi anni si è sviluppato un *trend* crescente di operazioni che hanno come baricentro i Paesi di crescita recente - quali i BRIC (nel cui ambito la Cina è diventata la seconda

FIGURA 2 - LE OPERAZIONI DI M&A NEL 1 SEMESTRE 2012 - RIPARTIZIONE PER SETTORE



economia del mondo alle spalle degli Stati Uniti e il Brasile la settima superando l'Italia) - o in via di sviluppo, e in particolare il continente asiatico. Questi deal possono essere ovviamente suddivisi, a loro volta, in tre sottocategorie distinte:

l'acquirente è un'impresa del primo gruppo e il "target" del secondo: le motivazioni principali sono usualmente la dimensione e/o il tasso di crescita del mercato ove opera il target;

l'acquirente viceversa appartiene a un Paese di crescita recente o emergente e il "target" a uno sviluppato: le motivazioni più ricorrenti sono l'accesso a tecnologie avanzate e l'aggiunta di brand prestigiosi al proprio portafoglio;

sia l'acquirente sia il "target" fanno capo a un Paese del secondo gruppo: le operazioni sono molto spesso cross-border, ma quasi sempre all'interno di una specifica macro-area geografica (Asia, Est Europa, Sud America...).

Nel corso del 2011, ad esempio, la Nestlé ha investito in due aziende cinesi del settore alimentare - Yinlu e Hsu

Fu Chi - acquisendone in entrambi i casi una quota del 60 per cento, rispettivamente per quasi un miliardo di dollari e per oltre due. Yinlu, che può vantare una vasta gamma di prodotti di successo (tra cui latte di pistacchio e riso precotto in scatola), era da tempo legata a Nestlé per la coproduzione del Nescafé destinato al mercato cinese. Mentre Hsu Fu Chi è una impresa leader del settore dolciario, specializzata nella produzione di caramelle. La cinese Sany - multinazionale del settore dei macchinari per costruzione (gru, escavatori...) con un fatturato 2011 di oltre 12 miliardi di dollari - ha investito a sua volta \$525 milioni per il controllo della tedesca Putzmeister: un'impresa leader nella produzione di concrete pumps colpita dalla crisi mondiale dopo aver superato nel 2007 il miliardo di euro di fatturato. La cinese Bright Food (interamente posseduta dallo stato) - seconda impresa del comparto alimentare in Cina con oltre 7 miliardi di dollari di fatturato nel 2011 - ha acquisito a sua volta dal fondo di private equity Lion Capital, per 720 milioni di sterline, il 60 per cento dell'inglese Weetabix, player famosissimo nel mercato dei cereali, che porta in dote una rete di vendita che copre oltre 80 Paesi.

CREARE VALORE DISGREGANDO SETTORI CONSOLIDATI: IL CASO WHATSAPP

La società, recentemente acquisita da Facebook per 19 miliardi di dollari, è riuscita in 4 anni a superare la soglia dei 450 milioni di utilizzatori e dei 50 miliardi di messaggi processati al giorno, la più elevata velocità di crescita nella storia dell'economia mondiale, disgregando un mercato ricco come quello degli sms. Un esempio di big-bang disruption

“Whatsapp è riuscita a distruggere il mercato degli sms in soli 4 anni: un’operazione che avrebbe richiesto in altri tempi tra i 20 e i 30 anni”, ha sostenuto uno dei principali operatori mondiali di *venture capital*, in occasione della recente acquisizione di Whatsapp da parte di Facebook per 19 miliardi di dollari. diciannove miliardi per una *start-up* nata nel 2009, che è riuscita in 4 anni - investendo pochi soldi (60 milioni di dollari) e con pochissime persone (55 in tutto), ma rinunciando quasi integralmente (dato il suo *business model*) ai ricavi - a superare la soglia dei 450 milioni di utilizzatori e dei 50 miliardi di messaggi processati al giorno: la più elevata velocità di crescita nella storia dell'economia mondiale. Al di là dell'entità della cifra pagata, è proprio la velocità con cui Whatsapp e le start-up sue concorrenti stanno disgregando un mercato ricco come quello degli sms, con pesantissimi danni per gli operatori telecom che lo controllano, che a mio avviso merita riflessione. Anche perché si tratta di un mercato di nascita relativamente recente, sviluppatosi (fino all'avvento degli *smartphone*) con il diffondersi dei cellulari, e anche perché i soccombenti sono in larga maggioranza grandi imprese.

Così come merita riflessione il fatto che i nuovi entranti - Whatsapp e le altre start-up - sottraggano alle imprese *incumbent* quote crescenti di mercato, ma non subentrino a esse (se non in minima parte) nei ricavi e nei profitti, perché offrono i servizi alternativi (quasi) gratuitamente. Una strategia che potrebbe apparire suicida, giustificata però dalla possibilità di quotarsi o di vendersi al miglior offerente, portando in dote la possibilità di fare profitti con la *profilatura* degli utilizzatori e/o contribuendo con la propria immagine a ravvivare quella dell'acquirente (come nel caso di Whatsapp e precedentemente in quello di skype pagata 8,5 miliardi di dollari da Microsoft).

Quali sono stati gli ingredienti alla base del fenomeno Whatsapp? Se ne possono evidenziare almeno cinque:

- la possibilità nata con gli *smartphone* - il lancio dell'iPhone precede di due anni quello di Whatsapp - di un acces-

so in mobilità a internet e quindi di un convogliamento alternativo dei messaggi attraverso internet stessa. Un convogliamento, viceversa sbarrato ai cellulari, già sfruttato in precedenza per le chiamate telefoniche da skype ma a partire dai PC;

- la possibilità passando attraverso internet di aggirare la politica di discriminazione dei prezzi in funzione degli utilizzi applicata dagli operatori telecom, offrendo un'alternativa a costo nullo (o quasi) con funzionalità più ampie: quale ad esempio l'inclusione nei messaggi stessi di foto;
- la disponibilità crescente di banda larga (*broadband*), per i suoi riflessi sulla qualità dei servizi fatti transitare attraverso internet;
- la disponibilità di una infrastruttura sempre più consistente di *cloud computing*, che permette di memorizzare dati ed eseguire elaborazioni anche molto complesse in remoto: attribuendo di fatto alle *app* (quale la stessa Whatsapp è) il ruolo di comando, senza gravarle della pesantezza dei processi che esse stesse attivano e controllano;
- il costo estremamente contenuto per la creazione e la diffusione di una app di così grande successo.

La crescita di Whatsapp attraverso la disgregazione di un settore ricco come quello degli sms è un caso esemplare di *big-bang disruption*, cioè il fenomeno, dilagante nell'economia, di sparizione di interi settori o comunque di stravolgimento delle loro logiche competitive per l'entrata in gioco di business model completamente (quale quello di Whatsapp) o parzialmente alternativi, resi possibili dalla più recente ondata di innovazioni tecnologiche e di investimenti infrastrutturali nell'ICT.

Big-bang disruption è anche il titolo del recentissimo libro (di cui presto uscirà la versione italiana) di Larry Downes e Paul F. Nunes, i due studiosi che hanno evidenziato e razionalizzato il fenomeno.

GIANNI AGNELLI È STATO UN ANTICIPATORE DI GOOGLE?

«Le azioni non si contano ma si pesano», era solito ripetere Gianni Agnelli quand'era al vertice del potere. Larry Page e Sergey Brin l'hanno preso in parola e - per mantenere il controllo di Google con poco capitale - hanno introdotto ben tre tipi di azioni con diritti di voto diversi. Il paradosso: la borsa italiana è diventata sempre più virtuosa nelle regole, adottando quelle statunitensi di un tempo; mentre le borse statunitensi, forse perché in competizione fra loro, si sono un po' "italianizzate"

Molti ricorderanno la celebre frase *"le azioni non si contano ma si pesano"*, che Gianni Agnelli era solito ripetere nei lunghi anni che lo videro ai vertici del potere "reale" nel nostro Paese: una frase che trovò la sua più significativa concretizzazione nel 1997 quando la famiglia, con il solo 0,6 per cento delle azioni (possedute attraverso Ifil), assunse - anche se per un periodo breve - **il controllo *de facto* di Telecom Italia**, come capofila di un gruppo di investitori che in sede di privatizzazione della società ne aveva acquistato complessivamente meno del 7 per cento. Ricorderanno sicuramente che **per mantenere il controllo di Fiat anche in presenza di aumenti di capitale rilevanti la famiglia, come era d'uso all'epoca, aveva dovuto costruire una piramide societaria lunga**: una piramide che (forse solo) Marco Tronchetti Provera superò più tardi in *lunghezza*, quando volle impadronirsi a sua volta - con capitali molto limitati - di Telecom Italia.

Tutti fatti di un passato che sembra ormai lontano, **tipici di un capitalismo che ignorava il significato stesso della parola *governance*** e che non si preoccupava di apparire nelle sue scelte *politically incorrect*: superati dalle regole che l'Italia - anche se in ritardo e con molte esitazioni - ha progressivamente adottato, con l'idea di adeguarsi ai paesi più avanzati.

La sorpresa? Che le stesse cose, senza destare scandalo alcuno, le sta facendo nella sostanza (anche se con una *forma* diversa) l'impresa che da anni è - insieme con Apple - ai vertici delle classifiche mondiali per innovatività: Google. E non è la sola, perché ha trovato

importanti imitatori. Il problema dei due co-fondatori di Google Larry Page e Sergey Brin è stato, sin dalla quotazione nel 2004, lo stesso di Gianni Agnelli: come mantenere il controllo della società senza penalizzare la raccolta di capitali di rischio. **Un problema che ci avevano spiegato essere quasi solo italiano**, perché negli Stati Uniti il modello largamente prevalente era da sempre quello delle *public company* ad azionariato diffuso (in larga parte nelle mani dei fondi), dove semmai il CEO - sfruttando l'assenza di azionisti di riferimento e lo scarso attivismo (sino agli anni più recenti) dei fondi - riusciva a esercitare una leadership *de facto* molto forte.

La soluzione nel 2004 fu quella di **introdurre azioni di classe B - non trattate in borsa e con un potere di voto di 10 volte superiore - a fianco di quelle di classe A: con il risultato che attualmente Page e Brin controllano, con il 15 per cento di quota azionaria, il 55,7 per cento dei diritti di voto** (cui va aggiunto il 5,5 nelle mani del presidente ed ex-CEO Eric Schmidt). Un modello adottato in passato da società svizzere e tedesche, ma come detto anomalo per la borsa americana. Un modello che, secondo un noto docente californiano di legge intervistato da Financial Times, ha introdotto nella Silicon Valley una *"new era of insider capitalism"* e che ha fatto scuola, essendo stato poi **copiato dai fondatori di Facebook, LinkedIn e Yelp. Il fatto nuovo è che Page e Brin** - sempre preoccupati per il rischio di perdere il controllo nel caso in cui Google avesse bisogno di richiedere nuovi capitali alla borsa per sostenere lo scontro in atto ai massimi livelli nel mondo Internet

- hanno avuto l'idea creativa di affiancare alla classe A, azioni a potere di voto basso, e alla classe B, azioni a potere di voto alto ma non trattate in borsa, una nuova classe C di azioni a potere di voto *nullo*: simili a quelle che la riforma del nostro diritto societario ha introdotto nel 2003-2004 (con scarsissimo successo) in sostituzione delle "vecchie" azioni di risparmio, ma anomale - e inizialmente oggetto di contestazione - nella tradizione statunitense.

Il risultato: Page e Brin, senza complicate piramidi societarie, controllano Google allo stesso modo in cui Gianni Agnelli controllava la Fiat. E, sino a che ovviamente la fiducia nella società rimarrà viva, potranno raccogliere dalla borsa capitali a volontà emettendo azioni di classe C, senza variare minimamente il loro potere in termini di voti: analogamente a quanto faceva Gianni Agnelli, costretto però ad *allungare* la piramide

societaria quando il peso (diretto o indiretto) nelle singole società componenti rischiava di scendere sotto il 50 per cento.

Note. (1) Sulle piramidi societarie italiane - ovvero sulla cosiddetta struttura a scatole cinesi - si veda Brioschi F., Buzzacchi L. e Colombo M.G. "Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana", 1990, Nuova Italia Scientifica (ora Carocci). (2) Sulle operazioni finanziarie effettuate da Google si possono vedere i due articoli di Richard Waters sul Financial Times, del 2 e del 3.4.2014, rispettivamente: "Google founders look to cement control with novel share split" e "Google: The price of a vote". (3) Si consiglia anche la lettura dell'articolo di Morya Longo su Il Sole 24 Ore del 14.1.2014 "Consob apre alle modifiche della Vietti", in cui si dà notizia di uno studio da parte di Consob dei pro e dei contro all'introduzione anche in Italia delle azioni a voto multiplo, allo scopo di incentivare le imprese a quotarsi.

LE OPPORTUNITÀ DELLA DISRUPTIVE INNOVATION

Interi settori dell'economia spazzati via in pochi anni, o completamente stravolti. È l'effetto dirompente dell'innovazione digitale, un big-bang che sta mietendo illustri vittime ma che è anche in grado di creare nuovi mercati altrettanto rapidamente, a volte anche con costi molto contenuti. L'analisi di Umberto Bertelè passa in rassegna i casi più significativi

L'enorme diffusione su scala mondiale di *smartphone* e *tablet*, la loro possibilità di offrire attraverso il meccanismo delle *app* - in connessione con gli altri attori degli ecosistemi costruiti attorno a essi - una varietà elevatissima di funzionalità negli ambiti più diversi, il basso investimento necessario per la creazione delle app stesse, le dimensioni raggiunte dall'infrastruttura cloud e la disponibilità crescente della banda larga, insieme con l'attitudine delle persone a rimanere sempre connesse: sono gli ingredienti che Larry Downes e Paul F. Nunes indicano come principali responsabili del fenomeno di *Big-bang disruption*, titolo di un recente libro dei due studiosi.

Un fenomeno dilagante nell'economia, che - mettendo in pista *business model* alternativi - può portare alla sparizione di interi settori o comunque stravolgerne le logiche competitive. un fenomeno così a macchia d'olio e ramificato da far sostenere agli autori che "*Today every business is a digital business*", ovvero che ogni attività economica può essere oggetto di riconcezione alla luce delle potenzialità offerte dall'ultima ondata di tecnologie digitali e dalle trasformazioni negli stili di vita da esse indotte.

Un fenomeno favorito, come Downes e Nunes hanno ben evidenziato, non solo dal costo spesso molto ridotto ma anche dalla *facilità* e *velocità* con cui possono essere create le app: per la disponibilità in rete di una molteplicità di spezzoni di software utilizzabili gratuitamente e per la possibilità di procedere con gradualità nella loro messa a punto, testandone direttamente la validità in rete e modificandole (data la facilità di farlo) se necessario.

DISRUPTION: UN TERMINE NON NUOVO MA CON UN SIGNIFICATO NUOVO

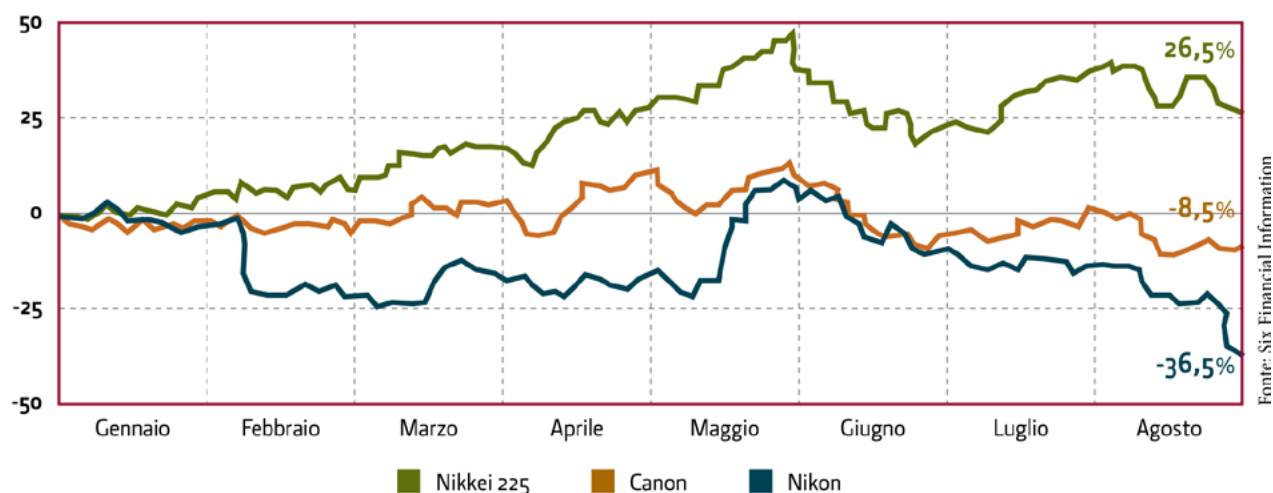
L'uso del termine *disruption*, molto onomatopeico e in grado di tramettere l'idea di un'onda montante in grado di sbriciolare tutto quanto si trovi lungo il suo cammino, non è nuovo.

Lo avevano utilizzato in particolare Bower e Christensen, nel loro famoso articolo "*Disruptive Technologies: Catching the Wave*" pubblicato su HBR quasi vent'anni fa, per illustrare un fenomeno diverso: quanto potesse essere devastante per le imprese incumbent di un settore non accorgersi dei rischi di lasciar crescere a livelli di scala elevati - nella fascia bassa del mercato - imprese portatrici di nuove tecnologie caratterizzate da costi bassi ma da prestazioni altrettanto basse, per poi soccombere a esse al migliorare delle prestazioni stesse.

Mentre la disruption di cui parlano Downes e Nunes è spesso molto più radicale: non sono tanto le imprese leader in un'area di business a sparire (o quasi) in quanto scalzate e sostituite da altre, ma sono le aree di business stesse a perdere la loro ragion d'essere perché le funzionalità che le caratterizzavano vengono soddisfatte in modo diverso e a costi spesso nulli (o quasi).

La qualificazione big-bang d'altra parte rende molto bene l'idea della velocità con cui, una volta messo in moto, il processo di disruption si realizza: una velocità che evoca quella che i matematici modellizzano con la *teoria delle catastrofi*.

FIGURA 1 - IL CROLLO DELLE MACCHINE FOTOGRAFICHE DIGITALI COMPATTE



Andamento del titolo dei due leader giapponesi del settore nella prima metà del 2013, in confronto con l'indice della Borsa di Tokio. Nel trimestre aprile giugno, le vendite di Canon sono calate del 26% rispetto all'anno precedente, quelle di Nikon del 30%

L'OROLOGIO NON SERVE PIÙ PER LEGGERE L'ORA

Alcuni casi di *disruption* in atto hanno avuto inizio prima dell'ultima ondata di innovazioni ICT, ma si sono rafforzati con l'avvento degli smartphone e dei tablet. La possibilità ad esempio di usare ora skype anche in mobilità e la prospettiva che Whatsapp diventi concorrente di skype promettono un futuro sempre più fosco per i ricchi ricavi da *conversazioni telefoniche* degli operatori telecom. Anche la crisi dell'uso dell'orologio per leggere l'ora - un'abitudine di antica data - ha avuto origine al tempo dei cellulari. I cellulari allora, e gli smartphone oggi, offrono naturalmente questa funzionalità, con la conseguenza che l'orologio non è morto, ma soddisfa prevalentemente bisogni diversi: può essere un gioiello (anche per gli uomini) o un accessorio di moda, può misurare prestazioni sportive o parametri di interesse medico, può in prospettiva giocare un ruolo rilevante nell'ambito delle cosiddette *wearable technology*.

SI ACQUISTANO SEMPRE MENO MACCHINE FOTOGRAFICHE DIGITALI COMPATTE

La fotografia digitale ha ucciso in pochissimi anni Kodak, l'unica impresa (insieme con General Electric) rimasta in vetta alla classifica per capitalizzazione per quasi tutto il secolo scorso, e l'ha uccisa senza che nessuno riuscisse a subentrare nei relevantissimi profitti che essa traeva dalle pellicole fotografiche. A pochi anni di distanza sono ora le macchine fotografiche compatte - un mercato controllato per quasi la metà da Canon e Nikon a livello mondiale - a essere sotto attacco (quasi un terzo di vendite in meno in un anno): non perché qualcuno voglia prendere il posto di Canon e Nikon, ma

perché gli smartphone offrono la stessa funzionalità a un costo percepito come nullo e a un livello qualitativo che continua a crescere come conseguenza della guerra fra i produttori degli smartphone stessi.

GLI SMARTPHONE ROTTAMANO I NAVIGATORI PORTATILI

Con una semplice app gli smartphone, naturalmente dotati del dispositivo Gps, si possono trasformare in navigatori portatili. Con un effetto *disruptive* per imprese come TomTom e Garmin che ne sono leader di mercato, ma senza subentrare nei loro ricavi e profitti: dal momento che le app sono scaricabili gratuitamente o a prezzo molto esiguo. È da notare che, come per le macchine fotografiche digitali compatte, ad essere colpiti dalla *big-bang disruption* siano anche in questo caso prodotti giovani: la nascita dei navigatori portatili risale infatti ai primi anni di questo secolo.

GLI SMARTPHONE E I TABLET RUBANO SPAZIO ALLE CONSOLE PER VIDEOGAME

Più vecchie dei navigatori portatili, le console per videogame sembravano sino a pochi anni fa destinate a un futuro in crescita. Ma la comparsa sul mercato degli smartphone e dei tablet ha avuto un effetto *disruptive* sulle console portatili e rappresenta un freno significativo al raggiungimento dei livelli di vendite del passato anche per i nuovi modelli di Wii, Playstation e Xbox. *"Casual gamers are abandoning specialised hardware in favour of playing on phones and tablet computers, on which titles can be downloaded at a fraction of the cost"*, scriveva recentemente il Financial Times dando no-

tizia dei cattivi risultati rispetto alle attese di Nintendo. E una conferma viene dal fatto che il 70-80 per cento dei ricavi dalla vendita di app, circa 26 miliardi di dollari nel 2013, proviene proprio dai giochi.

SONO SEMPRE PIÙ IN CRISI I GIORNALI E CI SONO SEMPRE MENO EDICOLE

La crisi dei giornali è iniziata al *tempo dei PC*, ma si è acuita drammaticamente con la diffusione degli smartphone e dei tablet, che permettono anche in mobilità l'accesso in tempo reale all'informazione. Sono in forte calo nei paesi sviluppati le vendite della tradizionale carta stampata, compensate solo in parte dalla crescita delle copie *virtuali*. Cresce l'accesso ai siti, ma con una forte resistenza a pagare un servizio nato come gratuito. È in drastico calo la raccolta pubblicitaria. È una crisi che riguarda la natura stessa del prodotto giornale, che rischia di essere vissuto come obsoleto nel momento in cui va nelle edicole con le notizie - già diffuse in rete - del giorno prima. Non è un caso che tra i pochi giornali e settimanali che non hanno sofferto questa crisi, ma che l'hanno anzi cavalcata usando la rete per raggiungere (favoriti anche dalla lingua) nuovi lettori in tutto il mondo e riuscendo a farsi pagare gli accessi *online*, ci siano il Financial Times, the Wall Street Journal e The Economist: tutti riguardanti il mondo economico-finanziario, tutti ricchi di informazioni specialistiche e di commenti approfonditi. Mentre impressiona che sia in perdita da anni un giornale della notorietà del New York Times e come un altro famoso - lo Washington Post - sia stato acquisito a titolo personale, dopo anni di perdite, dal capo carismatico di Amazon Jeff Bezos.

La crisi dei giornali tradizionali apre ovviamente lo spazio alla nascita di start-up: a giornali con redazioni estremamente leggere, che operino contemporaneamente per la carta e per la rete, o a giornali o blog solo online quali l'Huffington Post (uno dei siti più visitati al mondo). La crisi della carta stampata ha ovviamente colpito il terminale ultimo della catena distributiva, le edicole: a Milano, negli ultimi anni, circa un terzo di esse ha interrotto l'attività.

SONO SEMPRE PIÙ IN DIFFICOLTÀ LE LIBRERIE

È con il lancio vent'anni fa dell'attività di *e-commerce* di Amazon che la tradizionale distribuzione dei libri attraverso le librerie e le loro catene ha iniziato a entrare in crisi: una crisi acuitasi con il lancio nel 2007 (lo stesso dell'iPhone) dell'*e-reader* Kindle di Amazon e con la diffusione degli e-book - resi fruibili su tutti i supporti

(PC, smartphone, tablet e e-reader) - che nel 2011 negli Stati Uniti hanno superato addirittura in copie le vendite in formato cartaceo.

È fallita nel 2011 Borders, la seconda grande catena di librerie statunitense. È in difficoltà la prima, Barnes & Noble, nonostante il tentativo di contrattaccare Amazon entrando con nook negli e-reader: come testimonia la perdita cumulata di 700 milioni di dollari attesa per il prossimo triennio. Soffrono le librerie italiane.

MA ANCHE LE CATENE RETAIL TRADIZIONALI SOFFRONO LA CONCORRENZA DELL'E-COMMERCE

Recentemente the Wall Street Journal evidenziando le difficoltà che anche Target (73 miliardi di dollari di ricavi e circa 40 di capitalizzazione) - uno tra i principali retailer tradizionali statunitensi - stava incontrando con il suo e-commerce, aperto per cercare di controbattere la concorrenza sempre più forte di Amazon. Una concorrenza resa particolarmente insidiosa dal cosiddetto *effetto showrooming*, dalla crescente tendenza cioè dei consumatori a usare i punti di vendita fisici come *showroom* in cui visionare i prodotti, acquistandoli però direttamente online se ne esiste la convenienza (verificata leggendo con lo smartphone i codici QR).

Anche Wal-Mart, il più grande retailer tradizionale su scala mondiale (con oltre 2 milioni di addetti, 476 miliardi di dollari di ricavi e 240 di capitalizzazione), è costretto a vedere sempre più Amazon come un rivale diretto. Mentre infatti cinque anni fa era solo un quarto dei suoi clienti che effettuava acquisti anche da Amazon, ora questa percentuale - secondo Bloomberg Businessweek - è salita al 50 per cento.

MUSICA, FILM E TELEVISIONE

La crisi degli editori musicali, attaccati dai siti pirati, è addirittura anteriore allo scoppio della bolla Internet. E di poco posteriore è il lancio da parte di Apple nel 2001 dell'iPod, e insieme a esso dell'innovativo store iTunes per il *download* a prezzo contenuto dei brani musicali: previo accordo con gli editori, che la considerarono come il *male minore* dopo il fallimento della vendita diretta attraverso propri siti. Un'operazione che come noto introdusse l'idea innovativa di costruire attorno al bene fisico venduto (allora l'iPod e successivamente l'iPhone e l'iPad) un *ecosistema* in grado di moltiplicarne le funzionalità e uno store in cui poter effettuare con grande facilità acquisti (allora di brani musicali e nel seguito principalmente di app) anche di piccola entità. Un'operazione *disruptive* per i profitti degli editori musicali, che

avevano però come alternativa quella di essere travolti dai siti pirata, e viceversa molto favorevole - a differenza di diversi casi visti in precedenza - per le casse di Apple.

Gli anni più recenti hanno visto lo *streaming*, un business model che come noto sostituisce alla vendita di brani musicali la possibilità di un loro ascolto per un numero limitato o (a pagamento) illimitato di volte, rubare sempre più spazio al *download*. un cambiamento legato in larga misura all'entrata prepotente sul mercato di start-up - quali spotify, deezer, rdio e pandora - che offrono il loro servizio, con modalità molto articolate, su tutti gli apparati mobili (attraverso app) oltre che sui PC.

Il modello streaming ha un successo crescente anche per i film, favorito dalla disponibilità da un lato di una banda sempre più larga e dalla crescente diffusione dall'altro dei tablet e degli stessi PC. nella lunga strada dalle videocassette allo streaming - passando per i dvd e il download - si è affollato, a partire dalle provenienze più diverse, il novero dei distributori. Che ora comprende ad esempio nel nostro paese tra gli altri le grandi del mondo internet e dei videogame (apple con itunes, Microsoft con Xbox video, Sony con Play-Station 3 video store e Google), gli operatori telecom (Telecom Italia con Cubovision e Fastweb con Chili-tv) e gli operatori televisivi (Mediaset e a breve Sky); mentre non sono ancora presenti due operatori di grandissima rilevanza come Amazon e Netflix, che si muovono a cavallo fra il cinema e la televisione, con la continua tentazione di affiancare al loro ruolo di canali di vendita quello di produttori.

In generale la televisione è considerata da anni, dalle *grandi* del mondo internet, come una delle più promet-

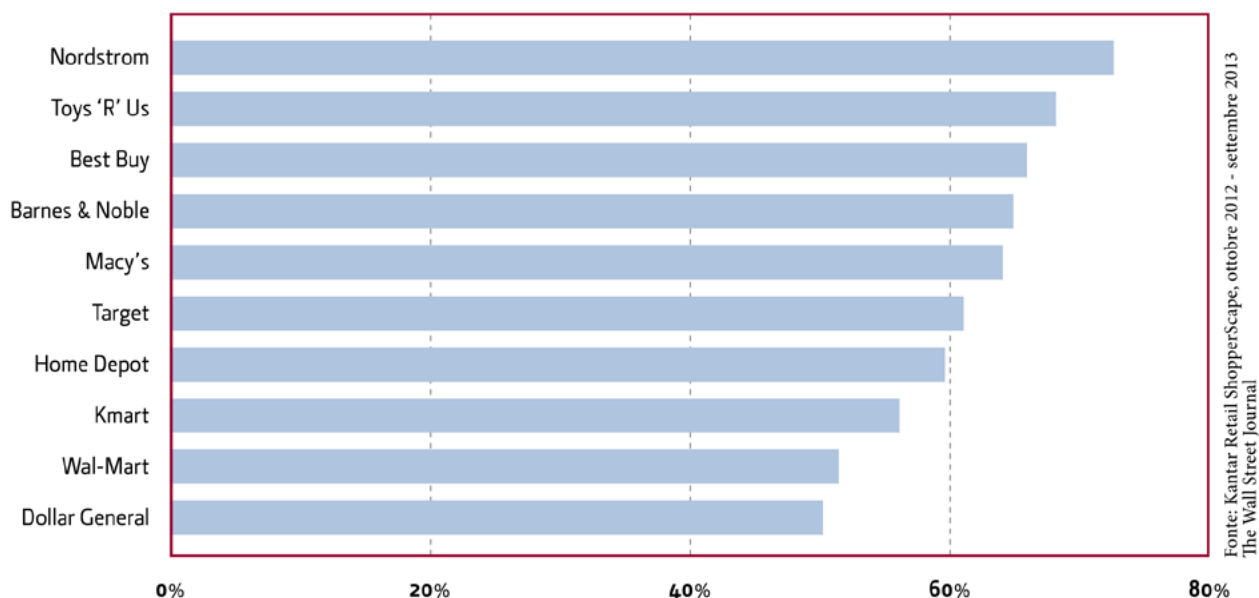
tenti aree di futura espansione: da conquistare attraverso la vendita di contenuti, ma anche di dispositivi hardware (quali l'apple tv Box, il Chromecast di Google o l'Xbox One di Microsoft) in grado di facilitare allo stesso tempo la connessione e l'acquisto dei contenuti stessi. Così come si cerca di sfruttare - Google in particolare - la tendenza di molti giovani ad abbandonare la televisione a favore dei dispositivi mobili: i ricavi pubblicitari di Youtube, arricchita a tale scopo di contenuti professionali, hanno superato nel 2013 la soglia dei cinque miliardi e mezzo, con un incremento del 50 per cento rispetto all'anno precedente.

USEREMO SEMPRE PIÙ LO SMARTPHONE ANCHE PER PAGARE?

Le prospettive di *disruption* non risparmiano nemmeno il mondo bancario-finanziario.

Vi sono elevate probabilità che una quota crescente di pagamenti - per gli acquisti nei negozi e nelle grandi catene - passi nel prossimo futuro attraverso lo smartphone. Il business model in gara per un mercato potenzialmente molto ricco sono molteplici e di diversa natura sono gli attori economici che li propongono: da una parte gli operatori telecom (in alleanza con le banche), che vogliono sfruttare le tecnologie NFC (presto disponibili su larga parte degli smartphone) per raccogliere direttamente gli ordini di pagamento ed essere leader di filiera; dall'altra le *grandi* di internet, quali Google e eBay con Paypal, che propongono sistemi che dirottano su internet gli ordini, per essere esse stesse a intercettarli e ad attivare filie-

FIGURA2 - IL SUCCESSO DI AMAZON



Percentuale di clienti di alcuni noti retailer statunitensi che hanno anche visitato il sito di Amazon nelle stesse quattro settimane dell'indagine

re (almeno in parte) diverse. Ma anche la gestione del risparmio può diventare *preda* di nuovi attori. È quanto sta accadendo ad esempio in Cina, ove stanno entrando con successo nel settore - approfittando della scarsa efficienza del sistema bancario - i cloni locali di Amazon, Facebook e Google: rispettivamente Alibaba, Tencent e Baidu.

NUOVI BUSINESS MODEL PER LA SANITÀ E PER LA FORMAZIONE?

I costi sempre più alti della sanità - per l'invecchiamento della popolazione e (negli Stati Uniti) per l'estensione dell'assistenza a oltre 30 milioni di persone voluta da Obama - rappresentano una potente spinta a cercare business model nuovi, meno costosi ma con livelli di servizio adeguati: ad esempio promuovendo l'assistenza domestica rispetto al ricovero ospedaliero, con un controllo a *distanza* del possibile insorgere di situazioni critiche per gli assistiti. Una strada che smartphone e cloud, con l'ausilio di sensori in grado di monitorare lo stato di salute, possono in molti casi soddisfare, ma che comporta cambiamenti radicali - spesso *disruptive* - nell'organizzazione dei servizi e delle strutture sanitarie.

Analogamente qualcosa si sta muovendo anche nel campo della formazione, notoriamente uno dei comparti ove minore è stata la crescita della produttività per la difficoltà di conciliare l'*industrializzazione* dei processi di formazione con il mantenimento di un loro buon livello qualitativo. L'entrata in campo da un lato dei MOOC-*Massive Open Online Courses*, corsi online aperti pensati (da alcune dei più famosi atenei mondiali) per una formazione a distanza di un numero elevato di utenti, e le sperimentazioni dall'altro poste in essere da molte business school (tra cui il nostro MIP) per accrescere la flessibilità di fruizione, potrebbero non solo avere effetti *disruptive* sull'organizzazione, ma cambiare anche profondamente le logiche di competizione (ad esempio nella direzione di una globalizzazione crescente).

Le potenzialità maggiori - in particolare nel nostro paese - si hanno però nella pubblica amministrazione, che potrebbe fare passi da gigante (in termini di produttività e di sburocratizzazione dei servizi ai cittadini e alle imprese), sfruttando l'ultima ondata di innovazioni tecnologiche ma anche recuperando i ritardi nell'adeguarsi alle ondate precedenti: con una fortissima resistenza al cambiamento esercitata però dalle strutture esistenti, per gli effetti *disruptive* che si potrebbero avere sull'occupazione e più ancora sugli assetti di potere.

ANCHE L'AUTO DIVENTA CONNESSA

Gli esempi forniti riflettono solo una parte di ciò che sta succedendo. Non ho parlato ad esempio della *disruption* delle agenzie di viaggio tradizionali, non ho parlato della concorrenza che un sito come Airbnb (che offre case private o stanze in ben 34 mila città o paesi) porta alla fascia media e bassa delle strutture alberghiere, non ho parlato delle trasformazioni nell'organizzazione interna delle imprese, non ho parlato delle potenzialità che si aprono con la crescita dell'*Internet of things* o con lo sviluppo delle tecnologie 3D.

Un ultimo accenno lo voglio però dedicare all'auto, il prodotto industriale per eccellenza, che si avvia a essere sempre più connessa e che sta diventando un oggetto di grande interesse - come la televisione - per imprese apparentemente *lontane* come Apple e Google. È recente l'annuncio della collaborazione di Apple con Ferrari, Mercedes e Volvo e di Google con Audi e altri gruppi automobilistici: al momento per facilitare ai guidatori lo sfruttamento dei servizi offerti dagli smartphone durante la guida, ma con una ovvia possibilità di nascita di nuovi servizi atti a rendere più sicura la guida. È recente l'annuncio che Google, come sul versante automobilistico BMW, ha messo a punto un sistema sperimentale che permette all'auto di funzionare senza guidatore. È significativo che sia girata la notizia, anche se se ne ignora la consistenza, di una possibile acquisizione da parte di Apple di Tesla: ossia della start-up più innovativa nel mondo dell'auto, guardata con attenzione dal mercato finanziario (che le attribuisce una capitalizzazione di 30 miliardi di dollari), che si propone di mettere sul mercato auto elettriche con prestazioni molto superiori rispetto a quelle sperimentate finora.

LE OPPORTUNITÀ

Il titolo di questo articolo parla di opportunità. Perché? Perché i periodi di cambiamento comportano naturalmente grossi timori guardando a tutto ciò che è oggetto di *disruption*, ma rappresentano anche grosse opportunità per riposizionarsi nel nuovo contesto.

Occorre però che le opportunità siano perseguite con grande determinazione, concentrando le risorse ove si vede un futuro e non dissipandole - al di là di quanto richiesto per rendere la transizione meno dolorosa e socialmente più accettabile - per tenere artificiosamente in vita realtà destinate a sicura morte.

È un grosso problema per il nostro paese, che spesso sembra più puntare alla conservazione del passato che non alla costruzione del futuro, che (come ho scritto altre volte) privilegia gli *zombie* rispetto alle *start-up*.

SI MOLTIPLICANO LE FUSIONI FRA GRANDI IMPRESE. E I MAGGIORI VANTAGGI SONO SPESSO QUELLI FISCALI

Mentre si moltiplicano le acquisizioni di startup nei comparti maggiormente dinamici dell'economia mondiale - Internet, social network, cloud computing, biotech ecc. - nei comparti a maggiore maturità si assiste a un crescendo di fusioni fra uguali di grandi dimensioni, scontri fra leader globali, scambi di business. Con importanti conseguenze, economiche ma anche sociali

Il flusso quasi ininterrotto di notizie sulle acquisizioni di startup nei comparti maggiormente dinamici dell'economia mondiale - Internet, social network, cloud computing, biotech ecc. - è in questi giorni surclassato da ciò che sta avvenendo nei comparti a maggiore maturità, più sensibili alla scala e alle quote di mercato e in generale meno alle innovazioni (solitamente di natura incrementale): fusioni fra uguali di grandi dimensioni, perseguite anche attraverso scalate ostili; scontri fra leader globali, per impadronirsi delle spoglie di competitori non più in grado di competere; ma anche scambi di business fra leader mondiali, in una sorta di gioco del monopolio, per rafforzare i portafogli e ridurre la pressione concorrenziale.

Riassumo alcune delle principali operazioni:

- **la statunitense Pfizer**, uno dei leader mondiali dell'industria farmaceutica con 205 miliardi di dollari di capitalizzazione, ha offerto circa 100 miliardi per **acquisire il competitore inglese AstraZeneca**, promettendo di spostare a Londra gli headquarters risultanti dalla fusione: non solo per evitare resistenze nazionalistiche da parte del governo inglese, ma anche e forse soprattutto per sfruttare il differenziale nella tassazione degli utili fra gli Stati Uniti e il Regno Unito;
- **la svizzera Novartis e l'inglese GlaxoSmithKline**, anch'esse ai vertici dell'industria farmaceutica mondiale con valori di borsa di 230 e 135 miliardi di dollari rispettivamente, hanno deciso di scambiarsi alcuni business - per un valore di circa 20 miliardi - allo scopo di rafforzare ciascuna il proprio portafoglio; e allo stesso scopo Novartis ha inoltre deciso di cedere alla statunitense Eli Lilly (66 miliardi) la propria divisione di prodotti per la cura degli animali;

- la canadese **Valeant Pharmaceuticals International** sta cercando di acquisire, con un'offerta ostile in partnership con un fondo attivista, la californiana **Allergan** (produttrice di Botox): un altro potenziale *merger of equals*, dal momento che ambedue le società *valgono* circa 40 miliardi di dollari;
- in un ambito del tutto diverso **Alstom** - un vero e proprio simbolo dell'industria francese (per il suo ruolo nel costruire centrali nucleari e nel fabbricare i famosi TGV) con più di 20 miliardi di euro di ricavi e 93 mila addetti (ma con difficoltà nel far quadrare i bilanci e una capitalizzazione di poco superiore agli 8 miliardi di euro) - è costretta a cedere la propria divisione energetica (70 per cento dei ricavi) al *miglior offerente* fra la conglomerata statunitense **General Electric** (268 miliardi di dollari di capitalizzazione, 145 di ricavi e 307 mila addetti) e la tedesca **Siemens** (82 miliardi di euro di capitalizzazione, 75 di ricavi e 360 mila addetti): *migliore* non solo e non tanto per gli azionisti Alstom, ma anche per il governo francese che (pur non possedendo azioni della società) ha preso sotto il suo controllo l'operazione, valutandone le implicazioni sulla localizzazione degli headquarters e sul mantenimento dei posti di lavoro.

Sono gli ultimi episodi di una tendenza al consolidamento - attraverso *mergers of equals* - che tocca molti dei settori tradizionali e che accresce sempre più il peso delle imprese multinazionali accentuandone la transnazionalità. Episodi che si aggiungono ad altri dei mesi scorsi, in attesa di definizione anche sulla base dei responsi delle differenti authority antitrust: quali la fusione fra la svizzera **Holcim** e la francese **Lafarge**, numeri uno e due

al mondo nel cemento, che farebbe nascere una società con circa 40 miliardi di euro di ricavi, ma che solleva problematiche antitrust in almeno 13 paesi; quali negli Stati Uniti l'acquisizione per 45 miliardi circa da parte di **Comcast**, leader di mercato nella TV via cavo e nella larga banda con una capitalizzazione di quasi 150 miliardi di dollari, del numero due **Time Warner Cable**, accompagnata da forti contestazioni antitrust da parte degli altri operatori.

Al di là dell'importanza dei numeri in gioco, ci sono alcuni aspetti che meritano di essere approfonditi.

In primo luogo il **coinvolgimento della politica**, con accenti talora nazionalistici, derivante dal fatto che la maggior parte delle operazioni di consolidamento riguarda imprese multinazionali basate in Paesi diversi. I temi in ballo: **la localizzazione degli headquarters**, visti come vitali per l'economia e la crescita di un Paese, e **la salvaguardia dei posti di lavoro**, per la valenza sociale e politica sempre più elevata che essa ha assunto. Temi critici perché tra i maggiori vantaggi conseguibili con le fusioni vi sono la concentrazione degli headquarters e il taglio dei posti di lavoro: Pfizer ad esempio (ma non è un caso isolato) ha accresciuto negli ultimi quindici anni il numero dei suoi addetti nel mondo solamente da 50.900 a 77.700, pur avendone *incorporati* ben 134 mila come frutto delle sue tre principali acquisizioni. Temi critici che richiedono spesso agli aspiranti acquirenti di *mettere sul tappeto* offerte in grado di dare qualche soddisfazione anche ai governi: Pfizer ha offerto lo spostamento dei suoi headquarters a Londra (anche se in questo caso la molla è soprattutto fiscale) come compensazione per la perdita di sovranità della seconda impresa farmaceutica del Regno Unito; General Electric e Siemens si stanno confrontando non solo sulle cifre, ma anche sui centri direzionali da localizzare in Francia o sui business da cedere in contropartita degli acquisti in una logica di ottimizzazione dei portafogli.

In secondo luogo il classico dilemma sull'atteggiamento da tenere nei riguardi di queste operazioni, che da un

lato migliorano l'efficienza e rendono più convenienti (almeno in linea di principio) gli investimenti di grandi dimensioni ma dall'altro rischiano di creare un *contesto fortemente oligopolistico* e per questo scarsamente dinamico: un dilemma classico, ma che - in assenza di un governo mondiale che si confronti con una economia e una finanza sempre più globalizzate - è ulteriormente complicato dalla diversità di interessi dei differenti Paesi (sviluppati o meno) oltre che dalle diverse *filosofie* adottate dalle authority antitrust. Diventano molto più lunghi e costosi i processi di autorizzazione: **la fusione fra la francese Publicis e la statunitense Omnicom (numeri due e tre dell'advertising a livello mondiale), annunciata con grande enfasi nove mesi fa, è ad esempio ancora ferma** in attesa delle decisioni dell'antitrust cinese e del via libera delle autorità fiscali francesi alla soluzione scelta per il post-fusione di porre la sede legale in Olanda e la sede fiscale a Londra.

In terzo luogo la **problematica fiscale**, legata alle logiche di *tassazione competitiva* seguite da diversi Paesi, con i suoi ovvi risvolti politici. Nel caso Publicis-Omnicom sono i francesi che non vogliono rinunciare, a favore degli inglesi, agli introiti fiscali provenienti da Publicis. Nel caso Pfizer-AstraZeneca è lo stesso presidente Obama che si dice veda con grande irritazione l'operazione (già sperimentata in diversi altri casi) di cambiare nazionalità effettuando un'acquisizione (come Pfizer) che giuridicamente si configuri come una fusione, con la conseguente possibilità (perfettamente legale) di scegliere come sede quella della società acquisita (nella fattispecie AstraZeneca): operazione finanziata per giunta con le grandi riserve finanziarie di cui Pfizer dispone al di fuori degli Stati Uniti, derivanti dagli utili realizzati dalla società all'estero e per questo non tassabili - sulla base delle leggi statunitensi - se non quando vengono rimpatriati. Con il paradosso che alcune importanti scelte strategiche delle imprese, probabilmente non questa, risultano giustificate solo dalla presenza di vantaggi fiscali.

UBER E LA RIVOLTA DEI TASSISTI, UN'OCCASIONE DI RIFLESSIONE

Il caso del servizio di auto con autista prenotabile da un app, di grande attualità a Milano, è un esempio di disruptive innovation inevitabile? Siamo dunque davanti a un caso di neo-luddismo? La risposta è sì e no allo stesso tempo

In un'era contraddistinta da quella che Downes e Nunes hanno denominato *big bang disruption*, dall'entrata in gioco cioè in molti comparti dell'economia di business model fortemente innovativi (*figli* delle nuove tecnologie e dei cambiamenti nelle abitudini da esse indotti) con effetti spesso devastanti sugli equilibri esistenti, il caso Uber - di grande attualità a Milano - deve essere fatto rientrare in questa categoria? Siamo davanti a un caso di neo-luddismo?

La risposta è sì e no allo stesso tempo. **Sono sicuramente le nuove tecnologie, in particolare l'accesso a Internet in mobilità, che permettono l'esistenza stessa di imprese come Uber;** così come hanno permesso ad esempio la nascita e l'esplosivo sviluppo di Airbnb (che promuove la condivisione di appartamenti e stanze private in alternativa agli alberghi) o di WhatsApp (che offre un'alternativa a costo zero o quasi agli sms). Ma le tecnologie rappresentano anche spesso il *grimaldello* per rompere, sotto il velo della modernità, le regole del gioco esistenti. Uber amplia di fatto il numero dei tassisti (**lo stesso obiettivo che si era posto anni fa Bersani con le meno tecnologiche lenzuolate liberalizzatrici**), riducendo drasticamente il valore delle licenze ufficiali, e per questo viene combattuta in molte città del mondo e in alcune è già stata bandita: a Bruxelles e Berlino in Europa; a New Orleans, Miami e Portland negli Stati Uniti. Airbnb amplia di fatto la disponibilità alberghiera ed è accusata in molte parti del mondo di concorrenza impropria, per i minori vincoli cui deve soggiacere. WhatsApp ha messo a nudo (come in precedenza Skype) la discriminazione dei prezzi, in funzione degli utilizzi, attuata dagli operatori telecom. La stessa Amazon negli Stati Uniti ha sconfitto le librerie, e sta infliggendo duri colpi al retail tradizionale, non solo per l'indubbia elevata qualità del servizio che offre ma anche cavalcando una vecchia norma (nata per tutt'altri motivi e mantenuta in vita con un lobbying intenso) che la esenta dall'applicazione dell'equivalente locale dell'IVA.

La battaglia in corso è quindi ad ampio spettro e sarebbe a mio avviso opportuno sfruttare l'occasione per una riflessione seria

- sulle logiche autorizzative in vigore, per valutare l'opportunità di un grado di concorrenza maggiore;
- sulle regole cui i diversi soggetti devono sottostare, per evitare differenziali competitivi impropri.

Una riflessione senza pregiudizi

- che cerchi di individuare **eventuali modalità compensative per gli incumbent danneggiati**, ma non rinunci a una **maggiore concorrenza** se ritenuta di interesse collettivo;
- che garantisca parità concorrenziale, dal punto di vista degli oneri normativi (possibilmente riducendo quelli esistenti), alle diverse tipologie di attori;
- che eviti di penalizzare tutto ciò che, essendo nuovo, disturba gli equilibri esistenti: come talune prese di posizione delle nostre *authority* e dei nostri tribunali potrebbero talora far pensare;
- che allo stesso tempo eviti di vedere tutto il buono in ciò che è nuovo: l'esperienza mostra come le stesse imprese che inneggiano al libero mercato quando si devono fare strada spesso inseguano il sogno di diventare monopoliste una volta raggiunto il successo.

È un desiderio irrealistico il mio? Forse sì, perché **la busola che spesso orienta le decisioni è la conquista del consenso immediato**. Ma non credo che potremo esimerci a lungo dal percorrere questa strada, confrontandoci anche con le soluzioni che prevarranno negli altri paesi, in una fase storica di grandi transizioni quale quella che ci aspetta.

I CAPI DI INTERNET, PRIMA AMMIRATI, ORA SONO ODIATI COME I BANCHIERI

Nella politica e nelle corti di giustizia, soprattutto in Europa, serpeggia un clima ostile - un misto di invidia e rancore - verso i fondatori e i top manager delle principali imprese statunitensi del mondo Internet, sino a pochissimo tempo fa oggetto di quasi unanime ammirazione. Con significative conseguenze. L'editoriale di Umberto Bertelè

Tradizionalmente erano i grandi banchieri che calamitavano l'invidia e l'odio della gente e del mondo politico, per la ricchezza loro e delle loro imprese e per l'enorme potere di cui godevano. Ora hanno seri concorrenti: i capi, fondatori o *top manager*, delle principali imprese statunitensi (le cosiddette OTT) del mondo Internet - da Apple a Google e da Amazon a Facebook - sino a pochissimo tempo fa oggetto di quasi unanime ammirazione per la loro innovatività e per la capacità di incidere sui modi di vita di centinaia di milioni di persone. È una considerazione del Financial Times, che sta dedicando una forte attenzione a questo significativo cambiamento di umori e agli effetti che esso ha, in Europa soprattutto ma non solo, sugli orientamenti della politica, sulle decisioni delle *authority* e sulle sentenze delle corti di giustizia.

Perché soprattutto in Europa? Perché gli Stati Uniti, loro patria, oltre che usare le OTT (come emerso) per le attività di *intelligence*, le vedono come un pilastro della loro economia: anche se non manca l'irritazione, per la forte propensione all'elusione fiscale o la scarsa attenzione alla *privacy*. Perché la Cina ha posto da tempo robusti argini a quella che riteneva un'*intrusione* statunitense ed è riuscita a far crescere grandi imprese sue: potrebbero essere semmai i successi di Alibaba (che ha fatto del suo capo l'uomo più ricco della Cina), Tencent e Baidu a provocare anche in Cina sentimenti analoghi.

L'Europa invece, quasi assente dal mondo Internet, teme fortemente - Germania in testa - che la *disruption* dilagante in diversi comparti dell'economia, per l'entrata in gioco di *business model* rivoluzionari resi possibili dalle nuove tecnologie, si estenda e vada a toccare i suoi settori di forza. Perché, specialmente a nord delle Alpi, è forte l'irritazione per il disprezzo delle regole o la disinvoltura nell'aggararle che le OTT manifestano continuamente: riuscendo *legalmente* a pagare pochissime tasse, a partire da

Apple; sfruttando la propria posizione dominante, come tipicamente Google nel *search* e Amazon nell'*e-commerce*; gestendo con disinvoltura il tema della *privacy*, come tipicamente ancora Google, Facebook o Twitter; sconvolgendo gli assetti esistenti per far nascere nuovi mercati, come nei casi di Uber e Airbnb.

È Google al momento il *bersaglio* più gettonato. In tema di *privacy*, con la Corte Europea di Giustizia che ha imposto il rispetto del cosiddetto *right to be forgotten*. In tema di antitrust, ove si trova a fronteggiare un gruppo politicamente potente di imprese (a partire da Axel Springer), appoggiate da ministri del governo tedesco (quello dell'economia ha minacciato il *break-up* della società e quello della giustizia ha chiesto di rendere pubblico il meccanismo di *ranking* utilizzato nel suo celebre algoritmo). In tema di rapporto con i giornali, ove è stata obbligata a una sorta di *risarcimento* annuo dal governo Hollande. Anche Amazon è oggetto di forti attacchi: da parte di Hollande, che vuole *salvare* le librerie; da parte di Hachette (uno dei leader mondiali dell'editoria), che teme il suo strapotere nell'*e-commerce*; da parte degli lavoratori tedeschi che operano nelle sue strutture logistiche. E sotto attacco sono anche Uber e Airbnb, con la Catalogna che vuole addirittura mettere al bando la seconda.

L'Europa non è da sola invece nel voler combattere un fenomeno che desta sempre più scandalo nell'opinione pubblica, in un momento di grande difficoltà delle finanze pubbliche: l'*elusione fiscale legalizzata* che permette a multinazionali come Apple e le OTT in generale di creare valore pagando tasse irrisorie. Per la prima volta sono stati sottoscritti importanti accordi in sede Ocse e G-20, ma la loro operatività richiede un non facile allineamento delle regole dei diversi Paesi, anche di quelli (come l'Irlanda) che hanno fatto della *fiscalità di favore* un fattore determinante di attrattività per gli investimenti.

ICT, È LA BORSA CHE DETTA LE STRATEGIE DI MOLTE IMPRESE

Il mercato finanziario guarda ancora con favore il mondo Internet e quello ICT in generale e premia non solo chi offre prospettive di crescita, ma anche chi sa ristrutturarsi per ridare soldi agli azionisti. Nuovi trend tecnologici, Mobile e Cloud in particolare, causano rapidi rivolgimenti, in un contesto che continua a essere estremamente dinamico e turbolento

La capitalizzazione implicita di ben 231 miliardi di dollari attribuita dal mercato ad Alibaba (la regina dell'e-commerce cinese), alla chiusura il 19 settembre del primo giorno di quotazione, dà un'idea del **favore che tuttora circonda il mondo Internet e quello ICT più in generale**. E questo nonostante il clima generale - un misto di invidia e rancore - verso i fondatori e i manager delle imprese top - che serpeggia da qualche tempo nella politica e nelle corti di giustizia, di cui ho parlato in un recente articolo.

È un favore non uniforme, ma che - in un contesto che continua a essere estremamente dinamico e turbolento - privilegia le imprese con prospettive (o talora semplicemente speranze) di crescita e tutte quelle che, per il loro buon andamento o comunque per la capacità di ristrutturarsi se colpite dalla saturazione della domanda e/o dall'entrata in gioco di nuove tecnologie e nuovi (aggressivi) competitori, si mostrano in grado di premiare i loro azionisti con buyback ed erogazioni straordinarie di dividendi.

È la prima società al mondo per capitalizzazione Apple (oltre 600 miliardi di dollari), forte da un lato della sua capacità di generare quasi 40 miliardi di utili netti all'anno - con una strategia da manuale di sfruttamento del brand (anche con l'immissione di top manager provenienti dal mondo della moda) e di conquista di tutti gli spazi di mercato possibili (molto importante l'espansione in Cina) - e generosa dall'altro a differenza del passato con i suoi azionisti, che sta concludendo la distribuzione di ben 100 miliardi di dollari fra buyback e dividendi.

Anche i buyback di Ibm sono rilevanti - 68 miliardi di dollari negli ultimi 4 anni e mezzo - ma la società per

poterli fare deve giocare soprattutto sul taglio dei costi: perché i ricavi, a causa del passaggio di molti clienti ai meno remunerativi servizi cloud e della domanda inferiore alle attese ad esempio nei big data, sono soggetti da nove trimestri a una lenta ma continua erosione. Da 11 trimestri sono in discesa i ricavi di HP, colpita su diversi fronti del suo portafoglio composito, ma il titolo è riuscito a crescere in un anno del 75 per cento a fronte di una ristrutturazione profonda che ha comportato il taglio di quasi 50 mila dipendenti.

La carta dei costi, accompagnata però da un aumento dei ricavi, è stata giocata anche da Microsoft con l'annuncio del taglio di 18 mila dipendenti (per la maggior parte ex-Nokia) sui 127 mila totali, nel quadro di un impegno più complessivo da parte del suo nuovo CEO - in risposta all'apprezzamento espressogli dal mercato al momento della nomina con un forte aumento del valore del titolo - di procedere a una profonda rifocalizzazione del portafoglio di business per fare di Microsoft stessa una "mobile-first, cloud-first" company.

Facebook ha invece superato la soglia dei 200 miliardi di capitalizzazione, con un aumento del valore del titolo del 70 per cento in un anno, convincendo il mercato della sua capacità di crescere - nei ricavi e nei profitti - sfruttando il numero elevatissimo di utenti attivi e di saper gestire la transizione al mobile. La felice gestione del passaggio al mobile, particolarmente critico per un sito di search, ha premiato anche **Google**, che ha superato quota 400 miliardi. Il livello elevato dei multipli P/E per ambedue le società (che non distribuiscono dividendi e non effettuano buyback) - 30 per Google e più di 80 per Facebook a fronte di 16 per Apple e 17 per Microsoft - è d'altra parte rivela-

TABELLA 1: LE TOP-10 IMPRESE MONDIALI PER CAPITALIZZAZIONE

	Capitalizza- zione (mld \$)	P/E	Ricavi (mld \$)	Utile (mld \$)	Addetti (migliaia)	Variazione % Titolo 1 anno
Apple	609,51	16,44	178,14	38,56	80	+ 53,34
Exxon Mobil	412,01	12,31	422,33	34,10	75	+ 7,85
Google	401,28	30,27	63,13	13,48	48	+ 32,84
Microsoft	384,64	17,74	86,83	22,07	128	+ 40,10
Berkshire Hathaway	348,18	16,49	188,81	21,14	302	+ 21,18
Johnson & Johnson	302,76	19,84	73,54	15,55	128	+ 19,40
Wells Fargo	277,93	13,14	47,02	21,72	264	+22,93
General Electric	263,00	17,94	146,32	14,84	307	+7,15
Roche	256,80	22,52	49,55	11,47	82	+ 18,78
Novartis	253,07	24,79	56,49	9,31	135	+27,33

Fonte: FT (dati relativi al 21 luglio 2014)

Note: (1) Seguono Novartis, distaccate di poco e vicine fra loro: CHINA MOBILE (249,00), WAL-MART (245,62), NESTLE' (241,78), PETROCHINA (240,83), CHEVRON (235,73), JPMORGAN CHASE (230,64) e PROCTER & GAMBLE (227,90). (2) Per parametrare la crescita del valore dei titoli delle singole società a quella generale delle borse statunitensi si ricordi che l'S&P 500 Index è salito in un anno del 16,78 per cento.

tore della fiducia (almeno al momento) loro accordata: nonostante qualche perplessità sull'eterogeneità rispetto al core business di talune acquisizioni di startup o sul prezzo elevato pagato per esse.

I prezzi crescenti delle startup, sia quelli espliciti delle acquisizioni che quelli impliciti nelle operazioni di (ri) finanziamento da parte dei fondi di venture capital, sono visti peraltro da più parti come preoccupanti segni premonitori del possibile scoppio di una nuova bolla dopo quella celebre di inizio secolo.

UNO SGUARDO AL PASSATO: PROFONDI CAMBIAMENTI IN POCHI ANNI

Se invece che soffermarsi sulla situazione attuale, e sui cambiamenti avvenuti nell'ultimo anno, si guarda un po' più indietro - al 2007 - si scopre che **nel giro di soli sette anni sono profondamente mutati i rapporti di forza fra le imprese operanti nel mondo Internet e nell'ICT in generale**. La grande crisi dell'economia iniziata nel 2008, e ancora in atto in varie parti del mondo, ha giocato sicuramente un ruolo. Ma per comprendere quanto accaduto è più importante ricordare che è proprio **nel 2007 - con l'introduzione dell'iPhone** - che l'accesso a Internet in mobilità (dagli smartphone e poi anche dai tablet invece che dai PC) ha iniziato a diffondersi a macchia d'olio: creando grandi vincitori e grandi vittime, con tutte le gradazioni intermedie.

I grandi vincitori (limitandoci alle imprese di valore superiore ai 100 miliardi) sono: Apple, che ha moltiplicato la sua capitalizzazione quasi per otto nonostante i 100

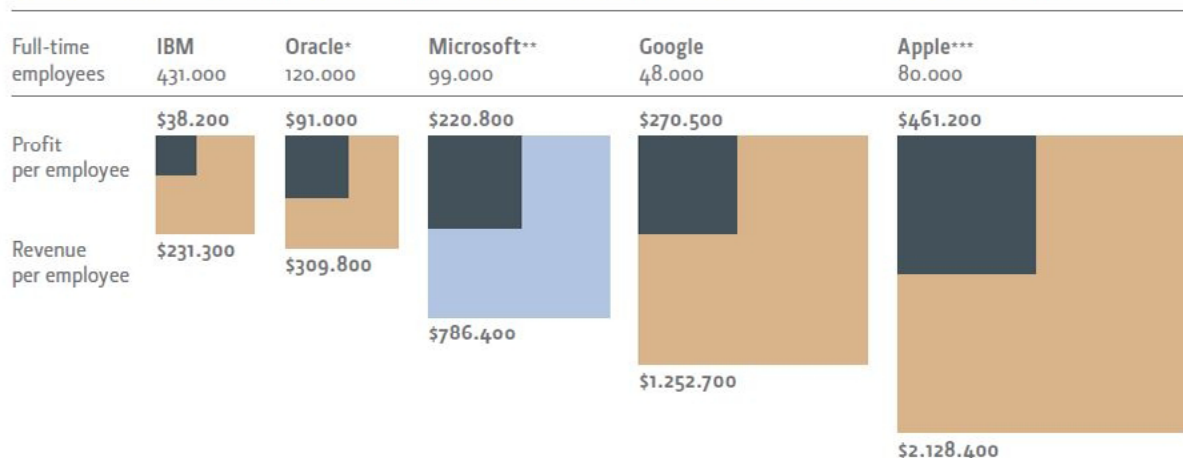
miliardi erogati agli azionisti; Google, che l'ha quadruplicata; **Alibaba e Facebook, che nel 2007 non erano nemmeno quotate**; Amazon e Tencent.

Le grandi perdenti, vittime del crollo dei cellulari a favore degli smartphone, sono come noto Nokia (che controllava il 40 per cento del mercato mondiale), Motorola e BlackBerry. Anche la crisi dei PC ha provocato danni: consistenti ai due leader mondiali HP e Dell, ora in faticosa ripresa; minori a Microsoft e Intel, che - pur soffrendo la perdita di una posizione quasi monopolistica - hanno saputo intraprendere strategie diverse e cambiamenti nella loro cultura di impresa. Molto differenziato l'andamento dei grandi operatori telecom: con Verizon che ha raddoppiato il suo valore, mentre AT&T, Telefonica e (purtroppo ancor più) Telecom Italia lo hanno visto scendere.

Il passaggio al mobile ha cambiato profondamente il modo di fare pubblicità (con un ruolo di protagonisti di Google e Facebook), riducendo le quote destinate agli operatori televisivi e provocando una crisi drammatica della carta stampata. E ha dato la stura alla nascita di una molteplicità di startup, diverse delle quali (da WhatsApp a Uber e Airbnb) responsabili dei fenomeni di disruption in atto nei settori più diversi dell'economia.

Ma nel giro di soli sette anni anche il ciclo di vita dei nuovi device appare avviato alla saturazione, dopo l'impressionante fase di espansione, obbligando le imprese a ripensare le loro strategie. Da manuale (come detto) a tale proposito le mosse del leader Apple, che - a fronte delle prospettive di saturazione, della quasi banalizzazione dei prodotti e della connessa entrata in campo di una

FIGURA 1: GLI UTILI E I RICAVI PER ADDETTO DI ALCUNE FRA LE PRINCIPALI IMPRESE ICT MONDIALI



*FY concluso a maggio 2013 **FY concluso a giugno 2013 ***FY concluso a settembre 2013

marea di nuovi competitori - ha scelto di rafforzare ulteriormente la sua immagine di luxury company e di usare la forza del suo brand per cercare di far decollare due business dove i first mover avevano avuto un successo limitato: il business delle cosiddette wearable technology (con il lancio dell'Apple watch), percepite sinora come gadget a dispetto delle fortissime attese sul loro futuro; il business dei pagamenti via smartphone, coinvolgendo partner riottosi nel mondo delle banche e delle carte di credito (che temono una disruption dei margini) e in quello del retail (che non vede significativi vantaggi nell'investire in terminali).

Se il mercato consumer è cambiato così profondamente a causa del mobile, il mercato corporate attraversa anch'esso una fase di cambiamento per la crescente diffusione del cloud computing, accompagnata da un drastico abbassamento del prezzo dei server. Si apre la strada per l'ingresso di nuovi attori - con una offerta fortemente variegata di servizi cloud - accanto a quelli più tradizionali come Ibm, HP, Cisco, Oracle, Sap e la stessa Microsoft.

È un mercato che si va affollando, nella previsione che la transizione al cloud, in forma integrale o ibrida (mantenendo cioè all'interno alcune operazioni ritenute più critiche), **prenda sempre più piede**; nella previsione che si vada verso un tipico modello di sharing economy, in cui le imprese utilizzatrici non debbano più (nel caso integrale) investire nell'acquisto di hardware e software, ma possano fruire in outsourcing dei servizi alternativi con un pagamento "a consumo"; che si vada verso una radicale riorganizzazione dell'IT nelle imprese utilizzatrici stesse, con una profonda revisione del tradizionale ruolo del CIO.

Gli incumbent del settore sono costretti (come visto nel caso di Ibm) a offrire ai loro clienti, per non perderli, l'alternativa cloud ai prodotti legacy, con un doppio problema: il calo dei ricavi, almeno nel breve termine, perché all'acquisto e ai fee per la manutenzione si sostituisce il pagamento "a consumo" del servizio; la minor garanzia della fedeltà dei clienti, che una volta intrapresa questa strada possono avere una maggiore propensione a rivolgersi a fornitori alternativi per servizi specifici (ad esempio, parlando di un caso di grande successo, a Salesforce.com per il CRM). È probabilmente Microsoft nell'ambito degli incumbent l'impresa che più si sta impegnando per cavalcare il fenomeno cloud, avendo come grandi avversari - in una furiosa guerra dei prezzi per la conquista della leadership - Amazon (che del cloud è stata antesignana) e Google (stimolata dalla disponibilità di un'enorme infrastruttura cloud interna finalizzata al servizio di search). Ma anche Ibm e Cisco si muovono con decisione nella stessa direzione, affiancati (tra gli altri) da un leader del comparto telecom come Verizon (Telecom Italia segue una strada simile), da società più giovani come (in campi diversi) VMware e Salesforce.com e da startup aggressive operanti in prevalenza con una logica di nicchia.

Una situazione quindi in grande evoluzione, ma che per il momento (come detto) non ha provocato significative cadute di valore dei maggiori protagonisti, anche per le capacità di ristrutturarsi messe in mostra da alcuni di essi. Una situazione però che ben difficilmente non attiverà fenomeni di disruption nel futuro, con la perdita di peso di alcuni protagonisti e l'entrata in gioco di nuovi: le forti spinte presenti sul mercato verso M&A volti al consolidamento o verso break-up volti a una maggiore focalizzazione possono essere visti come segnali in tale direzione.

QUALCHE NUMERO

Nonostante le incertezze sul loro futuro, a causa del contesto estremamente dinamico in cui operano, il mercato finanziario - anche se con qualche selettività - continua come detto ad avere un forte amore per le imprese ICT. Appartengono al mondo dell'information technology ben tre delle prime quattro imprese ai vertici mondiali per capitalizzazione di borsa (TAB. 1): Apple, Google e Microsoft. Tre imprese diverse per età e per data di raggiungimento del successo, con prodotti core differenti ma anche con crescenti sovrapposizioni nei loro portafogli di business e conseguentemente in aspra competizione fra loro. Tre imprese con numeri impressionanti dei ricavi e dei profitti pro-capite dei loro occupati diretti.

Molto nutrito è anche il novero delle imprese ICT che le seguono (TAB. 2), con ben quattro con una capitalizzazione superiore a 200 miliardi (fra cui fresca di quotazione Alibaba) e altre sei a 150. È una lista in cui non ho fatto distinzione, data la mancanza di linee di separazio-

ne nette, fra chi vende prevalentemente hardware e chi software e servizi, fra chi serve prevalentemente il mercato consumer e chi il corporate, fra gli operatori telecom e le cosiddette OTT-over the top (Verizon è entrata ad esempio come visto nel cloud e Google sta investendo in reti di comunicazione veloci in diverse città statunitensi). È una lista che non vede la presenza di alcuna impresa ICT italiana, ma ove - anche togliendo il vincolo del settore di appartenenza - riuscirebbe a entrare solo Eni con i suoi quasi 89 miliardi di dollari di capitalizzazione (Intesa Sanpaolo, Enel e Unicredit seguono a quote comprese fra 52 e 48).

Infine (TAB. 3), la lista delle imprese più giovani o comunque di successo recente, graficamente distinte per età di fondazione e tripartite: quelle quotate non comprese fra le grandi, con il loro valore di borsa; quelle oggetto recente di acquisizione; quelle infine non ancora quotate, ma di cui è disponibile la capitalizzazione implicita sulla base della quale sono stati effettuati i conferimenti di capitale più recenti.

TABELLA 2: LE TOP-26 IMPRESE MONDIALI ICT PER CAPITALIZZAZIONE

	Capitalizzazione (mld \$)	P/E	Ricavi (mld \$)	Utile (mld \$)	Addetti (migliaia)	Variazione % Titolo 1 anno
Apple	609,51	16,44	178,14	38,56	80	+ 53,34
Google	401,28	30,27	63,13	13,48	48	+ 32,84
Microsoft	384,64	17,74	86,83	22,07	128	+ 40,10
China Mobile	249,00	13,12	106,17	18,95	197	+ 9,55
Alibaba	231,44					
Verizon	205,98	10,56	123,65	15,46	177	+ 1,99
Facebook	200,20	83,64	10,01	2,37	7	+70,24
Samsung	194,03	6,31	217,03	24,30	98	- 12,70
IBM	193,28	12,26	98,27	16,75	431	+0,19
Oracle	185,10	17,40	38,27	10,96	122	+22,67
AT&T	182,34	10,33	130,37	17,93	248	+0,60
Intel	174,13	17,45	53,91	10,30	196	+47,15
Amazon	150,16	n.s.	81,76	0,18	117	+ 4,16
Tencent	148,36	45,37	11,51	3,27	25	+51,06
Comcast	147,02	20,00	67,33	7,51	136	+28,42
Cisco	128,60	16,93	47,14	7,85	74	+2,46
Qualcomm	128,12	18,40	26,28	7,14	31	+9,76
SAP	94,61	21,40	21,74	4,29	67	+3,96
America movil	90,03	17,69	60,25	5,01	172	+30,99
Vodafone	88,28	4,87	62,84	18,27	93	-4,52
NTT Docomo	76,45	17,04	40,93	4,27	24	+18,75
Telefonica	71,13	12,58	68,74	5,71	122	+8,23
Deutsche Telekom	70,38	22,58	78,53	3,03	227	+19,47
HP	69,07	13,97	112,18	5,10	317	+74,61
eBay	65,41	n.s.	17,07	-0,11	34	-2,99
EMC	60,30	24,25	23,58	2,59	64	+10,65

Note: (1) Per parametrare questi valori a quelli delle nostre imprese si ricordi che solo ENI (88,79) entrerebbe in lista, mentre hanno una capitalizzazione inferiore a quella di EMC le altre imprese italiane, e in particolare: INTESA SANPAOLO (51,77), ENEL (50,78) e UNICREDIT (48,39)

TABELLA 3: LE IMPRESE ICT DI NASCITA O DI SUCCESSO RECENTE

Capitalizzazione (mld \$)	
Baidu (2000)	78,86
VMWare (1998)	41,44
Salesforce.com (1999)	35,69
Adobe (1982)	33,78
Twitter (2006)	31,30
Netflix (1997)	27,58
LinkedIn (2002)	25,87
Arm (1990)	21,96
Symantec (1982)	16,97
Prezzo di acquisizione (mld \$)	
Whatsapp (2009)	19 (Facebook)
Skype (2003)	8,5 (Microsoft)
Concur (1993)	8,3 (SAP)
Capitalizzazione implicita (mld \$)	
Uber (2009)	18
AIRBNB (2007)	10
Dropbox (2008)	10
Xiaomi (2010)	10
Palantir (2004)	9
Spotify (2006)	8
Pinterest (2010)	5

Fonte: FT (dati relativi al 19 settembre 2014)

VALUTAZIONI MILIARDARIE PER LE START UP DI INTERNET: VERE STELLE O METEORE?

La capitalizzazione implicita della giovane Uber (41,2 miliardi di dollari) è ormai superiore a quella di Twitter e più della metà di Eni: è solo il caso più eclatante fra le start up del mondo Internet che stanno ottenendo valutazioni impressionanti dopo pochi anni di vita. Siamo in presenza di una classica bolla? Oppure il mercato finanziario fa bene a premiarle?

In meno di un anno e mezzo, **Uber - l'impresa che ormai meglio personifica l'avanzata della *sharing economy*** - ha raccolto dai fondi di *venture capital* 2,6 miliardi di dollari e ha moltiplicato per più di dieci volte la sua capitalizzazione implicita, passando dai 3,5 miliardi dell'agosto 2013 ai **41,2 dell'ultimo aumento di capitale agli inizi di dicembre**.

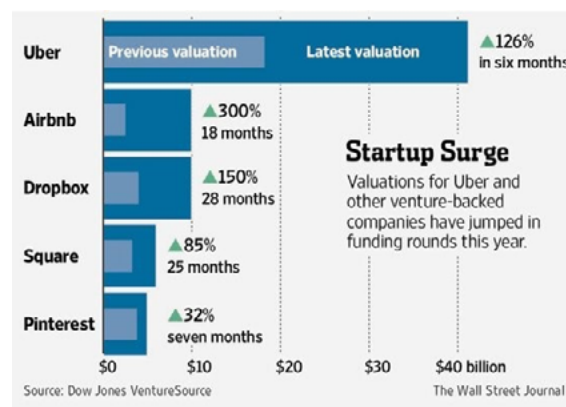
Un record assoluto per una *startup* non ancora quotata, ma finanziata da fondi di *venture capital* e investitori singoli.

Una cifra di tutto rispetto anche se comparata con le capitalizzazioni di società quotate operanti nei mondi più prossimi: il mondo Internet e quello dei trasporti. **Uber vale più di Twitter e di LinkedIn e si avvicina ai 48 miliardi di Yahoo**. Vale più di famose società del trasporto aereo come Delta Air Lines, American Airlines e United Continental. Vale molto più dei leader storici del rent-a-car Hertz e Avis.

Una cifra che appare ancora più di rilievo se il paragone è con le principali società quotate del nostro Paese, a prescindere dagli ambiti di attività. **Uber vale più della metà di Eni** (71,2 al cambio corrente a inizio dicembre), **un po' meno di Intesa Sanpaolo** (48,6) e di **Enel** (44,0), ma un po' più della quarta in classifica Unicredit (40,9). Il tutto con soli 5 anni di vita alle spalle.

La vicenda che ricorda più da vicino l'esperienza di Uber è quella di **Xiaomi - la startup cinese diventata in 4 anni di vita leader sul mercato cinese e terza al mondo** (anche se distanziata da Samsung e Apple) nel mercato degli *smartphone* - che, secondo indiscrezioni, sta trattando un

aumento privato di capitale di 1,5 miliardi con una capitalizzazione implicita di oltre 40. Ma ci sono in coda altre società del mondo Internet - quali **Airbnb, Dropbox, Square e Pinterest** (riportate in figura sotto) ma anche Snapchat, Palantir e Spotify - che potrebbero evidenziare significativi aumenti di valore in coincidenza con nuovi aumenti di capitale. La strada che tutte queste società sembrano percorrere è quella di **rinvviare il giudizio che il mercato finanziario dà in sede di IPO** (ossia di quotazione in borsa) e di **puntare nel frattempo a immissioni di capitale privato con il duplice scopo di crescere e di abituare i futuri investitori all'idea di quotazioni sempre più alte**: una strada tracciata da Facebook, che con l'ultimo aumento privato di capitale nel 2011 portò la capitalizzazione implicita a 50 miliardi (una cifra che allora fece molto scalpore) per poi raddoppiare il valore nell'IPO.



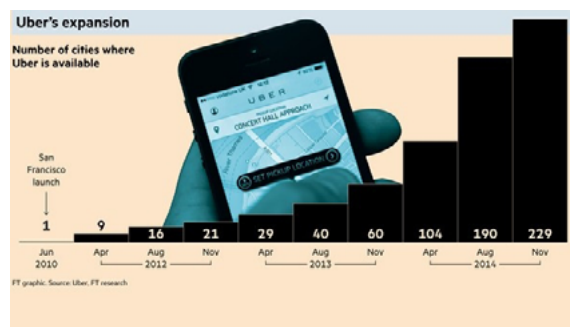
La capitalizzazione implicita di alcune start up. (Fonte WSJ)

Non sono solo le valutazioni di queste start-up che impressionano, ma anche la velocità - ben evidenziata nella figura - con cui esse crescono. Siamo in presenza di una classica bolla (favorita dall'eccesso di liquidità a caccia di rendimenti), in cui gli aumenti di valore stimolano nuove immissioni di capitali che a loro volta spingono verso l'alto i valori e così via? Oppure il mercato finanziario si rende sempre più conto degli enormi cambiamenti nell'economia e nella società che la possibilità delle persone di accedere a Internet in mobilità e di rimanere sempre connesse sta producendo e premia le imprese che più promuovono tali cambiamenti mettendo in gioco business model innovativi?

Io credo ci sia del vero in ambedue le tesi. Credo che l'enorme successo di un IPO come quello di Alibaba o la crescita verticale di valore di Facebook (dopo la caduta post-quotazione) o i 19 miliardi di dollari pagati da Facebook stessa a inizio 2014 per incorporare una app con appena 4 anni di vita come WhatsApp possano far comprendere l'euforia del mercato finanziario e la sua voglia di scommettere su nuovi casi di successo, che presumibilmente si verificheranno. Credo anche però che la velocità (impensabile nel passato) con cui tutte le start-up citate riescono ad accrescere la loro platea di clienti e/o utenti, che sembra essere alla base della velocità con cui crescono i valori delle scommesse del mercato finanziario, non possa rappresentare di per sé un elemento sufficiente di rassicurazione sulle prospettive di crescita dei ricavi e dei profitti e di loro sostenibilità nel tempo, ossia sulle prospettive di creazione durevole di valore; e che fare poche distinzioni fra situazioni strutturalmente diverse abbia in sé i germi di una possibile bolla.

La velocità di espansione delle start-up citate è in effetti piuttosto impressionante, anche se WhatsApp detiene tuttora il record con 450 milioni di utenti unici conquistati in 4 anni (ancorché con ricavi prossimi a zero). Si è già parlato della velocità con cui Xiaomi ha scalato il mercato cinese degli smartphone, ma sono altrettanto impressionanti i dati di Airbnb, che nata nel 2008 offre alloggi di varia natura in 33 mila località di 192 Paesi, o di Uber (Fig. 2), che in meno di 4 anni è passata da una (San Francisco) a 229 città servite nel mondo. Se la velocità è una caratteristica che accumuna tutte le start-up citate, strutturalmente diverse sono invece le loro situazioni in relazione ai ricavi e profitti attuali e alle loro prospettive di crescita e diversi sono i fattori che possono impattare sulla sostenibilità nel tempo.

Le imprese che si espandono fornendo servizi gratuiti



La crescita di Uber (Fonte: FT)

o quasi, quali tipicamente quelle strutturate come social network, sperano di estrarre soldi dalla rete di contatti che hanno creato, sostanzialmente in tre modi: inserendo banner pubblicitari, profilando gli utenti e vendendo a imprese terze l'accesso a essi, proponendosi come piattaforme di e-commerce. Una strada non facile, come dimostrano i faticosi iter di crescita di imprese dal brand notissimo come Twitter e LinkedIn, che devono scontrarsi nella pubblicità online e nell'e-commerce con colossi del calibro di Google, Facebook o Amazon. Una strada che potrebbe diventare maggiormente faticosa, soprattutto nell'UE, se (sotto la spinta soprattutto tedesca) fossero approvate leggi più severe a protezione della privacy.

La strada potrebbe apparire più facile per le start-up con un business model da questo punto di vista più tradizionale - quali Xiaomi, Airbnb o Uber - che fanno pagare i loro beni o servizi e che già ora presentano ricavi e profitti in crescita. Ma anche per esse non mancano le incognite, sulla capacità di espansione dei ricavi stessi e di mantenimento nel tempo di margini di profittabilità elevati.

Per chi sta scommettendo su Xiaomi, che opera in un comparto come quello degli smartphone in cui la grande ondata di innovazioni sembra essersi fermata e la fedeltà dei clienti (come il suo stesso successo e la perdita di quota di Samsung dimostrano) appare modesta, le incognite riguardano principalmente la capacità di creare differenziali competitivi sostenibili nel tempo: un obiettivo che solo Apple sembra aver raggiunto, almeno per il momento, in relazione alla fascia alta del mercato.

Per chi sta scommettendo su Airbnb, un tipico caso di successo con disruption almeno parziale dell'offerta tradizionale, una grossa incognita è legata alla regolamentazione: la consistenza e la visibilità della sua cresci-

ta stanno infatti provocando in diverse parti del mondo significative reazioni e forti pressioni sul mondo politico locale da parte delle strutture alberghiere, fino a chiedere il bando come accaduto con successo in Catalogna. L'obiettivo di conseguire una leadership globale, poi, è minacciato dalla crescita (ovviamente favorita dal governo) di un suo clone in un mercato potenzialmente importante come quello cinese.

Infine Uber, la cui elevata valutazione è all'origine di questo articolo. Uber - molto più di Airbnb - può crescere solo generando *disruption* nel trasporto urbano, e questo desta reazioni vivacissime da parte delle categorie colpite, con provvedimenti locali (in tutti i continenti e persino anche in alcune città degli Stati Uniti) talora addirittura di blocco.

Ma, al di là della regolamentazione, gli analisti si pongono il problema se Uber riuscirà o meno a conseguire la *leadership globale* che giustificerebbe la valutazione elevata o se - pur crescendo - rimarrà *multilocale*, soggetta ad attacchi da parte di concorrenti *locali* (che quasi ovunque stanno crescendo di numero e stanno ottenendo finanziamenti privati) nelle differenti città del mondo. Credo che siano dubbi più che leciti: perché è difficile conciliare il perseguimento di margini elevati con la soddisfazione degli autisti (che in molte città lavorano per più concorrenti contemporaneamente) e con quella dei clienti (poco fedeli se sensibili al prezzo); perché la

velocità di diffusione del *modello Uber* è stata superiore a quella di Uber stessa, costringendola in diversi casi - soprattutto nelle città asiatiche - a dover fronteggiare uno o più incumbent per costruirsi una posizione.

Una strategia a mio avviso ragionevole per Uber sarebbe quella di non puntare a fare l'*asso pigliatutto*, ma di sfruttare il suo brand - ormai famoso in tutto il mondo - per monopolizzare (alla stregua di Apple negli *smartphone*) la fascia più alta del mercato, quella costituita da chi viaggia con grande frequenza per affari o per diletto, garantendo un servizio un po' più caro ma immediatamente accessibile ovunque e in grado di **garantire qualità e sicurezza: caratteristiche queste ultime che richiedono forte selettività nel reclutamento per evitare il ripetersi di quanto recentemente accaduto a New Delhi.**

Un ultimo chiarimento. Le capitalizzazioni che il mercato finanziario implicitamente attribuisce alle *start-up* citate possono - pur con tutti i punti interrogativi visti - avere un senso solamente **se permangono l'abbondanza di danaro e il bassissimo livello dei tassi di interesse che negli ultimi anni hanno fortemente contribuito a spingere le principali Borse verso i loro massimi storici.** Politiche monetarie restrittive, in particolare della Fed, potrebbero cambiare radicalmente il quadro complessivo e fare apparire come una grande *bolla* - anche in presenza di potenzialità reali - gli incrementi nelle quotazioni degli ultimi mesi.

L'AUTO CEDE IL PODIO A INTERNET NELL'ECONOMIA GLOBALE

Lo spotalizio celebrato fra il mondo dell'auto e quello dell'ICT al CES di Las Vegas ha una valenza simbolica fortissima: il passaggio di testimone dal comparto egemone del '900 al comparto egemone di oggi e del futuro prossimo

Ci sono alcuni eventi, non necessariamente rilevanti per le loro ricadute dirette, che hanno una **valenza simbolica fortissima**. E lo spotalizio celebrato fra il mondo dell'auto e quello Internet (e dell'ICT in generale) al **CES-International Consumer Electronics Show di Las Vegas** - l'equivalente per il secondo del **Detroit Auto Show** del primo - è stato uno di questi.

Due mondi a prima vista lontani, che si sono prima avvicinati in modo discreto con l'**automazione delle fabbriche** e l'**immissione crescente di elettronica nelle auto**, che lo stanno facendo ora - in modo più palese agli occhi dei consumatori - rendendo il cruscotto dell'auto simile allo schermo di uno smartphone, che appaiono destinati a integrarsi sempre di più cambiando sia il modo in cui condurremo l'auto nel prossimo futuro sia più in generale l'organizzazione della mobilità.

Due mondi con linee di confine che tendono a sfocarsi, **spingendo a forme di cooperazione più strutturate ma pure generando aree di competizione**: Google è ad esempio in gara con le grandi tedesche per la messa a punto di **auto driverless** e Ford ha dichiarato al CES la volontà di diventare (anche) una software and systems company per la gestione della mobilità.

Perché uno spotalizio con forte valenza simbolica? Perché lo spotalizio può essere visto come **un passaggio di testimone dal comparto egemone del '900 al comparto egemone di oggi** e del futuro prossimo.

L'auto è stata per quasi tutto il '900 al centro dell'economia, per l'elevato grado di complessità e di innovatività: è con la rivoluzione fordista di inizio secolo che nacque lo stesso concetto di industria; **General Motors**, con la profonda ristrutturazione negli anni '20, promosse l'organizzazione divisionale; **Toyota** introdusse mezzo secolo dopo un modo radicalmente diverso di produrre, progettare e rapportarsi con il mercato, che si diffuse a macchia d'olio in pochi anni. **L'auto ha**

giocato anche un ruolo sociale e politico molto forte, per la sua capacità di generare lavoro e far nascere nuove imprese.

È con il finire del secolo scorso e l'inizio del nuovo che tale egemonia progressivamente svanisce, mentre cresce l'importanza di **Internet come motore di innovazione, di nascita di startup e di disruption degli equilibri esistenti** in una fetta crescente dell'economia. Le ricadute maggiori sull'auto si stanno manifestando ora. **L'auto è sempre più connessa**: lo è per permettere a chi sta al suo interno l'accesso in mobilità a Internet, lo sarà sempre più per ricevere suggerimenti sulla scelta dei tragitti e per essere essa stessa (norme sulla privacy permettendo) generatrice di informazioni sul traffico.

Si moltiplicano i sensori e gli attuatori e si arricchisce il software che, elaborando i dati raccolti, aiuta o addirittura sostituisce il guidatore in un numero crescente di operazioni. Il software diventa oggetto di aggiornamenti, come sino a poco tempo fa solo i PC: la startup californiana Tesla ha ad esempio lanciato recentemente un nuovo modello di auto elettrica con la promessa di un aggiornamento continuo gratuito del software per migliorarne le prestazioni.

Si ha un riassetto dell'organizzazione della mobilità fisica, con la crescita di modelli innovativi ispirati alla sharing economy - inattuabili in assenza degli smartphone - e con la conseguente riduzione del fabbisogno di auto private. Modelli come quelli di **Uber** (diffusosi rapidamente anche se con forti resistenze in tutto il mondo) o di **BlaBlaCar** ampliano la disponibilità di auto con guidatore (rispettivamente per uso urbano ed extraurbano), con un utilizzo più intensivo del parco auto esistente. Mentre modelli quali quello di Car-2Go (Mercedes) e di Enjoy (Eni) possono essere visti come una variante del tradizionale rent-a-car, fi nalizzata agli utilizzi di breve durata in ambito urbano.

FINANZA E POLITICA NELL'ERA DELLO SMARTPHONE

La diffusione degli smartphone provoca cambi radicali nel nostro modo di vita e mette a disposizione business model alternativi in quasi tutti i comparti dell'economia, tanto da attirare, seppur con qualche ritardo, anche l'attenzione della politica. Il mondo finanziario, alla perenne ricerca di occasioni, è stato il più veloce nel cogliere la portata del fenomeno

Per un paio di scarpe da donna di **Louis Vuitton** si possono spendere anche più di 1000 euro, per uno di **Bata** ne bastano meno di 60. I prezzi degli smartphone ricordano sempre più quelli delle scarpe da donna: un **iPhone6 Plus** con 64 GB costa all'Apple Store quasi 1000 euro, un modello base della **Micromax** (il brand indiano più famoso) circa 40.

È anche per merito di questa gamma così ampia di prezzi che **nel 2014 sono stati venduti nel mondo 1,2 miliardi di smartphone**: una cifra impressionante per un oggetto tecnologico, molto più tipica dei prodotti di largo consumo. È impressionante il livello delle vendite, ma lo sono ancor più le conseguenze: sono più di 2 miliardi, e dovrebbero diventare 4 nel 2020, le persone interconnesse via Internet.

"The smartphone is the defining technology of the age", titolava *The Economist* qualche giorno fa, "è la tecnologia che caratterizza la nostra epoca". Una tecnologia che ha alle spalle una infrastruttura - telecom e cloud - che fra il 2009 e il 2013 ha assorbito investimenti prossimi ai 2 mila miliardi di dollari.

La coscienza che siamo di fronte a un **processo che provoca cambi radicali nel nostro modo di vita e che mette a disposizione business model alternativi** in quasi tutti i comparti dell'economia - con **effetti di disruption sempre più diffusi** - sta maturando e sta attirando, seppur con qualche ritardo, anche l'attenzione della politica: nello spingere verso **interventi più robusti nell'ambito infrastrutturale** quale preconditione per lo sviluppo dell'economia, come annunciato con grande enfasi dal primo ministro Li Keqiang in Cina (ove però lo sviluppo di Internet deve fare i conti con la censura) e da Matteo Renzi in Italia; ma anche per far passare misure che favoriscano lo status quo e che cerchino di bloccare l'avanzata apparentemente irresistibile dei grandi di Internet.

Il mondo finanziario, alla perenne ricerca di occasioni, è stato il più veloce nel cogliere la portata del fenomeno

e probabilmente è andato anche un po' oltre. Qualche numero. Tre delle prime cinque imprese quotate a capitalizzazione più elevata - **Apple, Google e Microsoft** - fanno capo al mondo digitale. **Alibaba**, leader cinese nell'e-commerce, è la società che ha raccolto più soldi nella storia in fase di quotazione: 25 miliardi di dollari.

Due startup non ancora quotate come **Uber** e **Xiaomi** - la prima leader mondiale nei servizi di **ride-sharing** e la seconda leader cinese negli smartphone - hanno ricevuto dal venture capital o da investitori singoli finanziamenti pari rispettivamente a 2,8 e a 1,4 miliardi. Una crescita inarrestabile? Probabilmente sì, ma con le leggi e i tribunali che stanno assumendo un peso sempre maggiore nel dirigerla e (come detto) spesso per cercare di ostacolarla.

Tre esempi. **Uber** e la concorrente **Lyft** - in uno scontro che evoca quelli fra Marchionne e Landini - stanno fronteggiando nei tribunali californiani la richiesta degli autisti di essere assunti come dipendenti a tutti gli effetti, con il timore di una sconfitta che sarebbe esiziale per la loro valutazione.

La **Corte di Giustizia europea**, sulla base della tesi che gli e-book sono servizi e non beni fisici, ne ha vietato l'omologazione al formato cartaceo ai fini dell'applicazione dell'IVA ridotta.

La **Cina**, con la scusa di rafforzare la sicurezza delle banche, **vorrebbe imporre ai produttori stranieri di software di rendere disponibili i loro codici** per i controlli: una misura impossibile da accettare, interpretata quindi come volta a privilegiare l'offerta interna.

È giusto o sbagliato l'intervento di leggi e tribunali? Se la nostra vita e le nostre economie sono sempre più destinate a dipendere dalle tecnologie digitali, io credo che sia ineludibile che ciò avvenga. Credo anche però che si debba procedere con grande attenzione, in un mondo in cui - proprio per le profonde interrelazioni - la qualità delle leggi e delle sentenze rappresenta sempre più un importante fattore competitivo.

I NUOVI BUSINESS MODEL NELLA FINANZA

La finanza vede un fiorire di nuovi business model e appare destinata a cambiamenti profondi nella sua strutturazione, che molto spesso non riflette a sufficienza - nel nostro Paese anche per ragioni di ordine sociale - le trasformazioni già avvenute. Il tema principale del “dibattito a distanza” fra Umberto Zanini e Umberto Bertelè riguarda chi uscirà vincitore tra i tre gruppi di soggetti: le banche, le start-up innovative o le grandi OTT (sia statunitensi sia cinesi)

MODELLI ALTERNATIVI E INNOVATIVI: ALTRI ATTORI ENTRANO IN SCENA

Da poco sbarcate con successo alla Borsa di New York, le startup Lending Club e On Deck Capital testimoniano l'affermazione di un nuovo paradigma per i servizi finanziari che esclude le banche e poggia sulle tecnologie digitali di ultima generazione. Ecco come funziona e come si declina nei diversi ambiti



UMBERTO ZANINI
DOTTORE COMMERCIALISTA
E REVISORE LEGALE

Con la quotazione al New York Stock Exchange delle società *Lending Club* e *On Deck Capital*, in molti si stanno chiedendo se anche per le banche e gli istituti finanziari è oramai giunto il momento di fare i conti con nuovi modelli “disruptive” che stanno impattando su molti settori dell'economia e sono in grado di introdurre cambiamenti tali da mettere a rischio i tradizionali modelli di business.

Costituita nel 2007 a San Francisco, Lending Club è un marketplace on-line di peer-to-peer lending che consente di erogare prestiti direttamente tra privati senza alcun intervento da parte di intermediari bancari o finanziari, e lucrando una percentuale sul prestito elargito. Il richiedente il prestito (borrower) dopo essersi iscritto alla piattaforma inoltra la richiesta, la quale, congiuntamente a una serie di informazioni e dati sulla solvibilità del richiedente, viene inoltrata ai potenziali finanziatori (lender). Se la richiesta viene accettata, dopo aver raccolto i soldi dai diversi finanziatori (al fine ridurre il rischio il prestito è spalmato su una moltitudine di finanziatori), la piattaforma elargisce il prestito al richiedente, e inoltre provvederà

ad incassare le rate del prestito per restituirle ai prestatori. Dall'inizio dell'attività, Lending Club ha consentito la elargizione di prestiti per oltre 6 miliardi di dollari, ed a detta dell'azienda i richiedenti il prestito hanno un tasso di interesse ridotto del 30% rispetto ai tradizionali prestiti.

Quotata l'11 Dicembre 2014 con una IPO che stabiliva un prezzo di 15 dollari ad azione e con una valutazione dell'azienda di ben 5,4 miliardi di dollari, a fine febbraio il valore delle azioni si è attestato sui 20 dollari.

Per completezza di informazioni, va rilevato che alcuni analisti hanno messo in dubbio la futura tenuta del modello del P2P lending, evidenziando che un aumento dei tassi di interesse potrebbe incrementare il rischio di insolvenza dei debitori, che una maggiore concorrenza nel settore potrebbe generare una riduzione dei margini, e che un aumento delle contestazioni da parte di clienti non soddisfatti potrebbe incidere sui costi.

On Deck Capital è una società con sede a New York che dal 2007 elargisce prestiti a professionisti, piccoli imprenditori

ditori e PMI unicamente tramite un'apposita piattaforma web, che grazie a particolari algoritmi e sofisticate tecnologie è in grado di verificare velocemente l'affidabilità del richiedente ed elargire il prestito entro il medesimo giorno della richiesta.

Quotata il 17 dicembre 2014 con una IPO che stabiliva un prezzo di 20 dollari ad azione e con una valutazione dell'azienda di ben 1,32 miliardi di dollari, a fine febbraio il valore delle azioni si è attestato sui 19 dollari (dati riferiti al 5 marzo 2015).

Prendendo spunto da queste due IPO e considerando che ce ne sono altre in programma (come per esempio Prosper, diretta concorrente di Lending Club), per comprendere se e quali impatti ci potrebbero essere sul settore bancario e finanziario, è necessario introdurre il concetto di *alternative finance* e di *innovative finance*.

L'ALTERNATIVE FINANCE

Possiamo definire "alternative finance" quelle "soluzioni finanziarie basate su modelli alternativi ai tradizionali servizi offerti dal sistema bancario e finanziario e che consentono al finanziatore di poter interagire direttamente con il richiedente i fondi tramite appositi marketplace o piattaforme informatiche".

Il settore dell'alternative finance è quindi caratterizzato da servizi finanziari basati su nuovi modelli chiaramente distinguibili dai tradizionali, e distinti dai seguenti 3 fattori:

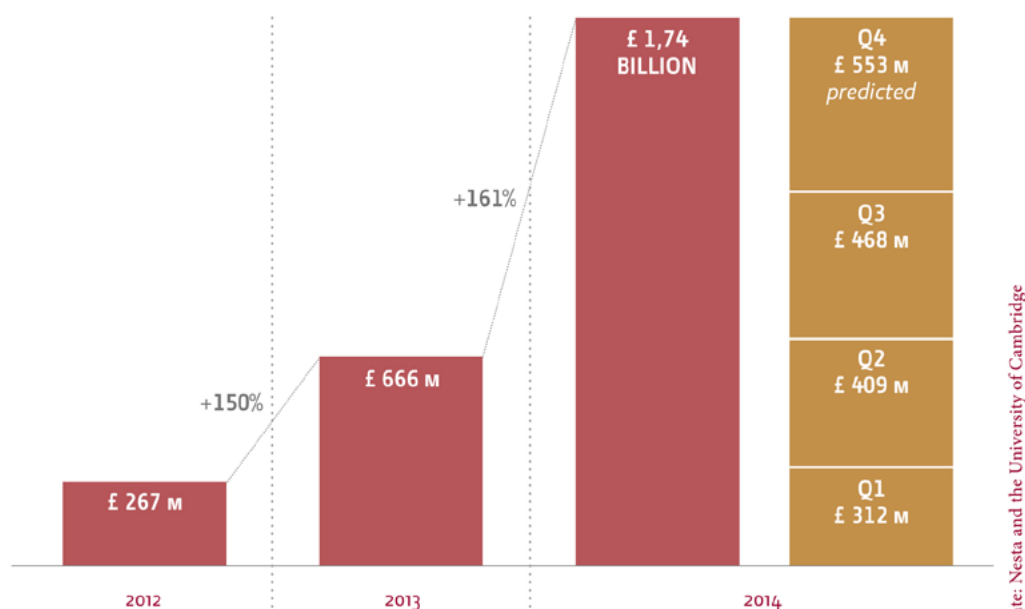
- **disintermediazione**, che consente al finanziatore che elargisce i fondi di interagire direttamente con il richiedente senza necessità che vi siano terzi soggetti (e.g. banche) che si interpongono tra i due;

- **efficienza**, tramite l'impiego massiccio della tecnologia (Cloud, Big Data, Mobile, Social network) vengono ridotti al minimo i costi consentendo di offrire servizi low-cost accessibili in qualsiasi momento, da qualsiasi luogo e con qualsiasi dispositivo;
- **trasparenza**, che permette al finanziatore che elargisce i fondi di sapere a chi andranno i soldi e come verranno spesi.

Sebbene il settore dell'alternative finance sia molto articolato nelle sue varie componenti, possiamo sintetizzare e distinguere almeno 5 tipologie diverse:

1. il **peer-to-peer lending** (P2P lending), ove i richiedenti i fondi sono privati che necessitano di un prestito per acquistare l'auto, ristrutturare la casa, sostituire i mobili, etc;
2. il **peer-to-business lending** (P2B lending), ove i richiedenti i fondi sono piccoli imprenditori, professionisti e PMI che necessitano del prestito per avviare una nuova attività, per ampliare l'attività esistente, per sostituire un vecchio macchinario, etc;
3. l'**invoice trading**, ove piccoli imprenditori e professionisti possono pubblicare le proprie fatture per poi cederle a finanziatori anche non istituzionali, consentendo di ottenere una immediata liquidità;
4. l'**equity crowdfunding**, ove i finanziatori investono denaro in una iniziativa imprenditoriale ricevendo in cambio una partecipazione azionaria o quota societaria dell'azienda;
5. il **reward-based crowdfunding**, ove i finanziatori investono denaro in uno specifico progetto ricevendo in cambio un prodotto oppure un servizio.

IL MERCATO DELLA FINANZA ALTERNATIVA IN UK



È recente un interessante studio condotto dalla *University of Cambridge* e da *NESTA (National Endowment for Science, Technology and the Arts)* sulla diffusione dell'alternative finance in Gran Bretagna -Paese in cui è nata la prima piattaforma di P2P lending nel 2005 ed in cui i suddetti servizi, anche per merito di una normativa di favore, sono particolarmente diffusi- e da cui emerge che questo mercato è indubitabilmente in forte crescita, passando da 267 milioni £ del 2012 in termini di prestiti e finanziamenti elargiti, a 666 milioni di sterline del 2013 (+ 150%), e arrivando a una stima di 1,74 miliardi £ per il 2014 (+161%).

Aspetto rilevante è poi l'impiego dell'alternative finance da parte delle PMI britanniche, dato che lo stesso studio stima che nel corso del 2014 oltre 1 miliardo di sterline sia stato elargito a circa 7.000 PMI tramite l'ausilio del P2B lending (749 milioni di sterline) e dell'invoice trading (270 milioni di sterline). È utile altresì evidenziare anche il benefico impatto sociale che è in grado di produrre, sia in termini di incremento dell'occupazione, sia di crescita del fatturato e degli utili (e quindi delle entrate fiscali).

Con riguardo invece ai restanti paesi dell'Unione Europea, da rilevare il crescente utilizzo dell'alternative finance in paesi come l'Estonia, la Svezia, l'Olanda, la Finlandia, la Francia e la Germania, mentre con riferimento all'Italia è chiara la forte arretratezza del nostro Paese che una recente ricerca condotta dalla Cambridge Judge Business School posiziona al 17° posto su 27 Paesi esaminati.

L'INNOVATIVE FINANCE

A caratterizzare l'*innovative finance* è l'impiego massiccio della tecnologia che consente di introdurre forti innovazioni nei servizi finanziari, senza però necessariamente impattare sul modello che caratterizza il servizio offerto.

Anche in questo caso, così come per l'alternative finance e come è già avvenuto in molti altri settori, la componente di innovazione tecnologica è essenzialmente riconducibile a 4 fattori:

il **Cloud**, che consente sia di ridurre i costi IT che di abbattere una delle principali barriere che da sempre hanno frenato l'ingresso di nuovi operatori;

il **Big Data**, che consentono tramite sofisticate tecnologie e particolari algoritmi di estrarre dalla mole di dati attualmente disponibili, informazioni che permettono di affinare il grado di solvibilità di un richiedente il prestito oppure di migliorare la personalizzazione dei servizi finanziari da proporre ai clienti;

il **Mobile**, che consente di offrire servizi del tipo A3 (anytime, anywhere, any device) e quindi accessibili in qualsiasi momento, da qualsiasi luogo e con qualsiasi dispositivo, consentendo di ridurre o eliminare i costi connessi alle filiali dislocate sul territorio;

i **Social Network**, che consentendo agli utenti di potersi scambiare messaggi, notizie, informazioni, esperienze, foto, permette di proporre servizi con un alto livello di personalizzazione, oppure di impiegare la mappa delle relazioni per affinare il grado di solvibilità delle persone.

Tutto ciò ha portato in pochi anni alla nascita di nuovi servizi in grado di impattare inesorabilmente sui tradizionali servizi bancari e finanziari, e che possiamo aggregare in almeno 5 aree: i prestiti, i pagamenti, l'advisory, il data analytics e la supply chain finance:

1. con riferimento ai **prestiti**, l'innovazione forse di maggior rilievo è quella dei prestiti immediati o *payday loan*, che consente di richiedere tramite apposita piattaforma on-line la elargizione di piccoli prestiti, che se concessi vengono accreditati in pochissimi minuti e devono essere restituiti in breve tempo, come per esempio un prestito di 200 euro da restituire in 10 giorni;
2. nell'ambito dei **pagamenti**, le più interessanti sono certamente le iniziative di mobile payment, come il mobile POS e il mobile wallet;
3. con riguardo all'**advisory**, da evidenziare sono le suite di asset allocation e di financial advise di nuova concezione basate sui social network (alcune dei quali con milioni di utenti in centinaia di paesi) che consentono ai partecipanti di condividere oltre che le esperienze anche le strategie di investimento, consentendo di "copiare" le strategie dei migliori trader del network valutati in base ai risultati ottenuti in termini di rendimento del capitale investito;
4. nell'ambito del **data analytics**, le iniziative più interessanti sono concentrate nello sviluppo di tecnologie ed algoritmi di credit scoring basati sui Big data e sui social network, ed in grado per esempio di costruire e monitorare le relazioni tra gli individui e le loro evoluzioni, dato che è sempre valido il proverbio "dimmi con chi vai e ti dirò chi sei", presuppone che se hai collegamenti con persone che sono buoni pagatori molto probabilmente lo sei anche tu, se hai collegamenti con persone che sono buoni risparmiatori molto probabilmente lo sei anche tu, etc.
5. **supply chain finance**, ove le innovazioni hanno l'unico obiettivo di migliorare le relazioni finanziarie tra fornitore ed acquirente, creando ambienti win-win convenienti ad entrambi.



CONCLUSIONI

L'impiego massiccio della tecnologia nel settore bancario e finanziario sta frantumando le barriere che da sempre hanno protetto gli operatori del settore dall'ingresso di nuovi concorrenti, consentendo a nuovi attori di entrare in scena e rimettere in discussione le posizioni acquisite.

Mentre il cloud abbatta i costi di avvio di nuove iniziative, e il mobile consente di offrire servizi del tipo A3, i big data sono una straordinaria fonte da cui attingere utili informazioni al fine di affinare il grado di solvibilità oltre che personalizzare i servizi offerti, ed i social network aprono la strada a nuovi scenari nell'interazione con gli utenti e con le loro relazioni.

Tutto questo sta producendo nuovi modelli di *alternative finance* e di *innovative finance* che oltre a sottrarre continuamente utenti alle banche, stanno mettendo in discussione la tenuta stessa dei modelli da sempre utilizzati, intaccando altresì le aree più interessanti da un punto di vista remunerativo, come per esempio l'advisory.

È necessario quindi che il settore bancario prenda atto che nei prossimi anni sarà inevitabile un confronto sia con i modelli di *alternative finance* che di *innovative finance*, e anche se sarà in una prima fase forse meno impattante integrare alcune innovazioni in grado di efficientare gli attuali servizi

senza intervenire a modificare gli attuali modelli, sarà più interessante osservare come impatteranno invece i servizi proposti dalle nuove iniziative di *alternative finance*.

È utile comunque rilevare come questo percorso sia in realtà già iniziato, ed è il caso per esempio di quelle banche che nell'ambito dei prestiti offerti ai propri clienti già impiegano la tecnologia e l'efficienza di Lending Club esternalizzando l'intera gestione amministrativa dei prestiti, oppure di quei gruppi bancari che hanno dato vita a nuove realtà pensate esclusivamente per gli "utenti digitali" ed in grado di intercettare i "millennials" (quelli nati dopo il 1980) oppure gli utenti tecnologicamente evoluti che desiderano avere un ruolo più attivo nel gestire i risparmi.

È necessario quindi che le banche e gli istituti finanziari inizino a comprendere quali potrebbero essere gli impatti derivanti dai nuovi modelli di *alternative finance* e di *innovative finance*, quale percorso potrebbero intraprendere per cogliere le opportunità che stanno arrivando da queste importanti innovazioni, quali servizi attualmente offerti potrebbero essere resi più efficienti.

Da non dimenticare poi l'ulteriore rischio che potrebbe arrivare dalle grandi internet company, come Google, Apple, Facebook, LinkedIn, Twitter in grado di calare i suddetti modelli su milioni di utenti tecnologicamente evoluti.

UNA VERA MINACCIA PER LE BANCHE?

Anche se i cambiamenti in atto sono piuttosto profondi, i nuovi attori fintech che stanno entrando sul mercato probabilmente non riusciranno ad avere un impatto realmente disruptive e a prendere il posto degli incumbent. I pericoli maggiori per i grandi gruppi bancario-finanziari provengono, invece, dalle Over-The-Top

Una delle più importanti caratteristiche dell'ultima ondata di innovazioni - *nell'information technology* e in Internet in particolare - è che essa permette la nascita di business model innovativi in quasi tutti i comparti dell'economia, anche in quelli apparentemente più lontani: stimolando la nascita di nuovi attori, provocando la morte di chi non è in grado di adattarsi, obbligando comunque gli *incumbent* a rivedere le proprie strategie e a ristrutturarsi. Il mondo bancario-finanziario,

oggetto dell'ampio quadro presentato da Umberto Zanini, si è già trovato in passato in una situazione per certi versi simile: nei secondi anni '90, prima dello scoppio della "bolla Internet", quando fu concepita l'idea di una banca virtuale senza sportelli come contrapposta al modello di banca con una forte e costosa presenza sul territorio. La reazione allora ci fu, non indolore: le banche tradizionali riuscirono a evitare la *disruption* che le *start-up* dell'epoca prometteva-



UMBERTO BERTELÈ

SCHOOL OF MANAGEMENT
POLITECNICO DI MILANO

no, ma a prezzo di una ristrutturazione profonda (non ancora conclusa nel nostro Paese) che le obblighi a trasferire *online* molte delle operazioni con i clienti e ad avviare un processo di progressiva riduzione sia delle filiali fisiche sia dell'organico (divenuto in misura sensibile *obsoleto*).

Che cosa accadrà questa volta? Non è banale prevederlo, ma voglio azzardare qualche ipotesi commentando i punti trattati da Umberto Zanini.

P2P: DISINTERMEDIAZIONE O NASCITA DI INTERMEDIARI ALTERNATIVI?

Il mio primo commento riguarda le piattaforme P2P, *il business model* sicuramente più innovativo fra quelli presentati. Qual è il significato da dare al termine *peer-to-peer*, evocativo dei siti-pirata in cui si scambiavano canzoni e film negli anni '90 o della finanza mutualistica del primo '900? Le *startup* che hanno creato le prime piattaforme hanno effettivamente utilizzato il termine P2P per marcare la loro differenza rispetto alla finanza tradizionale, di cui dichiaravano di volere la *disruption*, e la loro natura eversiva dell'ordine costituito; per dare un forte risalto all'effetto di *disintermediazione* che si otteneva facendo interagire direttamente chi prestava danaro con chi richiedeva prestiti. Le strade poi si sono però separate. Alcune imprese sono rimaste fedeli alla concezione originaria (come l'inglese Zopa nata nel 2005), ma la maggior parte di quelle di maggiore successo - a partire da Lending Club - hanno di recente addirittura rinnegato, formalmente, la denominazione *P2P lending a favore di marketplace lending*. Perché?

Perché sono società con un fortissimo orientamento alla creazione di valore, che si ispirano a modelli di successo quali quelli di Uber e Airbnb.

Perché sono società che percepiscono "ricche" percentuali sulle transazioni effettuate attraverso le loro piattaforme - Lending Club preleva ad esempio il 5 per cento sui prestiti - e si pongono quindi più come *intermediari alternativi* che non come agenti di disintermediazione. Perché sono società che non hanno remore nell'accettare come finanziatori nelle fasi pre-IPO grossi nomi della finanza "tradizionale" come quello di Pandit (ex-CEO di Citigroup), né soprattutto nello stringere accordi con i grandi operatori "tradizionali" che volevano distruggere (come avvenuto con Goldman Sachs, Société Générale, Santander UK and Royal Bank of Scotland): accordi in cui offrono ai grandi operatori la possibilità di accedere attraverso le piattaforme a categorie di clienti - a bassa probabilità di *default* - che solo esse riescono a individuare mediante le modalità innovative con cui svolgono le istruttorie; accordi che permettono loro, che non dispongono del *buffer* costituito dai depositi bancari, di meglio calibrare l'offerta rispetto alla domanda di fondi.

Perché sono società che non hanno remore nello stringere accordi anche con i grandi operatori della rete, le cosiddette *OTT (Over The Top)*. Lending Club lo ha fatto ad esempio sia con Google sia con Alibaba, per reperire finanziamenti - at-

traverso la sua piattaforma - per i loro fornitori.

DISRUPTION O INTEGRAZIONE?

I nuovi attori che stanno entrando sul mercato, usando la tecnologia come strumento per crearsi spazi in un comparto che nei paesi sviluppati è molto affollato, riusciranno ad avere un impatto realmente disruptive e a prendere il posto degli *incumbent*?

Io non credo che il comparto bancario-finanziario sia esposto a un livello di rischio paragonabile a quello dei produttori di macchine fotografiche (crollate per la concorrenza degli *smartphone*) o delle librerie (sotto attacco da parte dell'*e-commerce* e danneggiate dalla crescita degli *e-book*): anche perché l'*alternative finance* - quella delle piattaforme - è in competizione con la tradizionale solo in alcune fasce di mercato e deve una parte significativa della sua crescita al fatto di essere *inclusiva*, di essere capace cioè di allargare il numero dei potenziali fruitori (persone o piccole imprese) di servizi bancari.

Ma mi aspetto cambiamenti comunque piuttosto profondi. In particolare che

1. qualcuna (molto poche) delle start-up riesca non solo a emergere ma a entrare nel novero delle maggiori imprese;
2. un numero più elevato di start-up sia oggetto di acquisizione da parte dei grandi gruppi bancario-finanziari e di integrazione (non sempre con successo dati i possibili divari culturali) nei loro portafogli;
3. diversi gruppi bancario-finanziari preferiscano invece introdurre in modo organico al loro interno i nuovi strumenti messi a disposizione dalla tecnologia, con un grado di successo che dipenderà dalla capacità di innovare anche l'organizzazione;
4. alcuni gruppi, per la scarsa qualità del loro management, non siano in grado di cogliere la necessità di adeguarsi al nuovo contesto e si avviino verso il declino.

PIÙ IMMEDIATA LA PENETRAZIONE NEI PAESI IN CRESCITA

Lo scenario è molto diverso nei Paesi in fase di crescita (come la Cina) o addirittura di emersione (come Kenya e Tanzania), ove il sistema bancario-finanziario è molto debole o quasi inesistente. In questi Paesi l'obiettivo di inclusione, del primo accesso cioè di larga parte della popolazione ai servizi bancario-finanziari (dai pagamenti al risparmio gestito), è prioritario e gli stessi governi favoriscono le soluzioni a maggiore velocità di penetrazione.

In Cina ad esempio Alibaba ha avuto un fortissimo successo (80 milioni di clienti in meno di due mesi) con le sue offerte *online* di gestione del risparmio e le altre due grandi OTT - Tencent e Baidu - lanciano prodotti simili. Più di recente Alibaba e Tencent hanno avuto l'autorizzazione del governo

a occuparsi di *credit rating* (sfruttando le enormi quantità di informazioni di cui dispongono) per i consumatori e le piccole imprese.

In Kenya e Tanzania è diffusissimo il servizio M-Pesa di *money-transfer* - alternativo all'uso del canale bancario (quasi inesistente) - lanciato da Vodafone nel 2007 e basato (con una tecnologia non particolarmente avanzata) sulla telefonia mobile. Situazioni simili si ritrovano nei Paesi meno avanzati dell'America Latina.

DALLE OTT LA CONCORRENZA PIÙ PERICOLOSA

I pericoli maggiori per i grandi gruppi bancariofinanziari provengono però a mio avviso, anche nei Paesi più sviluppati, non dalle *fintech* ma dalle OTT. Non per tutte le attività, ma per alcune di quelle caratterizzate dai volumi maggiori. Non perché le OTT vogliano entrare in concorrenza diretta producendo "in casa" servizi concorrenti, ma perché - data la forte vicinanza con i consumatori finali e con le PMI - imprese come Apple, Google, Facebook e Amazon possono facilmente fraporsi fra utilizzatori e produttori dei servizi, assumendo un ruolo-guida (con i

Lo scenario è molto diverso nei Paesi in fase di crescita come la Cina. Alibaba, per esempio, ha avuto un fortissimo successo con le sue offerte online di gestione del risparmio: 80 milioni di clienti in meno di due mesi

vantaggi economici che ciò comporta) nelle filiere. È quanto sta accadendo ad esempio nel comparto dei pagamenti, ove Apple - con la recente introduzione nell'iPhone6 della tecnologia NCF per effettuare i pagamenti stessi con lo *smartphone* - ha creato una aspettativa di successo tale da "obbligare" la quasi totalità delle carte di credito ad aderire al suo progetto, nonostante la "tosatura" dei margini che ciò comporta, e da spingere le grandi catene e i punti-vendita singoli a investire nelle apparecchiature necessarie per ricevere i pagamenti.



I TRE VOLTI DELLA DISRUPTION

In quanti modi si può presentare l'innovazione disruptive, il fenomeno più discusso del momento? E con quali conseguenze? L'analisi di Umberto Bertelè fa chiarezza passando in rassegna diversi esempi

È un termine sempre più diffuso, spesso oggetto di abuso. Accoppiato al termine innovation, esso evidenzia con forza - anche perché onomatopeico - **l'impatto devastante che un'innovazione può avere rispetto alla situazione esistente**. Ma, come tutti i termini generici, esso indica più un trend che un fenomeno preciso. Non esiste un metro condiviso su quale sia il grado di devastazione al di là del quale abbia senso parlare di disruption. Né esiste una chiara idea sui diversi volti con cui la disruption può presentarsi, in forma talora estremamente palese, talaltra più sottile ma non per questo poco dolorosa. Io di volti ne ho individuati tre, e a essi è dedicato questo articolo.

La forma più radicale di disruption si ha quando **un'innovazione letteralmente travolge un prodotto, una famiglia di prodotti o un intero settore**, e insieme le imprese incumbent che su questo prodotto o famiglia di prodotti vivevano e prosperavano. Quando nacque e si diffuse ad esempio l'automobile, furono diversi i settori totalmente disrupted: l'allevamento di cavalli da tiro per carrozze, che vide crollare progressivamente la domanda con l'ampliamento della rete stradale e la crescita delle vendite di automobili; la fabbricazione e commercializzazione di carrozze, seppur con il tentativo di qualcuno dei produttori di riciclarsi (prima dell'avvento del fordismo) nel segmento luxury del settore nascente; e ovviamente i servizi "tipo taxi" effettuati con carrozze e cavalli.

In anni più recenti **lo smartphone ha ucciso il cellulare**, creando nuovi protagonisti: Nokia e BlackBerry sono quasi sparite dalla scena (la prima acquisita da Microsoft dopo la caduta e la seconda con una capitalizzazione scesa a meno di un quinto a 5,5 miliardi di dollari), passando il testimone a Apple, a Samsung, a startup velocemen-

te cresciute come Xiaomi (che in quattro anni di vita è diventata leader sul mercato cinese e ha raggiunto una capitalizzazione implicita di 46 miliardi di dollari) e alle spalle di queste ultime a Google con Android. **Un passaggio di testimone a priori meno prevedibile** - produrre smartphone invece di cellulari sembrerebbe a prima vista molto meno distante che produrre motori invece di cavalli - ma che stimola a fare i confronti guardando bene ai reali contenuti dell'innovazione: nella fattispecie l'accesso a Internet in mobilità e la costruzione di un ecosistema in grado di moltiplicare le potenzialità più che una semplice evoluzione dell'hardware e del software del prodotto.

Una seconda forma meno radicale di disruption si ha quando **un'innovazione rende disponibile un nuovo bene e/o servizio che entra in competizione** - almeno per una parte degli utilizzi - con gli esistenti, sottraendo mercato e minando la profittabilità e il valore delle imprese incumbent. Il successo di **Uber** e **Airbnb** non fa ad esempio sparire i tradizionali taxi o le tradizionali strutture alberghiere, ma **stravolge le modalità di competizione** e abbatte il valore delle imprese incumbent: come testimoniato dalla virulenza con cui i taxisti soprattutto ma anche gli albergatori cercano di opporsi a quella che giudicano un'intromissione indebita.

L'offerta più ampia e variegata provoca anche un **aumento della domanda complessiva**, come storicamente avvenuto con il low-cost aereo, ma le imprese incumbent più soggette al confronto (le grandi compagnie aeree nell'ultimo caso) sono comunque costrette a ridimensionare le loro pretese di remunerazione e/o a incrementare sensibilmente la qualità (e i costi) dei servizi offerti. Il successo di WhatsApp si colloca in una logica simile,

ma con una importante differenza: le imprese incumbent colpite, i grandi operatori telecom, hanno perso una fonte rilevante di profitti – il prezzo degli sms e degli mms era mantenuto su livelli artificialmente molto alti - ma su una fetta ridotta dei loro ricavi, e quindi nessuna di esse è uscita di scena; le imprese attaccanti come WhatsApp hanno potuto applicare il prezzo zero, perché la loro prospettiva di creazione di valore non era legata ai ricavi diretti, ma a quelli indiretti ottenibili tipicamente vendendo privacy.

Si può ricordare anche il **trauma storicamente subito dal cinema per l'introduzione della televisione** - che offriva cose molto diverse ma competeva con il cinema stesso sull'uso del tempo libero e sui filmati (anche se all'inizio su uno schermo molto piccolo e in bianconero) - per le sue ricadute in termini di ridimensionamento delle sale cinematografiche e focalizzazione degli studios. E quello in corso, in cui sono viceversa le grandi reti tv (via digitale terrestre e/o satellite) a essere passate dalla parte delle vittime, sotto l'attacco dell'offerta di programmi attraverso il canale Internet.

La terza e ultima forma di disruption di cui voglio parlare è più sottile, e riguarda i **cambiamenti di rilevanza fra i diversi attori della filiera** che l'innovazione può provocare: cambiamenti che non forzano nessuno degli attori a uscire di scena, ma che - **modificando la ripartizione dei profitti di filiera** - ne spingono verso l'alto o verso il basso le capitalizzazioni. L'esempio storico forse più spesso citato riguarda la nascita e l'evoluzione del comparto dei PC.

La grande **Ibm** si rese conto della ineluttabilità del salto tecnologico dai mainframe (in cui era quasi monopolista) all'informatica distribuita e per questo con una dura guerra conquistò la leadership e affermò il suo standard,

avvalendosi come principali fornitori delle giovani Intel e Microsoft. Non si rese conto per tempo però che **la continua innovazione tecnologica avrebbe cambiato le regole del gioco**, trasformando progressivamente i PC in una sorta di contenitori per microprocessori e software, trasformando lo standard Ibm in quello che allora veniva talora denominato standard **Wintel** (Windows più Intel) e permettendo la crescita di una serie di nuovi concorrenti che si basavano su quest'ultimo. L'esito è noto a tutti: Microsoft e Intel superarono Ibm in capitalizzazione, la prima diventando addirittura per un certo periodo la società di maggior valore al mondo, e Ibm - ritenendo il business dei PC poco redditizio - agli inizi del nuovo secolo lo cedette a Lenovo.

Un qualcosa di simile potrebbe accadere nel **comparto automobilistico**, ove già sono i componentisti (con Bosch in prima fila) a introdurre spesso le innovazioni più rilevanti e ove è in atto una forte spinta - da parte di Google e di altre imprese della Silicon Valley - **verso i self-driving car**: spinta incerta negli esiti e nei tempi, ma che comunque sta portando a una significativa modifica delle modalità di guida con l'introduzione (per il momento nei soli modelli di fascia alta) di funzioni di self-driving atte ad agevolare la guida stessa. "Software is steering auto industry: this revolution makes it possible for a technology group to be a car company", titolava recentemente il Financial Times, facendo notare come il **costo medio delle parti elettroniche in un veicolo sia passato secondo BCG dal 20 per cento del 2004 al 40 di quest'anno**. La prospettiva non è tanto quella che i componentisti o le OTT si mettano a produrre automobili, ma che possano calare i margini per le case automobilistiche: abbassandone il valore e probabilmente spingendole verso un maggior consolidamento, che aumenti le loro economie di scala e il loro potere contrattuale nei riguardi delle diverse tipologie di fornitori.

SHARING ECONOMY O VETEROCAPITALISMO?

Nell'economia della condivisione, che finora ha goduto di consensi molto ampi, cominciano ad apparire alcune "crepe". Sta emergendo, infatti, un'anima capitalistica che rischia di far sbiadire l'immagine democratica che ne aveva accompagnato la nascita

La **sharing economy**, la condivisione cioè di risorse per renderle disponibili a tutti senza che necessariamente ne abbiano il possesso, è un qualcosa che esiste da sempre. Il fenomeno però veramente nuovo, che l'ha portata alla ribalta negli ultimi anni, è lo **sviluppo di piattaforme - marketplace - in cui la domanda e l'offerta, analogamente a quanto accade nelle borse, si confrontano direttamente tra loro**. Piattaforme i cui gestori, analogamente a Borsa Italiana o Nasdaq, si occupano del funzionamento delle transazioni e dello sviluppo del business, ma – diversamente dal *rent-a-car* di Hertz o dal *Car2Go* di Daimler – non devono essere in possesso dei beni che rendono disponibili: con conseguenti profonde differenze negli *economics*. **È stato lo sviluppo della tecnologia a renderne possibile la grandissima crescita**: senza Internet una piattaforma come Airbnb, nata nell'era dei PC, sarebbe ancora una normale agenzia immobiliare; senza Internet e gli smartphone Uber e le altre *ridesharing company* non sarebbero nemmeno nate.

L'idea di sharing economy gode di consensi molto ampi, e non solo da parte dei suoi sempre più numerosi fruitori. Piace agli ambientalisti, perché la condivisione delle risorse riduce il consumo di quelle non rinnovabili e l'inquinamento. Piace a chi, per ideologia politica o convinzione religiosa, non ama l'idea di proprietà. Piace a chi vede nelle piattaforme di scambio uno strumento in grado di mettere "più mercato" nell'economia, liberandola dalle molte incrostazioni corporative cumulatesi nel tempo. Piace a chi considera le piattaforme stesse come uno strumento in grado anche di favorire l'inclusione sociale.

A fronte dell'immagine così fortemente positiva di cui essa gode, però, diverse crepe cominciano ad apparire in quella dei suoi principali interpreti. Non tanto per le reazioni delle categorie (i tassisti piuttosto che gli albergatori) che si vedono minacciate nella stessa esistenza, quanto perché **l'anima capitalistica che sempre più emerge con il loro successo** - volta a far crescere profitti e valore anche alle spese degli stakeholder che partecipano al processo - **fa sbiadire quell'immagine democratica che ne aveva**

accompagnato la nascita e agevolato il decollo. E colpisce che le accuse di ricalcare le orme dei capitalisti del primo '900 non provengano tanto da personaggi alla Landini, ma da testate come *WSJ* che qualche tempo fa titolava *"Uber isn't the Uber for rides - it's the Uber for low-wage jobs"*.

Il perché questo avvenga è facilmente comprensibile. **L'ideale per un marketplace è di poter disporre di risorse sottoutilizzate, remunerabili marginalmente**: possessori ad esempio di auto che vedano il lavoro di autisti per UberPop come un modo per arrotondare le proprie entrate; stanze o case sottoutilizzate, che in assenza di Airbnb non renderebbero nulla (o molto meno) ai loro proprietari. Con il tempo e con il successo, però, è cresciuto il numero di coloro che *esclusi* dal mondo del lavoro hanno visto la possibilità di crearsene uno operando come *freelancer* a tempo pieno per Uber, talora dopo aver acquistato appositamente (con l'aiuto finanziario di **Uber** stessa) un'auto, e di coloro che hanno investito (anche indebitandosi) in appartamenti da mettere a totale disposizione di **Airbnb**: vendendosi a trovare gli uni e gli altri alla *totale* mercè delle due società o dei loro epigoni, che possono scaricare su di essi i cali dei prezzi praticati per fronteggiare la concorrenza o gli aumenti dei prelievi effettuati per essere più attrattivi agli occhi degli investitori.

Il **rischio** – per il momento ancora teorico – è che le *crepe* nell'immagine si trasformino in ben più pericolose **crepe nella profittabilità e nel valore**. Come accadrebbe se la class-action intentata in California da un numero elevato di *freelancer* per farsi riconoscere employee (con tutti i diritti e i costi connessi) di Uber e di Lyft dovesse avere successo. E se questo inducesse un "effetto domino" negli US e in altri Paesi.

N.d.A. Non penso che sia un tribunale sulla base di vecchie leggi, come accaduto a Milano, a poter decidere la sorte di un servizio innovativo. Penso però sia giusto chiedersi quanto del valore creato dalle imprese sia legato alla loro innovatività e quanto a comportamenti unfair resi poco visibili dalla innovatività dei loro business model.

GLI USA, LA VOLKSWAGEN E LE IMPRESE HI-TECH E SE L'ATTACCO FOSSE UNA VENDETTA?

E se l'attacco fosse una vendetta degli Stati Uniti per la quasi-crociata che l'UE, sotto la spinta soprattutto tedesca, sta portando avanti contro le imprese tech, Google in primo luogo, ma anche Apple, Amazon, Facebook e Uber?

La prima cosa che ho pensato allo scoppio dello scandalo Volkswagen? È la vendetta degli Stati Uniti per la *quasi-crociata* che l'UE, sotto la spinta soprattutto tedesca e la guida del commissario tedesco per gli affari digitali, Günther Oettinger, sta portando avanti contro le loro imprese *tech*: contro Google in primo luogo, che corre il rischio di finire a pezzi (destino che a suo tempo Microsoft evitò con fatica), ma anche contro Apple, Amazon, Facebook e Uber. Con un accanimento che sembra andare al di là di ragioni più che giuste, quali la lotta ai possibili abusi da posizione dominante e all'elusione fiscale. Con un accanimento che probabilmente riflette la frustrazione di non disporre (a differenza della Cina) di campioni in grado di controcombattere a livello interno e globale e di avere anzi alcune delle roccaforti della propria economia a rischio *disruption*.

Un'interpretazione degli eventi del tutto fantasiosa, la mia, ma non completamente priva di senso. Perché l'EPA-*Environmental Protection Agency*, che ha lanciato e dato grande pubblicità all'accusa, è una agenzia del governo statunitense. Perché l'accusa è stata lanciata proprio nel momento in cui il passaggio dall'Euro5 all'Euro6, obbligatorio nell'UE dall'1 settembre 2015, avrebbe tolto dal mercato i veicoli incriminati (ma ora sono iniziati i sospetti anche sull'Euro6). Perché, se gli Stati Uniti avessero cercato la forma più dolorosa di ritorsione contro la Germania, avrebbero sicuramente scelto come bersagli l'auto e Volkswagen: l'auto, insieme con le attività connesse, vale infatti poco meno dell'8 per cento (la percentuale più alta al mondo) del PIL del Paese e ancor più in termini di occupati; Volkswagen è di gran lunga il gruppo più importante, per giunta con una parte di azioni in mani pubbliche e un ruolo molto rilevante (sia formale sia sostanziale) del sindacato.

Le imprese statunitensi *tech* sotto attacco pesano molto meno, come percentuale del PIL e ancor più degli occupati del Paese, ma ne rappresentano la componente dell'economia più *avanzata* e - insieme con le grandi banche - più pregiata. Apple è leader mondiale assoluta

per capitalizzazione con un valore a inizio ottobre di 630 miliardi di \$, dopo aver toccato i 750, e con un utile netto (largamente favorito dall'elusione fiscale) di 50 miliardi. È seguita da Google (ora Alphabet) a 440 e da Microsoft a 365, mentre le prime due *non tech* - Berkshire Hathaway (la società del mitico Warren Buffett) e Exxon Mobil (l'antica regina ora penalizzata dal prezzo del petrolio) - capitalizzano rispettivamente solo 320 e 315 miliardi. Facebook ne vale circa 260, Amazon 250 e Uber, non ancora quotata, ha una capitalizzazione implicita - sulla base dell'ultimo conferimento - superiore a 50: valori tutti molto elevati se si pensa che le due società *top* del nostro listino, Intesa Sanpaolo ed Eni, capitalizzano 60 miliardi ciascuna.

L'attacco europeo potrebbe quindi costare molto alle grandi del mondo *tech* statunitensi, così come costerà molto a Volkswagen - e presumibilmente all'industria tedesca oltre che all'immagine del Paese - il recente scandalo: in termini di spese, per il richiamo di 11 milioni di auto, di possibili *class action* da parte dei clienti e di caduta nelle vendite, con la perdita della leadership mondiale che la società aveva finalmente conquistato nel primo semestre 2015 superando Toyota. La Borsa ha già colpito il titolo, facendolo scendere del 45 per cento nell'ultimo mese e portando così la capitalizzazione a 52 miliardi di dollari, appena 1 più di Uber (titolo che peraltro comparativamente valeva poco già prima dello scandalo), per la qualità *uniquely awful* (qualificazione di FT) della *governance*. A rischio ci sono ora i posti di lavoro - gli occupati diretti sono ben 575mila (contro i 92mila di Apple e i 57mila di Google) - e il tantissimo indotto (in parte anche nel nostro Paese).

C'è un'altra riflessione che vorrei fare, sull'importanza che il software - spesso silenziosamente - ha raggiunto nella nostra vita. L'istruzione-canaglia (*rogue* il termine anglosassone) era nascosta dal 2007 fra le tante che controllano il funzionamento del motore ed è stata scoperta solamente con le prove su strada: o forse, come sostengono alcuni sempre fantasticando, con la spiata per vendetta di qualcuna fra le persone (sicuramente non poche) che condividevano il segreto.

L'INDUSTRIA AUTOMOBILISTICA, INTERNET E "L'EFFETTO PUNTERUOLO ROSSO"

Elettrica, iperconnessa, senza guidatore, hi-tech. Come sarà, veramente, l'auto del futuro? E come si sta trasformando il settore automotive, simbolo del mondo industriale, minacciato dalla digital disruption nell'era della sharing economy? I fronti aperti sono molteplici. Di certo, l'elettronica si sta insediando nel settore e lo sta "svuotando" dall'interno, come fa con la palma il micidiale insetto noto come punteruolo rosso. L'analisi di Umberto Bertelè

Sono davvero a rischio "disruption" i grandi gruppi mondiali dell'auto, sotto i colpi di maglio dell'innovazione digitale? È credibile che nel prossimo futuro essi si trovino a fronteggiare, come più pericolosi competitori, i grandi della *Internet economy* quali Apple e Google? Gli altri attori della filiera come verranno - se non lo sono già - coinvolti? L'espansione a macchia d'olio della sharing economy provocherà una contrazione della domanda nei paesi sviluppati? E ancora: sarà elettrica l'auto del futuro? Si guiderà da sola?

Sono domande inimmaginabili sino a qualche anno fa, ma sempre più concrete. Dopo essersi abbattuta con effetti spesso devastanti su molti altri comparti - più leggeri - dell'economia, l'innovazione digitale sta penetrando a fondo nell'auto, nel comparto cioè tradizionalmente più emblematico del mondo industriale per complessità, dimensioni delle imprese e dimensioni della filiera. I punti di possibile sfondamento - proprio a causa dell'ampiezza dell'ecosistema, della molteplicità e varietà dei componenti e dell'elevato contenuto di servizi dell'*output* - sono molteplici. Ed è sempre più palpabile la paura di perdere rilevanza (o addirittura di soccombere) delle grandi imprese automobilistiche, diverse delle quali nate più di un secolo fa. Una paura che si estende agli altri soggetti a monte e a valle della filiera (che hanno interessi però talora conflittuali), alle persone che vedono a rischio il valore delle proprie competenze e i propri ruoli, ai governi che temono erosioni del PIL e perdite di occupazione.

Come in ogni grande processo di cambiamento, i dolori di alcuni sono le gioie di altri e alle difficoltà nell'immediato provocate dalla rottura degli equilibri

si contrappongono - su orizzonti temporali più lunghi - vantaggi nella fruizione dell'auto e nel rispetto per l'ambiente, con le crescita di nuove imprese e lo sviluppo di nuove competenze. La mia attenzione, però, sarà dedicata soprattutto al tema della possibile **rottura degli equilibri**.

SARÀ ELETTRICA L'AUTO DEL FUTURO?

La forza degli *incumbent* - dei grandi gruppi automobilistici che competono su una scala sempre più globale - sta essenzialmente nell'esperienza che hanno maturato, nella mole di asset industriali di cui dispongono, nella rete di relazioni consolidate con i fornitori, nella popolarità dei *brand*, nel grado di copertura dei territori delle loro reti di vendita e di assistenza, nei rapporti politico-sociali - con i governi, la PA, le *authority* di settore e i sindacati - nei Paesi ove operano: fattori tutti che si trasformano in (quasi insuperabili) barriere all'entrata nei Paesi a economia avanzata di mercato.

Molti di questi fattori di forza potrebbero però svanire se fosse elettrica l'auto del futuro: una scelta favorevole per l'ambiente, sinora frenata dai costi elevati e dal ridotto (ancorché crescente) grado di autonomia garantito dalle batterie, nonché dalla carenza di una rete di ricarica veloce delle stesse.

La nascita dal nulla di Tesla, in uno Stato senza tradizioni automobilistiche come la California, è sintomatica. Il mercato finanziario ci scommette: **Tesla vale in Borsa quasi 28 miliardi di dollari, la metà circa di Ford (55,2) e General Motors (53,4), il 60 per cento in più di FCA-Fiat Chrysler Automobiles (17,6).**

Diventa non del tutto irragionevole l'ipotesi che un giorno anche Apple, se cambiasse le convenienze, potrebbe entrare nel settore. E Tim Cook, in un recente intervento, ha fatto affermazioni forti: *"The global automobile industry is on the brink of a technology-led upheaval. The industry is at an inflection point for massive change, not just evolutionary change. A series of technology shifts are coming together to create a rare opportunity for outsiders to break into the business. (...) Software becomes an increasingly important component of the car in future. Autonomous driving becomes very much more important in a huge way in future. (...) Major technologies in the car shift from combustion engine focus."*

SI GUIDERÀ DA SOLA L'AUTO DEL FUTURO?

Google è stata pioniera, con la sua *self-driving car*, nell'immaginare un futuro in cui l'auto potesse essere addirittura priva dello sterzo e degli altri comandi tradizionali a disposizione di chi guida: con software, sensori di varia natura (tra cui ovviamente radar), attuatori, interconnessioni con le altre auto e con i rilevatori di traffico, fra i principali ingredienti. Subito seguita (almeno a livello di studio) da diverse altre imprese, tra cui alcune delle *incumbent* e Apple. Gli ostacoli all'autorizzazione alla circolazione di questi veicoli sono ancora elevatissimi. Ma mi sembra si stia verificando un fenomeno simile a quello degli ultimi decenni del secolo scorso, quando era sorto il mito della fabbrica senza operai: non ci si arrivò mai, perché eliminare l'*ultimo* operaio sarebbe stato troppo costoso, ma si mise in moto un processo che - con l'espansione dell'automazione e dei robot - portò alla *fabbrica con pochissimi operai*. **Ciò che sta già accadendo infatti, a partire dai veicoli della fascia alta del mercato, è l'inserimento di driver-assistance features, di supporti alla guida che gestiscono ad esempio il mantenimento in corsia con le distanze di sicurezza e il sorpasso in autostrada o il parcheggio del veicolo:** non l'auto che si guida da sola quindi, almeno per il momento, ma una strumentazione crescente al servizio di chi guida.

L'ELETTRONICA PESA SEMPRE DI PIÙ

L'inserimento di *driver-assistance features* nell'auto è un fenomeno recente e per ora limitato, mentre la rilevanza del *software* nel funzionamento del motore è di più vecchia data: come emerso dal recente scandalo Volkswagen, la cui prima versione del *defeat device* sotto accusa è del 2004.

L'elettronica sta pesantemente entrando nell'auto, però, per almeno per altre due vie.

La prima. Il cruscotto dell'auto assomiglia sempre più

a uno *smartphone*, con connettività e *infotainment* che assumono una valenza competitiva forte: un acquirente su cinque, secondo una indagine effettuata in Germania, si dice disposto a cambiare marca a fronte di un pacchetto *connettività* più ricco.

La seconda. **La connettività appare sempre più destinata ad assumere anche un altro ruolo: permettere al produttore un *check* continuo via Internet dello stato di salute dell'auto venduta, lungo tutto il ciclo di vita della stessa, finalizzato alla manutenzione preventiva.** È quanto accade da tempo nel rapporto fra produttori di pneumatici e grandi flotte di veicoli e tra produttori di impianti industriali e imprese che li hanno installati al loro interno. Il *check* viene effettuato mediante l'invio, tramite una centralina, dei dati rilevati dai sensori *incorporati* nelle diverse parti (motore, freni, frizione, tubo di scarico, pneumatici...) dell'auto stessa.

Complessivamente l'*elettronica* - intesa in senso lato - ha un peso prossimo al 50 per cento.

L'EFFETTO PUNTERUOLO ROSSO

La crescita del peso dell'*elettronica* - fino a valere la metà dell'auto - e l'importanza differenziante da essa assunta comportano il forte rischio per le imprese *incumbent* del comparto automobilistico di rimanere vittime di quello che io chiamo l'*effetto "punteruolo rosso"*: lo stesso che nei PC colpì Ibm, a vantaggio di Microsoft e Intel.

Ibm, dopo aver conquistato (sbarazzandosi dei non pochi concorrenti) una posizione di quasi monopolio nei *mainframe* ed essere riuscita a *contenere i danni* del successivo salto tecnologico ai PC, divenendo leader del settore, si trovò - nella fase di sviluppo successiva dei PC stessi - a essere progressivamente confinata al ruolo di quasi assemblatore dei microprocessori (sempre più potenti) di Intel e del software (sempre più ricco) di Microsoft. **Il risultato è che, pur non essendosi mai integrati a valle Intel e Microsoft, Ibm sopravvisse (sino alla cessione a Lenovo della *business unit*) ma come svuotata dall'interno, analogamente alla palma in cui si sia insediato un *punteruolo rosso*: non era più il brand Ibm ad attirare gli acquisti, ma i brand dei due fornitori fondamentali;** non vi era più *unicità*, perché Intel e Microsoft rifornivano anche i concorrenti; non vi era più extraprofitabilità, perché erano i due fornitori a fare la parte del leone nell'ambito della filiera.

Le grandi case automobilistiche potrebbero sopravvivere, ma (riprendendo Tim Cook) in una situazione in cui *"major technologies shift from combustion engine focus"*, in cui non sono più i motori - come nel passato - a

La self driving car per ora è lontana, ma si stanno diffondendo nuovi strumenti di supporto a chi guida, per esempio per il parcheggio o il mantenimento delle distanze di sicurezza



fare la differenza. A vantaggio di chi? A vantaggio dei componentisti come Bosch (quasi 50 miliardi di euro di fatturato complessivo e 3 mila software engineers), che stanno investendo moltissimo e lavorano in stretta interazione con le Internet company, e/o direttamente delle Internet company, che dovrebbero comunque avvalersi dei componentisti per i sensori e gli attuatori (come sta facendo Google con Bosch per la realizzazione della sua self-driving car).

LO SFRUTTAMENTO DI CONNETTIVITÀ E INFOTAINMENT

La trasformazione del cruscotto in uno smartphone apre grandi possibilità di sfruttamento dei dati che si possono acquisire sugli automobilisti. Sul tema è intervenuta nei mesi scorsi addirittura Angela Merkel, per avvisare che non avrebbe permesso alle imprese come Apple e Google - che insieme controllano la quasi totalità dei sistemi operativi per apparati mobili - di mettere sul mercato la *privacy* dei cittadini tedeschi.

Non è per nulla certo, però, che si vada verso un blocco totale in tutti i Paesi. È probabile che pure le imprese automobilistiche vogliano entrare nella partita, attraverso accordi di spartizione con le *Internet company*. Ed è possibile che molti automobilisti rinuncino volontariamente alla *privacy*, in cambio di servizi o di sconti.

LA CRESCENTE VICINANZA FRA PRODUTTORI E AUTOMOBILISTI

In contrapposizione con i rischi a monte (*effetto punteruolo rosso*), le innovazioni in atto tendono ad accrescere la presa a valle delle grandi case automobilistiche sui propri clienti, con uno schiacciamento delle strutture intermedie di vendita e assistenza.

È una tendenza in atto da anni e che appare destinata a rafforzarsi ulteriormente.

In primo luogo è cresciuto enormemente, con la diffusione di Internet e più recentemente del *Mobile*, il ruolo dei siti delle case automobilistiche - divenuti veri e propri saloni espositivi *virtuali* - nel preorientare i potenziali acquirenti (già clienti o meno) nella selezione dei modelli e delle marche da visionare poi nei saloni espositivi reali, siano essi dei concessionari monomarca (come prevalentemente in Italia) o dei *dealer* multimarca.

In secondo luogo l'allungamento dei tempi di garanzia, con le connesse revisioni programmate presso la rete di assistenza propria o autorizzata, ha drammaticamente ridotto gli spazi per le *vecchie* officine meccaniche indipendenti e riportato quasi integralmente l'assistenza post-vendita *sotto le ali* delle case produttrici: fenomeno cui ha contribuito anche il già citato passaggio da una

componentistica prevalentemente meccanica a una con forti contenuti elettronici.

Il fenomeno (già citato) nuovo, che potrà in sinergia con i precedenti rendere ancora più stretto e organico il rapporto fra produttore e cliente e che assumerà progressivamente consistenza con il diffondersi dei nuovi modelli, è quello del *check* continuo via Internet dello stato di salute delle auto, finalizzato alla manutenzione preventiva. Nella stessa direzione va l'altro *trend*, ampiamente utilizzato ad esempio da Tesla, di aggiornare periodicamente e gratuitamente - come per gli *smartphone* - il *software* di presidio alle varie funzioni dell'auto: per migliorare le prestazioni, correggere gli eventuali errori e (tema di crescente rilevanza) aumentare le difese contro le possibili intrusioni degli *hacker*.

Se la *vicinanza* è molto cresciuta nelle fasi antecedenti la vendita (con lo sviluppo dei siti) e post-vendita, molto più ridotte sono le esperienze di vendita diretta via *e-commerce*: anche per le ovvie resistenze delle reti di concessionari esistenti. Tesla - avendo goduto del vantaggio di partire da zero - rappresenta il caso più rilevante di vendita diretta (nonostante gli ostacoli giuridici che incontra in diverse parti degli Stati Uniti), come emerge da un recente articolo di *The Economist* allusivamente intitolato "*Death of a car salesman*". **Ma esperienze più ridotte, per serie limitate di gamma alta, sono state effettuate anche da Daimler Benz, BMW, Hyundai e Volvo: accoppiando la creazione di *showroom* "stile Apple", non strettamente orientati alla vendita, all'effettuazione di quest'ultima via *e-commerce* (facendo comporre ai clienti i modelli desiderati).**

Un attacco di natura diversa ai dealer si è avuto invece negli Stati Uniti con la crescita dello strapotere - nell'indirizzamento - di siti "tipo TripAdvisor", volti a offrire ai potenziali acquirenti di auto una valutazione della bontà dei prezzi e del livello di servizio dei diversi *dealer*, "forzati" a pagare una cifra non piccola per ogni cliente veicolato. Solo in ritardo i dealer si sono accorti del pericolo, per la loro redditività e la loro immagine, che i nuovi intermediari venivano a rappresentare e stanno cercando di reagire - ancora non si sa con quale possibilità di successo - potenziando i loro siti.

LA MINACCIA "SHARING ECONOMY"

La *sharing economy*, l'economia della condivisione, ha per definizione lo scopo di economizzare risorse condividendole, di permettere cioè alle persone di spendere meno (o molto meno) per godere di prestazioni non troppo dissimili da quelle ottenibili con l'*economia della proprietà*. Ma proprio per questo essa rappresenta una seria minaccia - tanto più consistente

quanto maggiore sarà il suo successo - alla dinamica delle vendite di auto nuove.

Nei Paesi a maggiore sviluppo, ove la concentrazione delle persone nelle aree urbane è più elevata e i temi della salvaguardia dell'ambiente e della congestione da traffico sono più sentiti, è probabile che essa porti - anche se con forti asimmetrie territoriali e temporali - a concezioni diverse dell'organizzazione della mobilità e a un conseguente ridimensionamento strutturale dello stock complessivo di auto in circolazione, con ovvi effetti sui livelli correnti delle vendite. Ma anche nei Paesi che sono attualmente in fase di sviluppo non è affatto detto che venga ripercorsa la strada storicamente seguita da quelli sviluppati: è possibile che venga adottata da subito un'organizzazione della mobilità diversa, con penalizzazioni anche significative dei tassi di crescita della domanda.

La *sharing economy*, è opportuno ricordarlo, non nasce dal nulla. In senso lato fanno capo a essa tutti i servizi di mobilità *pubblici* (metropolitane, treni, ecc.), a livello urbano o su percorrenze più lunghe, nati prima dell'automobile e spesso in concorrenza con essa. Fa capo a essa il servizio taxi, introdotto nel primo '800 ancora al tempo delle carrozze, che può essere visto come una forma *ante-litteram* di "*piattaforma on demand*". Fanno capo a essa i servizi di *rent-a-car*, sviluppatisi nella prima metà del '900 con società come Hertz e Avis, che mettono a disposizione dei clienti - con una modalità *pay per use* - auto di proprietà delle società.

Le forme di *sharing economy* emerse negli ultimi anni sono in parte eredi dirette di taxi e *rent-a-car*, con modalità e *business model* però che sfruttano le potenzialità derivanti dalla enorme diffusione degli *smartphone* e dallo sviluppo in genere delle tecnologie digitali.

Uber, il nome più rappresentativo insieme con Airbnb della *sharing economy*, ha come ben noto riconfigurato il servizio taxi, puntando sul miglioramento della sua fruibilità. E lo stesso fanno Lyft prevalentemente negli US, Didi Kuaidi in Cina e Ola in India, che ne hanno imitato il modello. Mentre Car2Go ed Enjoy, la prima facente capo al gruppo Daimler Benz e la seconda al gruppo Eni, sono esempi di iniziative che hanno portato a livello urbano e per tempi di utilizzo molto più ridotti il modello *rent-a-car*.

Le forme più innovative di *sharing economy* sono forse però quelle che si pongono come obiettivo lo sfruttamento di risorse sottoutilizzate. Ad esempio BlaBla Car e Lyft offrono a pagamento, sulle loro piattaforme, i *posti liberi* messi a disposizione sulle loro auto dai priva-



ti che si accingono a effettuare determinati viaggi sulla media distanza e desiderano dividerne i costi. Uber (con UberPool), Lyft (con Line) e Didi Kuaidi (con Hitch) offrono nelle grandi città servizi tipo *shuttle bus*, mettendo assieme attraverso le loro piattaforme persone che vanno nella stessa direzione, ma con punti di stop diversi, su veicoli di privati disposti – a fronte dei compensi – ad allungare (a causa degli stop) i tempi di percorrenza. Ancora Uber, con il tanto contrastato UberPop, ha cercato di allargare l'offerta e ridurre il costo dei viaggi urbani utilizzando privati, possessori di auto, desiderosi di integrare il proprio reddito con una attività di guida *part-time*.

Il moltiplicarsi di iniziative ha spinto peraltro anche le grandi case automobilistiche a entrare in un business così lontano dal loro. **Ford, General Motors e BMW, separatamente ma quasi contemporaneamente, hanno lanciato una variante del *rent-a-car* tradizionale, offrendo sul mercato - attraverso le loro piattaforme - le auto messe a disposizione a pagamento dai loro clienti per i periodi di non utilizzo e facendosi garanti verso gli stessi dell'integrità dei mezzi al momento della restituzione.**

IN SINTESI

Volendo fare una piccola sintesi, i rischi - derivanti dall'*innovazione digitale* - per i grandi gruppi mondiali dell'auto sono di almeno tre tipi:

- **l'abbassamento delle barriere all'entrata**, con l'emergere di nuovi concorrenti (*start-up* come Tesla o imprese con enormi mezzi come Apple) potenzialmente molto pericolosi, nel caso in cui le accresciute prestazioni delle batterie e la creazione di reti capillari di ricarica favoriscano l'espansione delle auto elettriche;
- **la contrazione della domanda nei Paesi sviluppati** e la riduzione del tasso di crescita della stessa in quelli in fase di sviluppo se la *sharing economy*, insieme con l'aumento dei vincoli alla circolazione nelle aree urbane e con il potenziamento delle infrastrutture pubbliche di trasporto, soddisferà una quota crescente dei bisogni di mobilità;
- **la perdita di rilevanza nell'ambito della filiera a favore dei fornitori** (componentisti "tipo Bosch" e/o imprese Internet "tipo Google"), con

Il moltiplicarsi di iniziative ha spinto le grandi case automobilistiche a entrare in un business lontano dal loro. Ford, General Motors e BMW, separatamente ma quasi contemporaneamente, hanno lanciato una variante del *rent-a-car* tradizionale

una conseguente contrazione anche forte della profittabilità, se il peso dell'elettronica nell'auto continuerà a crescere e l'offerta sarà concentrata nelle mani di pochi: quello che ho chiamato *effetto punteruolo rosso*.

I grandi gruppi, in contropartita, possono sfruttare l'innovazione digitale per accrescere le relazioni dirette con i clienti, ai danni dei concessionari e dei *dealer* multimarca, e per prendere sotto il proprio controllo le attività post-vendita e le forniture di parti di ricambio: con vantaggi in termini di fedeltà dei clienti e di profittabilità corrente.

I dealer – concessionari monomarca od operatori multimarca – appaiono fra i più probabili peridenti e presumibilmente (soprattutto i secondi) cercheranno di reagire con fusioni e acquisizioni che ne accrescano la dimensione.

I fornitori della componentistica tradizionale appaiono destinati a soffrire, mentre più rosee sono le prospettive per quelli della componentistica innovativa, se la competizione fra loro non sarà troppo intensa.

I servizi per la mobilità dovrebbero complessivamente migliorare, con vantaggi per l'ambiente e una minor congestione. Più misti invece gli effetti per chi vorrà continuare a usare i mezzi propri, aiutato nella guida dalle nuove strumentazioni ma sempre più sotto controllo: non solo da parte dei corpi di polizia, ma probabilmente anche degli assicuratori, che potranno sfruttare la connettività per *tenere sott'occhio* la pericolosità dello stile di guida e sulla base di questo stabilire il premio da pagare.

APPLE SULLE MONTAGNE RUSSE

L'utile trimestrale è il più alto della storia, ma i mercati non hanno fiducia e il titolo precipita: bruciati in un mese 250 miliardi di dollari. Di cosa hanno paura gli investitori? Del destino dell'iPhone, della mancanza di reali novità e forse anche del fisco

Il 23 febbraio 2015 Apple *valeva* in Borsa 775 miliardi di dollari, la cifra più alta di tutti i tempi, e sembrava proiettata verso quota 1000. Il 30 gennaio 2016 (mentre scrivo), a poco meno di un anno di distanza, ne vale *solo* 521. È una caduta di circa 250 miliardi, solo in parte riconducibile ai ricchi dividendi e ai *buyback*: elevatissima, se si pensa che i primi 7 gruppi per *capitalizzazione* italiani (Eni, Intesa Sanpaolo, Enel, Luxottica, Unicredit, Generali e Telecom Italia) *valgono* complessivamente 240 miliardi; a prima vista sorprendente, se si pensa che l'utile trimestrale appena comunicato è il più elevato della storia della società.

Apple non è però nuova alle cadute. Solo 3 anni fa il suo *valore* era passato dai 630 miliardi di settembre 2012 ai 370 del giugno successivo, con un *salto* pari in termini assoluti ma più cospicuo in percentuale. Per poi iniziare il ridecollo e crescere in diciotto mesi di 400 miliardi, sino a quota 775.

Parlare di *montagne russe* non è esagerato. Come può spiegarsi una *volatilità* così elevata, per una società che ha costantemente incrementato le sue *performance* sino agli attuali 235 miliardi di ricavi e quasi 54 di utile? Come può spiegarsi che la Borsa abbia quasi allineato la valutazione di Google (ora Alphabet) a quella di Apple, portandola a oltre 500 miliardi, 35 volte l'utile netto (15 miliardi circa) contro il multiplo 10 usato per Apple? E che lo stesso multiplo 35 sia applicato a Microsoft, non certo una *start-up*, nell'attribuirle un *valore* di 415 miliardi a fronte di 11 di utile?

È la *paura per il futuro* che periodicamente sembra ossessionare il mercato nel giudicare Apple. La paura fu il fattore scatenante della caduta di tre anni fa: paura, a quasi un anno dalla scomparsa di Steve Jobs, che fosse *irriproducibile* il modello di crescita basato sui *breakthrough* (iPod e iTunes, iPhone, iPad) di cui era stato l'artefice assoluto. La risposta di Tim Cook, suo successore, fu quella di cambiare modello: non puntare su nuovi *breakthrough*

(anche se forse le attese su *Apple Watch* erano maggiori), ma estrarre il massimo valore possibile dall'esistente, anche sfruttando la crescita vertiginosa della domanda globale di *smartphone* (1,2 miliardi di esemplari nel 2014). Egli fece tutto ciò che un manuale di marketing consiglia: tinse di *lusso* l'immagine, per mantenere premi di prezzo elevati; lavorò sull'*iPhone*, ingrandendone sull'onda di Samsung lo schermo e introducendo funzionalità quali i pagamenti; entrò con forza nel mercato cinese, conquistandone la fascia alta. Con la contropartita però che la società venne sempre più a identificarsi con il prodotto che le garantiva i maggiori profitti e due terzi dei ricavi, l'*iPhone*. Per cui, all'apparire dei primi segni di rallentamento della domanda, il titolo iniziò a scendere sino a precipitare ai livelli attuali.

Ha ragione Apple nel rifiutare l'etichetta di società *hardware*, nell'esaltare le sue potenzialità di espandersi nei servizi sfruttando l'enorme *parco installato* (un miliardo circa di *device* fra iPhone, iPad e Mac) e nell'evidenziare l'esistenza di una *riserva di caccia* quasi inesplorata quale l'India? O ha ragione il mercato, nel preoccuparsi che - in assenza di novità di rilievo - anche i premi di prezzo dell'*iPhone* siano destinati a ridimensionarsi, in un mercato che sembra essere (almeno nella fascia alta) sempre più di sostituzione?

Solo il futuro darà una risposta. Non credo che le occasioni di nuovi business mancheranno, perché il processo di digitalizzazione dell'economia - come si vede dai fermenti in atto nell'auto, nella finanza e nel *manufacturing* - è tutt'altro che concluso. Non è certa però la coincidenza fra i protagonisti di oggi e quelli di domani, come le storie di Nokia e BlackBerry insegnano. E una riflessione va fatta anche sui *danni* che gli utili e le capitalizzazioni dei *big* del digitale - a partire da Apple - potrebbero soffrire, se la loro capacità di eludere il fisco dovesse svanire.

GLI “UNICORNI”: UNA REALTÀ IRRIPETIBILE, AFFASCINANTE, CON QUALCHE CREPA

Sono più di 140 le giovani aziende - come Uber e Airbnb - valutate almeno un miliardo di dollari in occasione dell'aumento di capitale più recente. Un fenomeno figlio di due eccezionalità: la digitalizzazione, e l'enorme disponibilità di capitali alla disperata ricerca di rendimenti. Ma oltre all'indiscusso fascino si intravedono crepe, che potrebbero approfondirsi e far inceppare l'intero sistema

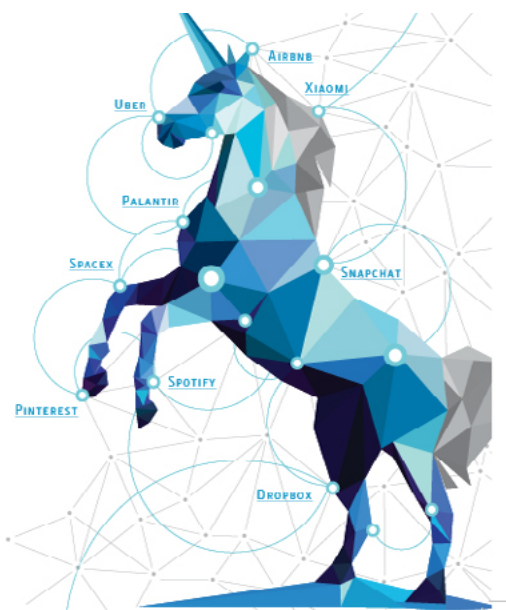
Gli *unicorni*, oggetto della *cover story*, sono imprese giovani (raramente con più di dieci anni di vita) che hanno fruito per la loro crescita dell'apporto di capitali privati - di fondi ma anche di singoli con patrimoni consistenti - e che sono state valutate almeno un miliardo di dollari in occasione dell'aumento di capitale più recente. Il loro numero è molto cresciuto nel tempo, se ne contano ben 146, non solo come frutto dell'effervescenza imprenditoriale, ma anche per la crescente riluttanza (a causa delle incertezze dei mercati finanziari) a seguire una delle due uniche strade possibili - quotarsi o farsi comprare da gruppi più grandi - per poter far rientrare gli investitori dei capitali messi in gioco.

Perché una realtà *irripetibile* e *affascinante*, ma con qualche *crepa*?

Una realtà *irripetibile*, o comunque difficilmente replicabile, perché *figlia* di due eccezionalità: la *digitalizzazione* da un lato, con le sue grandissime potenzialità di innovazione in tutti i comparti dell'economia e nello stesso nostro modo di vivere; l'enorme disponibilità di capitali alla disperata ricerca di rendimenti, dall'altro, in una fase storica in cui si è giunti ai tassi di interesse negativi.

Una realtà *affascinante* se si guarda alla California (ove si ha la massima concentrazione di *unicorni*) non solo come patria delle tecnologie digitali e del *venture capital*, ma anche come luogo ove - a differenza ad esempio di un Paese (tristemente) conservatore come il nostro - c'è ancora chi pensa, talora con una vena di pazzia, che il mondo possa essere cambiato e che anche le regole più consolidate possano essere sovvertite. Due esempi, ripresi dalla *cover story*: Uber, con la sua idea *folle* di cambiare la gestione dei servizi privati di trasporto locale in tutto il mondo, che per perseguirla

si mette in conflitto quasi ovunque con le autorità e provoca addirittura violente proteste di piazza, ma che paradossalmente vede la sua idea avere successo anche laddove non è ancora presente (ma ove sono nate imprese che hanno prontamente imitato il suo *business model*); Airbnb, con la sua idea altrettanto *folle* di ristrutturare completamente il sistema dell'accoglienza e della ricezione a livello mondiale, che si scontra anch'essa quasi ovunque con gli interessi costituiti (fino a farsi bandire da un'area come la Catalogna), ma che ha una capacità tale di incidere sui comportamenti - sia di chi cerca alloggi sia di chi li mette a disposizione - da obbligare una larga parte del sistema alberghiero a ristrutturarsi o morire.



Una realtà *affascinante* anche se si guarda alla Cina, che ha visto il suo *unicorno* Alibaba portare a casa, con l'IPO del 2014, la cifra più elevata della storia borsistica mondiale. Affascinante perché mostra l'intelligenza di un Paese che decide - avvalendosi anche dell'arma del protezionismo - di costruire direttamente con il *digitale* le nuove infrastrutture, commerciali ma pure finanziarie, che la sua enorme crescita ha reso indispensabili.

Ma gli *unicorni* sono anche una realtà in cui si intravedono *crepe*, che potrebbero approfondirsi e far inceppare l'intero sistema se non si rimette in moto il meccanismo degli IPO. Quello che è già avvenuto in diversi casi è che la Borsa non sia disponibile a confermare - in sede di quotazione - il valore attribuito alle società in occasione dell'ultimo aumento di capitale privato. Un fatto tutt'altro che strano, soprattutto

per aumenti datati, se si pensa alle enormi fluttuazioni nelle capitalizzazioni di società quotate famose: LinkedIn e Twitter hanno perso ad esempio negli ultimi 12 mesi rispettivamente il 57 e il 68 per cento del loro valore, mentre Alphabet-Google e Facebook lo hanno accresciuto del 35-40. Un fatto che spesso ha spinto gli *unicorni* a rinviare l'IPO *in attesa di tempi migliori*. La novità che turba i sonni di molti loro fondatori è che i grandi *mutual fund* come Fidelity, entrati in gioco relativamente di recente come finanziatori, sono obbligati dalle regole dei loro *internal audit* a rivedere periodicamente i valori degli *asset* e lo stanno facendo, sulla base dell'andamento dei titoli *comparabili*: *ufficializzando* tagli sui valori che rischiano di far perdere le risorse umane di maggior pregio, in larga misura retribuite con azioni.

MICROSOFT-LINKEDIN, IDENTIKIT DI UN MATRIMONIO INATTESO

Gli analisti finanziari sembrano spiazzati dalla notizia dell'acquisizione, la terza di tutti i tempi per rilevanza nell'ambito hi tech (26 miliardi di dollari cash). Il disegno del CEO Satya Nadella, non certo uno sprovveduto, non è ancora chiaro, e desta molta curiosità

Microsoft è la terza società al mondo per capitalizzazione, alle spalle di Apple e Google. Vale 390 miliardi di dollari, il doppio di cinque anni fa (nonostante il calo del quasi 9 per cento negli ultimi 6 mesi) e ben 38 volte il suo utile. Ha cioè un multiplo P/E più da *start-up* che da società ai vertici della Borsa da almeno 20 anni, elevatissimo se si pensa che Apple ha un multiplo 11. Piace evidentemente alla Borsa, che scommette sulla sua crescita. Piace soprattutto il CEO Satya Nadella (succeduto a Ballmer oltre due anni fa), per lo sforzo che sta facendo di cambiare una cultura d'impresa ancora troppo legata ai prodotti (Windows e Office) di cui Microsoft è stata monopolista per tanti anni e per i successi che sta cogliendo nel *cloud computing*.

LinkedIn è una società molto più giovane. È un *social network* quasi coevo di Facebook - essendo nata circa un anno prima - che ha sempre avuto però una valutazione molto inferiore rispetto al rapporto fra iscritti: oltre 430 milioni quelli di LinkedIn, un miliardo e 650 milioni quelli di Facebook. Non è infatti mai riuscita a raggiungere la soglia dei 34 miliardi, nemmeno nel momento di massimo fulgore (febbraio 2015), e da allora ha iniziato una discesa che l'ha fatta precipitare in un anno poco sopra ai 13; mentre Facebook a maggio ha quasi toccato quota 350. Rispetto a Facebook è molto più focalizzata - è la più grande *rete professionale* del mondo - ma non è riuscita sinora a sfruttare adeguatamente la maggiore specializzazione. Ha ricavi pari a 3,2 miliardi, realizzati prevalentemente vendendo le informazioni sugli iscritti e giocando il ruolo di società *low cost* di *head hunting*. Occupa quasi 10 mila persone e perde 170 milioni.

Data la grandissima notorietà delle due società, è abbastanza naturale che l'annuncio del loro *matrimonio* abbia destato una marea di commenti: sul costo - 26 miliardi *cash* - dell'acquisizione, terza di tutti i tempi per rilevanza nell'ambito *tech*; sul *track record* negativo delle

precedenti acquisizioni (di quella di Nokia in particolare), effettuate però dal precedente CEO; sulla difficoltà di integrare due culture di impresa così diverse, ben chiara a Nadella che ha promesso a LinkedIn (per non perdere le risorse umane più valide) una forte autonomia; sul senso complessivo dell'operazione, e specificamente sui vantaggi conseguibili da Microsoft e/o dal suo CEO.

Riporterò alcuni pareri, rappresentativi di posizioni molto diverse. Tra i titoli più critici quello di The Economist: *"Microsoft's purchase of LinkedIn is one of the most expensive tech deals in history. It may not be one of the smartest"*. Con una osservazione interessante: l'obiettivo di Nadella di far diventare LinkedIn sempre più il *salotto* in cui le persone si scambiano informazioni sul proprio lavoro potrebbe infastidire ulteriormente le imprese (che temono le *tentazioni* per i propri dipendenti) e spingerle - come già accade - a bloccare o limitare l'accesso a LinkedIn. Piuttosto critico anche FT, in uno degli articoli sul tema: *"It is a strange move (...) It is not clear how the business fits together with Microsoft; still less how Mr Nadella can use it to drive the group's future growth"*. E soprattutto *maligno*, perché avanza il sospetto che l'operazione sia finalizzata ad accrescere il compenso in azioni che Nadella riceverà alla conclusione del suo quinquennio come CEO. Più favorevole invece WSJ, che esprime fiducia per un CEO che sinora ha sbagliato poche mosse: *"If Mr. Nadella can re-energize an organization as big and legacy-bound as Microsoft, who is to say he can't do the same for 13-year-old LinkedIn?"*.

Il mio punto di vista? Ho molte difficoltà nel comprendere i vantaggi dell'operazione, ma sono molto curioso di vedere come Nadella - sicuramente non sprovveduto - renderà operativa la sua visione. E ne farò, nel bene o nel male, un capitolo della terza edizione di *Strategia* (ora sto scrivendo la seconda).