

Politecnico di Torino

Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

A.a. 2021/2022

Sessione di Laurea Marzo 2022



**Politecnico
di Torino**

**Acquisizioni ostili, Opa
e meccanismi di difesa.**

Caso studio: Sanofi-Aventis e Genzyme

Relatore:

Prof. Riccardo Calcagno

Candidato:

Carolina Centorbi

Sommario

Sommario	2
Introduzione	4
1. Le acquisizioni	6
1.1 Concetto di contendibilità della proprietà	6
1.2 Motivazioni, tipologie e caratteristiche delle acquisizioni	7
1.3 Acquisizioni ostili	12
1.4 Offerta pubblica di acquisto	15
1.5 Meccanismi di difesa da acquisizioni ostili	19
1.5.1 Motivazioni legate all'utilizzo dei meccanismi di difesa	19
1.5.2 Meccanismi di difesa pre-offerta	20
1.5.2.1 Poison pills	20
1.5.2.1.1 Flip-in	22
1.5.2.1.2 Flip-over	22
1.5.2.1.3 Dead Hand	23
1.5.2.1.4 No hand (o dead hand di durata limitata)	24
1.5.2.1.4.1 Golden share	25
1.5.2.2 Poison put	26
1.5.2.3 Paracadute d'oro	28
1.5.2.4 Emendamento allo statuto - consiglio di amministrazione scaglionato	29
1.5.2.5 Emendamento allo statuto - Disposizioni a maggioranza qualificata	30
1.5.2.6 Stock Option	31
1.5.3 Meccanismi di difesa post-offerta	32
1.5.3.1 Contenziosi	32
1.5.3.2 Difesa Greenmail	33
1.5.3.3 Accordo di Standstill	34
1.5.3.4 Cambiamenti nella struttura di capitale	35
1.5.3.5 Difesa white knight	36
1.5.3.6. Difesa Crown Jewel	36
1.5.3.7 Difesa Pac-Man	37
1.5.4 Effetti relativi all'adozione di meccanismi di difesa	38
1.6 Legislazione relativa alle azioni di difesa da takeover	49
2. Caso di studio: Sanofi-Aventis e Genzyme	57
2.1 Introduzione e contesto dell'acquisizione	57
2.1.1 Sanofi	59

2.1.2 Genzyme	64
2.2 Motivi che hanno portato Sanofi-Aventis all'acquisizione	66
2.3 Processo di acquisizione	67
2.3.1 Valutazione di Genzyme	73
2.3.2 Secondo tentativo di offerta	74
2.3.3 Lancio dell'Opa	75
2.3.4 Riepilogo dei Termini e delle condizioni principali dell'offerta	82
2.3.5 Finalità dell'Offerta	83
2.3.5.1 Piani per Genzyme	83
2.3.5.2 Rappresentanza del Consiglio	84
2.3.6 Condizioni dell'offerta	84
2.3.7 Finanziamento	85
2.3.8 Comunicato stampa di Genzyme del 22 ottobre	86
2.3.9 Meccanismi di difesa a disposizione di Genzyme	92
2.3.10 Riepilogo delle analisi finanziarie	104
2.3.11 Conflitti tra il management di Genzyme e i suoi azionisti	107
2.4 Accordo finale	113
2.4.1 Genzyme considera l'offerta revisionata di Sanofi-Aventis	113
2.4.2 Completamento dell'acquisizione	119
2.4.3 Controversie post acquisizione	120
2.5 Andamento delle imprese nel periodo post acquisizione	123
3. Conclusioni	131
Bibliografia	134
Sitografia	136

Introduzione

L'obiettivo del presente elaborato è l'analisi delle dinamiche delle scalate ostili, dei diversi meccanismi di difesa con cui un'impresa affronta un tentativo di takeover e l'impatto che questi strumenti hanno sulle caratteristiche delle operazioni e in generale sul mercato delle acquisizioni.

Inizialmente, viene affrontato il tema delle acquisizioni e del motivo per cui le imprese sono spinte a intraprendere questo tipo di operazioni, poi nello specifico quello delle acquisizioni ostili, quindi il tema delle offerte pubbliche di acquisto (Opa). In seguito, vengono elencati i differenti tipi di strumenti di difesa, divisi in due tipologie a seconda del momento in cui sono utilizzati, pre o post offerta e tutti i possibili effetti derivanti dalla loro applicazione. Segue un focus sugli aspetti legislativi riguardanti le acquisizioni ostili e la loro evoluzione, a livello nazionale ed europeo, fino ad oggi.

La seconda parte della tesi affronta un caso reale di takeover ostile, avvenuto nel 2011, nel settore farmaceutico-biotech, in cui il gruppo francese Sanofi-Aventis ha acquisito la statunitense Genzyme. In questo caso studio, l'impresa target per molti mesi, a partire dalla prima lettera di offerta privata, ha sempre rifiutato di negoziare un accordo e di fornire tutte quelle informazioni utili all'acquirente per condurre le operazioni di due diligence. Sanofi allora ha dovuto lanciare un'offerta di pubblico acquisto, rivolgendosi così direttamente agli azionisti, ma Genzyme ha continuato a negare una trattativa e ha minacciato l'offerente di avere a disposizione dei meccanismi di difesa che avrebbe potuto utilizzare quando lo avesse ritenuto opportuno. A seguito del dissenso da parte di molti azionisti, contrari al fatto che Genzyme non apriva al dialogo, bloccava un possibile aumento dell'offerta, l'impresa target ha deciso di instaurare un dialogo con l'offerente, e, infine, attraverso l'utilizzo di un diritto di valore contingente, le due imprese hanno stipulato un accordo ritenuto soddisfacente da entrambe le parti. L'analisi mostra come Genzyme, senza adottare realmente uno dei meccanismi di difesa che aveva a disposizione (ma che aveva espressamente dichiarato di poter utilizzare), rifiutando in modo netto ogni tentativo di offerta ritenuto non equo e cercando di convincere gli azionisti a fare altrettanto, sia riuscita ad

ottenere un premio per le azioni maggiore del 10% rispetto a quello che aveva inizialmente proposto Sanofi-Aventis.

1. Le acquisizioni

1.1 Concetto di contendibilità della proprietà

Per introdurre l'argomento delle acquisizioni si deve innanzitutto fare riferimento al concetto di contendibilità della proprietà.

La proprietà si afferma attraverso il diritto residuale di controllo che consiste nella facoltà di decidere l'impiego degli asset di un'impresa in tutti i casi non specificati dai contratti, poiché, come è noto, i contratti sono per natura incompleti. Tale diritto deve essere contendibile, per evitare comportamenti opportunistici da parte del management che altrimenti sarebbe incentivato a massimizzare la propria utilità, ovvero i benefici privati, piuttosto che il valore dell'impresa. Il controllo di un'impresa è contendibile quando si può ottenere acquistando sul mercato quote di capitale; la contendibilità infatti, per il management dell'impresa, è un elemento disciplinante che spinge dirigenti e amministratori verso una migliore e più efficiente gestione delle risorse. Tramite la contendibilità della proprietà, quindi, si può garantire un'allocazione ottimale dei diritti residuali di controllo, con lo scopo di massimizzare il valore dell'impresa.

Questo è un compito della Corporate Governance, termine con cui si intende il meccanismo di governo e controllo delle imprese, ovvero tutte le regole e gli strumenti che mirano a una gestione dell'impresa guidata dall'efficienza e dalla tutela degli interessi degli stakeholder. Essa deve garantire un'efficiente allocazione del controllo e la sua trasferibilità, favorendo la concorrenza e le operazioni di takeover.

Esiste, al riguardo, il mercato del controllo delle imprese, ovvero tutto l'insieme di regole e istituzioni che presiedono alle operazioni di M&A, che consente agli azionisti insoddisfatti di poter vendere le proprie azioni e ai manager capaci di ottenere il controllo delle imprese guidate da manager incapaci.

1.2 Motivazioni, tipologie e caratteristiche delle acquisizioni

Un'acquisizione è un processo mediante il quale un'impresa, definita *acquirente*, compra un'altra impresa, definita *target*, e può avvenire tramite negoziazione uno a uno, asta organizzata dall'impresa target oppure attraverso il lancio di un'Opa, offerta di pubblico acquisto, da parte dell'acquirente.

L'acquirente si offre per l'acquisto di tutte le azioni in circolazione oppure per una quantità che gli possa garantire il controllo della target, facendolo a un determinato prezzo. Affinché l'offerta possa essere presa in considerazione dagli azionisti della target vi deve essere un *takeover premium* pari al prezzo offerto meno il prezzo delle azioni dell'impresa target pre-offerta.

Una volta che l'offerente ha acquisito una partecipazione sufficiente ad esercitare il controllo, può attuare qualsiasi strategia, inclusa un'integrazione delle due società o una dismissione, in tutto o in parte, dei beni della target.

Le acquisizioni, e in generale le operazioni di M&A, sono spesso legate a cambiamenti fondamentali nell'economia:

- cambiamenti tecnologici;
- globalizzazione dei mercati e cambiamenti nell'intensità della concorrenza;
- comparsa di nuovi settori e/o nuove regolamentazioni;
- cicli dei mercati finanziari;
- variabili macroeconomiche come aumento della domanda o interventi di policy.

La motivazione principale che sta alla base di questi processi è che l'unione di due imprese crei un valore più elevato in termini di utili e di crescita dei ricavi rispetto alle due imprese distinte, grazie alla possibilità di sfruttare eventuali sinergie ed economie di scala. Quest'ultimo obiettivo è raggiungibile soprattutto attraverso le acquisizioni di tipo *orizzontale*, ovvero tra imprese dello stesso settore e dello stesso livello della filiera produttiva, per cui si ottiene una riduzione dei costi di produzione e della concorrenza, aumentando il proprio potere di mercato.

Tramite un'acquisizione di tipo *conglomerale* invece, si può attuare una strategia di diversificazione, aspetto molto importante se si appartiene a un settore

fortemente ciclico perché l'unione con un'impresa che lavora in un settore anticiclico può aiutare a ridurre i rischi di eventuali perdite legate alla variazione del ciclo economico e creare delle economie di scopo.

Le acquisizioni di tipo *verticale* sono quelle riguardanti imprese che operano a livelli diversi della stessa filiera produttiva quindi del tipo fornitore-produttore o produttore-distributore. Questo tipo di acquisizioni contribuisce a ridurre i costi di produzione, abbattere i costi di transazione e di hold-up ed aumentare il potere di mercato.

Infine, queste operazioni consentono all'offerente di entrare in nuovi mercati geografici e/o di prodotto, diversificare la produttività, incorporare nuovi brand, migliorare le capacità produttive, la rete logistica e il know-how tecnologico. Le acquisizioni promuovono le spese aziendali di ricerca e sviluppo e il valore dell'innovazione, i cosiddetti investimenti "a lungo termine", in particolare tra le imprese più piccole che mirano a diventare target di imprese più grandi.

Un altro tipo di acquisizione è quella che ha come obiettivo cogliere eventuali opportunità di investimento quando l'offerente, che dispone di un'elevata liquidità, operando ad esempio in un mercato maturo, non riesce a trovare un corretto impiego per queste risorse; allora se individua un'impresa con grandi potenzialità, con asset sottoutilizzati, mal gestita, attraverso l'acquisizione può riuscire a sfruttare questa opportunità e trasformarla in un'impresa profittevole, eliminando le cause delle inefficienze.

Nel 2014, ad esempio, la società di telecomunicazioni Verizon Comm. Inc. ha acquisito l'unità wireless Verizon Wireless Inc., di proprietà di Vodafone, essenzialmente per due ragioni economiche: l'entrata di nuovi competitor, che ha spinto l'impresa a rafforzare la sua posizione di mercato e i rapidi cambiamenti tecnologici, che l'hanno convinta a cogliere nuove opportunità per i servizi wireless.

Nel 2019, invece, la Disney co. ha acquisito la 21st Century Fox Inc., sia per espandersi orizzontalmente aumentando il potere di mercato sia per ragioni strategiche. Infatti, tra i piani della Disney vi era l'acquisizione di Netflix e la volontà di cambiare settore, ottenendo una posizione più forte e solida per tentare eventuali operazioni future.

In Italia sono maggiormente presenti imprese di piccole dimensioni e ciò causa una scarsa competitività sul mercato internazionale poiché, per gli scarsi investimenti in ricerca e sviluppo, le imprese italiane non riescono ad attirare i migliori manager.

Perciò le operazioni di M&A sono lo strumento principale per intraprendere un importante percorso di crescita aziendale.

Le fasi che si possono individuare nel processo di acquisizione¹ sono le seguenti:

- analisi strategica preventiva;
- ricerca delle alternative;
- analisi preliminare e valutazione della società target;
- negoziazione e accordo di massima;
- strutturazione dell'operazione;
- verifiche e aggiustamento del prezzo (due diligence);
- stipula contratto definitivo di acquisizione.

L'analisi strategica preventiva è necessaria per evidenziare le varie caratteristiche dell'impresa target, ovvero la dimensione, l'area geografica e il settore di riferimento, le tempistiche dell'operazione e gli aspetti più importanti dell'investimento come il prezzo massimo da offrire, le modalità di finanziamento e le conseguenze sul piano economico-finanziario. L'analisi strategica preventiva include tutte le seguenti attività:

- studio del settore di appartenenza e individuazione dei punti di debolezza dell'impresa target;
- identificazione delle possibili sinergie e verifica della compatibilità tra l'operazione e la strategia complessiva dell'acquirente;
- definizione degli obiettivi dell'acquisizione.

La ricerca delle alternative consiste nell'individuare un certo numero di imprese, che abbiano i requisiti necessari per essere oggetto di acquisizione da poter confrontare.

¹ Come indicato nel sito della borsa italiana, "L'Acquisizione d'Impresa: Le varie tappe dall'approvazione alla fase di chiusura", FTA Online News, Milano, 17 Ott 2008

L'analisi preliminare dell'impresa obiettivo riguarda la posizione competitiva, la quota di mercato, la capacità del management, le tecnologie e gli impianti di cui è dotata, la valorizzazione delle immobilizzazioni immateriali, l'analisi delle performance economico-finanziarie, le eventuali prospettive future e, in ultimo, la valutazione delle possibili sinergie commerciali e produttive.

Tutta questa fase di analisi avviene nella *data room*, un luogo fisico o virtuale in cui l'impresa obiettivo e il suo advisor mettono a disposizione dei possibili acquirenti tutta la documentazione necessaria per poter formulare adeguatamente l'offerta.

All'inizio viene firmata una lettera di confidenzialità, con la quale entrambe le parti si tutelano da eventuali comportamenti opportunistici o da un non corretto utilizzo delle informazioni fornite.

Successivamente è fatta una valutazione di massima dell'azienda, cioè una stima del suo valore oggettivo utilizzando diverse metodologie di valutazione (come discounted cash flow, multipli di borsa, ecc.) e del suo valore soggettivo, ovvero delle sinergie che si generano a seguito dell'acquisizione. A questo punto si giunge alla definizione di un range di prezzo attorno al quale impostare la negoziazione.

Un'altra analisi essenziale è quella relativa alla convenienza economica complessiva dell'investimento, che prende in considerazione le possibili forme di finanziamento, eventuali interventi di ristrutturazione del passivo, di ricapitalizzazione dell'impresa target e di cessione di attività non strategiche per l'acquirente. Queste fasi iniziali sono molto importanti e per questo motivo, spesso, sono affidate a società di consulenza e banche di investimento che offrono servizi per verificare se e in quale misura l'acquisizione possa dare giovamento all'azienda acquirente.

A conclusione delle trattative si giunge ad un accordo preliminare che può consistere in una *lettera di intenti*, non avente valore vincolante, un *memorandum di intesa*, che già prevede una serie di obblighi da parte dei contraenti, oppure una *bozza* di quello che sarà il *contratto finale* e che può assumere il valore giuridico di un preliminare di compravendita. Nella stesura di questi accordi solitamente si indicano i criteri di determinazione del prezzo e le modalità di pagamento e si fissa un termine massimo entro cui le parti si impegnano a completare l'operazione.

Per quanto concerne le modalità di pagamento si può optare tra denaro (anche dilazionato nel tempo) e titoli (dell'acquirente oppure di altre società). A volte si incorre in operazioni di leveraged buy out, in cui si fa ricorso all'elevata capacità di indebitamento della società target per poterla acquisire, ponendo a garanzia di tale debito i beni e i ricavi delle attività di business della stessa.

Definita la struttura dell'operazione e formalizzato un accordo preliminare tra le parti, si procede con le attività di due diligence, ovvero le verifiche e l'eventuale aggiustamento del prezzo. L'analisi riguarda essenzialmente due aspetti: quello inerente all'attività tipica dell'impresa, che incidono sulla sua redditività, come i rischi e le strategie di mercato, gli aspetti operativi delle diverse aree aziendali, l'organizzazione e il management, e quello relativo alla due diligence (contabile, fiscale, legale) che ha come scopo la verifica dell'attendibilità dei valori forniti della target ed è condotta da revisori contabili e legali.

Spesso l'intero processo di un'operazione di M&A viene supportata da consulenti esterni in modo da far sì che l'acquirente stipuli un contratto di acquisizione che tenga conto di tutte le criticità emerse nelle precedenti fasi di analisi e di negoziazione e gli consenta così di minimizzare i rischi relativi all'operazione.

Una volta definiti gli aspetti economici, gestionali e legali, si chiude il contratto definitivo, mentre rimane l'impegno dell'acquirente e del venditore, nelle attività di integrazione post-acquisizione, che sono fondamentali per il successo nel lungo termine dell'operazione.

L'impatto delle operazioni di takeover è significativo nei confronti dei vari stakeholder, perché possono generare creazione o distruzione di valore nei confronti degli azionisti; e riguardo agli obbligazionisti possono causare un cambiamento nella probabilità di default dell'impresa; invece, per i dipendenti si devono tenere in conto possibili conseguenze legate ad azioni di ristrutturazione, come taglio dei costi, cambiamenti nella mobilità o espansioni e, infine, ripercussione anche sui clienti, sia per il cambiamento del potere di mercato che per la configurazione del prodotto.

1.3 Acquisizioni ostili

Le acquisizioni, o takeover, possono essere amichevoli o ostili. Nel caso di takeover amichevole l'impresa oggetto dell'offerta vede la possibile acquisizione come un'opportunità vantaggiosa e non si oppone, collaborando insieme all'offerente per raggiungere un accordo. Invece un takeover è ostile quando il Consiglio di amministrazione dell'impresa target si dichiara contrario all'offerta o non ne è informato, per cui l'acquirente si rivolge direttamente agli azionisti.

Un'acquisizione ostile di solito è il risultato di tentativi di negoziazione non andati a buon fine e può avere luogo in due modi differenti: l'offerente può scegliere di acquistare le azioni direttamente sul mercato, ma ciò potrebbe richiedere molto tempo e consentire all'impresa target di organizzare meglio la difesa; oppure, può lanciare un'offerta pubblica di acquisto così da arrivare a detenere una partecipazione di controllo.

Un takeover ostile è più rischioso per lo scalatore perché spesso le imprese obiettivo ostacolano l'attività di due diligence rendendo difficile l'accesso alle informazioni e alla documentazione aziendale. In questi casi le uniche informazioni che si riescono ad ottenere sono quelle derivabili da fonti pubbliche e note al mercato, mentre nel caso di takeover amichevole l'acquirente ottiene i libri contabili e può recepire tutte le informazioni economiche più importanti per valutare la convenienza dell'affare.

Per facilitare un takeover possono essere utilizzati strumenti come la guerra delle deleghe e la toehold position. In Italia, le azioni più diffuse sono quelle ordinarie ed esse permettono agli azionisti di votare anche per delega, dando vita alla cosiddetta guerra delle deleghe, uno strumento con cui una società prova ad acquisire il controllo di un'altra azienda, attraverso la raccolta delle deleghe, al fine di ottenere la maggioranza dei diritti di voto in assemblea e installare un nuovo management che possa essere favorevole al takeover.

La toehold position consiste nell'acquisto di una piccola percentuale di azioni in circolazione di un'impresa. Negli Stati Uniti, ad esempio, la quantità di toehold è poco meno del 5 %, perché, una volta superata quella soglia, l'acquirente deve

notificare alle autorità di riferimento le proprie intenzioni, in questo caso la SEC, facendo trapelare l'informazione anche ad altri competitor che potrebbero essere invogliati a fare anche loro un'offerta ma ciò costringerebbe l'offerente a competere con loro per riuscire nel tentativo di acquisizione. Lo scalatore, inoltre, partendo da una piccola quota di partecipazione, può successivamente lanciare un takeover per ottenere il controllo della target. Un primo vantaggio consiste nel fatto che lo scalatore in questo modo pagherà un premio solo sulle azioni rimanenti, e non sulla totalità, avendo acquistato la restante parte già in suo possesso al prezzo di mercato; in secondo luogo, possedere una piccola quota delle azioni costituisce un modo per influenzare il management della target e la possibilità di partecipare al voto per quanto concerne le principali decisioni aziendali; infine, se l'impresa target è stata acquisita da un altro offerente, si riesce comunque ad ottenere un premio su quelle azioni che si possiedono. Lo svantaggio della posizione di toehold è che a sua volta può destare dei timori nella società target e il board potrebbe adottare da subito dei meccanismi di difesa per bloccare qualsiasi tentativo di acquisizione.

Comunque, è importante ricordare che, quando un'acquisizione è frutto di una negoziazione concordata tra le parti, l'offerente ha la possibilità di esaminare i libri contabili della target e conosce tutte le informazioni necessarie per definire il giusto valore dell'offerta, mentre uno dei rischi maggiori dei takeover ostili è dato dal fatto che il raider non ha abbastanza informazioni sull'impresa obiettivo, a meno di quelle reperibili pubblicamente, e quindi può arrivare a valutazioni errate e a sopravvalutare le capacità della target.

L'attuazione di un takeover ostile prevede, da parte dello scalatore, una prima fase di svalutazione delle azioni e successivamente l'acquisto massiccio di azioni per poter raggiungere la quota di controllo. In un primo momento, infatti, l'acquirente favorisce la caduta del prezzo delle azioni dell'impresa da scalare, tramite una serie di operazioni di speculazione finanziaria che spingono i piccoli azionisti a vendere le azioni in loro possesso, causando un'ulteriore svalutazione dei titoli. A questo punto l'impresa acquirente acquista sul mercato le azioni a basso prezzo per aumentare la sua quota di partecipazione nella target e compra una grande quantità di azioni in un periodo molto breve così da non provocare

un aumento del valore dei titoli durante la scalata. L'operazione, infine, si conclude quando lo scalatore acquisisce la maggioranza di controllo. I vecchi proprietari adesso detengono una quota di minoranza e non decidono più sulle politiche dell'impresa, compito che è passato in mano alla nuova amministrazione.

Il raider sa molto di più rispetto ai proprietari dell'impresa target, sa, infatti, se il basso valore delle azioni di quest'ultima è dovuto a una cattiva performance dei manager o a un generale andamento negativo del mercato e questo perché solitamente gli acquirenti operano in settori simili o collegati, mentre i proprietari sono degli azionisti dispersi che, singolarmente, non hanno incentivo ad acquisire informazioni, poiché non hanno potere decisionale senza l'approvazione degli altri azionisti. Gli scalatori, quindi, una volta ottenuto il controllo dell'impresa, attuano tutte quelle scelte strategiche adeguate a far risollevarsi il suo valore, e a renderla più efficiente, facendo così aumentare il prezzo delle azioni. È vero che il prezzo post-acquisizione tende a salire molto rispetto a quello pre-scalata anche per altri motivi, ad esempio, perché spesso le imprese acquirenti pagano cifre sproporzionate pur di raggiungere il loro obiettivo, o anche perché l'acquisizione può generare sinergie positive tra le due imprese.

Quindi le acquisizioni ostili sono un mezzo che può incentivare i manager ad essere responsabili nei confronti degli azionisti dispersi. Il fenomeno delle acquisizioni, in effetti, contribuisce al miglioramento della governance aziendale sia attraverso l'ottimizzazione delle prestazioni dell'impresa acquisita che fornendo uno stimolo ai manager ad essere più efficienti. L'offerente, infatti, migliora le performance dell'impresa obiettivo, sfruttando al meglio le risorse e le sinergie tra le due aziende, e svolge anche una funzione disciplinante, tenendo i manager in allerta e rendendoli consapevoli che una cattiva gestione dell'impresa aumenta la probabilità di essere sostituiti, lasciando così il controllo della società al raider. Le acquisizioni ostili rappresentano, quindi, un possibile strumento utile a sostituire o minacciare i manager inefficienti. La minaccia dovrebbe fungere da incentivo per i manager a gestire la società in maniera più efficiente e a fare scelte più orientate agli azionisti.

1.4 Offerta pubblica di acquisto

Un'offerta pubblica di acquisto (chiamata anche Opa), secondo il sito della Borsa italiana, consiste in "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio." Il soggetto che promuove l'Opa è definito "Offerente", mentre il soggetto che riceve un'offerta per i suoi titoli si definisce "Emittente" (o anche "società target" o "società bersaglio").

Le offerte pubbliche di acquisto si sono diffuse inizialmente nei primi anni '50 del secolo scorso. All'epoca non esistevano leggi a riguardo e le poche informazioni, reperibili per l'impresa bersaglio e in generale per gli investitori, non davano la possibilità di valutare correttamente l'operazione. Perciò gli azionisti della target, nel decidere se accettare o contrastare l'offerta, non potevano condurre un'adeguata analisi su quale fosse la scelta più razionale. Fu, quindi, necessario redigere delle regole per definire le modalità di svolgimento di queste offerte, i diritti e i doveri di offerente e bersaglio e le misure di difesa a disposizione del management della società bersaglio.

Era necessario unire due scopi spesso in conflitto tra loro: garantire l'efficienza del mercato per il controllo societario, favorendo i trasferimenti del controllo utili a generare valore, e proteggere i piccoli azionisti dal pericolo di opportunismo sia da parte degli offerenti che degli azionisti di maggioranza ovvero i loro amministratori, attraverso l'estrazione di benefici economici privati.

L'offerta di pubblico acquisto costituisce un invito a disinvestire nei confronti di chi possiede azioni dell'azienda target. Una volta che l'Opa è stata lanciata, l'offerta è irrevocabile ed è rivolta, a parità di condizioni, a tutti coloro che detengono i titoli che l'offerente intende acquistare.

Un'offerta di acquisto si definisce pubblica quando è estesa a un minimo di 150 soggetti e il valore complessivo dei titoli oggetto dell'offerta è pari o superiore a 8 milioni di euro. L'offerta deve essere comunicata alla Consob insieme a un documento, obbligatorio secondo il T.U.F., che deve contenere le motivazioni e tutti i dettagli relativi all'operazione di modo che gli azionisti siano in grado di

valutare attentamente l'offerta decidendo se aderirvi, incassando il premio, ovvero se non aderirvi qualora essi pongano un'elevata fiducia nelle capacità manageriali dei loro amministratori.

Vi sono tre tipologie di Opa che si distinguono per le diverse regolamentazioni sottostanti e per la quantità di titoli oggetto di offerta:

- **Opa volontaria** (artt. 102 e ss. del Tuf): è l'offerente che decide di promuovere l'offerta. Egli decide il prezzo e la quantità dei titoli che vorrebbe acquistare che possono essere quotati, non quotati o diffusi. Nel caso in cui l'Opa ha ad oggetto il 100% dei titoli emessi dalla società target si parla di Opa volontaria totalitaria e di Opa volontaria parziale se invece si tratta di una quota inferiore;
- **Opa obbligatoria** (artt. 106 e ss. del Tuf): in questo caso è la legge che in base al verificarsi di determinate condizioni impone la promozione dell'Offerta. Ciò accade quando un soggetto arriva a detenere una quota della target superiore al 30%, anche attraverso acquisti successivi, e l'offerta riguarda la totalità delle azioni rimanenti. Questa offerta può essere promossa soltanto su titoli quotati. Il Tuf ha stabilito questa norma perché con il 30% si arriva ad ottenere una quota di controllo tale da permettere la nomina dei membri del consiglio di amministrazione e un potere di influenza rilevante sulle decisioni aziendali. Quindi i soci di minoranza devono avere la possibilità di vendere le proprie azioni nel caso in cui non fossero favorevoli al cambio di management.
- **Opa residuale**: questo tipo di Opa si ha quando il soggetto offerente arriva a detenere il 90% delle azioni con diritto di voto di una società quotata; l'offerente deve decidere se comprare il restante 10% o se vendere entro quattro mesi buona parte delle azioni. In questo caso il legislatore ritiene che il flottante rimasto non sia idoneo a garantire il regolare andamento delle negoziazioni e pertanto riconosce agli azionisti di minoranza il diritto di uscire dall'investimento.

A conclusione dell'accordo i pagamenti devono avvenire in denaro e nel caso si volessero utilizzare le azioni o altri strumenti finanziari come corrispettivo, si

dovrà fare riferimento alla **Ops**, offerta di pubblico scambio e alla **Opas**, offerta pubblica di acquisto e scambio nel caso di pagamento di tipo misto.

Un discussion paper² redatto dalla Consob ha analizzato le offerte di Opa lanciate in Italia nel periodo che va dal 2007 al 2019 e ne ha individuate 231 riconoscendone il classico andamento ad ondate; in un primo periodo, dal 2007 al 2011, vi fu un picco di offerte, dovute ad un periodo di crisi che causò una diminuzione dei prezzi; poi seguì, dal 2012 al 2014, un periodo meno intenso e di nuovo dal 2015 al 2018 ci furono molte offerte. Per quanto riguarda la nazionalità degli offerenti, invece, è emerso che hanno avuto maggior peso le offerte estere nonostante sia stato maggiore il numero delle offerte promosse da soggetti italiani (62,7%).

L'aspetto più importante di questa ricerca è dato dal numero di takeover che si possono riconoscere come ostili, infatti essi sono solamente 10 sul totale delle 231 offerte. Tra queste 149 sono offerte relative ad azioni ordinarie riguardanti emittenti quotati su mercati regolamentati e, di queste, 75 sono quelle riguardanti il controllo societario. La maggior parte di queste ultime, 65, sono definibili come takeover amichevoli, perché vi è stato un accordo tra l'offerente e l'azionista di maggioranza della target. Nonostante le offerte veramente "ostili" siano state poche il loro controvalore economico è risultato pari a 3,401 Miliardi di euro. Questi dati riflettono la concentrazione degli assetti proprietari, caratteristica delle imprese italiane e anche nella maggioranza degli ordinamenti con esclusione dei mercati dei Paesi anglosassoni.

Sembra, quindi, che gli obiettivi principali delle Opa, disciplinare il cambio di controllo della proprietà e al tempo stesso assicurare la parità di trattamento degli azionisti (distribuzione del premio di controllo e garanzia di un disinvestimento equo in caso di cambio della maggioranza) siano venuti meno e che i takeover ostili siano disincentivati.

Per quanto riguarda i premi riconosciuti agli azionisti, sono solitamente pari alla differenza percentuale tra il corrispettivo dell'Opa e il prezzo di mercato del titolo

² F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener, "Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 Evidenze empiriche e spunti di discussione"

oggetto di offerta. Si fa riferimento al prezzo di mercato registrato il giorno immediatamente prima dell'annuncio dell'operazione o al prezzo medio dell'ultimo mese o dei 3, 6, 12 mesi precedenti l'annuncio. Il prezzo minimo che l'offerente deve proporre agli azionisti, inizialmente, secondo la legge del Tuf del 1998, era pari alla media aritmetica tra il prezzo più alto pagato dall'offerente nei dodici mesi antecedenti l'obbligo dell'Opa e la media di mercato degli ultimi dodici mesi; si è poi passati alla riforma del 2007 che ha invece stabilito un prezzo minimo pari a quello più alto pagato dall'offerente nell'ultimo anno primo dell'insorgere dell'obbligo di Opa. Riconoscere a tutti gli azionisti il premio pagato per il controllo rende molto costosa l'Opa. I premi delle offerte azionarie sono stati in media il 12,6% rispetto al giorno precedente l'annuncio e il 14,5% rispetto alla media annua dei prezzi.

Emerge, inoltre, che, sempre più frequentemente, le offerte su azioni sono finalizzate al delisting dei titoli. Su 174 offerte relative ad azioni ordinarie, 109 hanno come obiettivo l'uscita dal mercato. Queste operazioni hanno riguardato soprattutto le società ad ampia capitalizzazione, sono avvenute anche in periodi in cui i mercati hanno avuto andamenti non negativi, e in seguito al delisting vi è stata, nella maggioranza dei casi, la quotazione in altro mercato europeo. Si pongono quindi degli interrogativi sulla effettiva competitività del mercato del capitale di rischio interno. Questa tendenza si è avuta anche nel 2020 e nel 2021 come la scalata di Crédit Agricole su Creval o di Assicurazioni Generali S.p.A. su Società Cattolica di Assicurazione S.p.A. Il 2021, secondo un rapporto di KPMG, si è chiuso con 21 Opa per un controvalore complessivo di circa 9 miliardi di euro.

I dati sull'andamento in borsa delle azioni target da uno a tre anni dopo la conclusione dell'offerta, sempre riferiti al periodo 2007-2019, sono disponibili in scarsa quantità e ciò conferma la tendenza alla revoca del titolo nei mesi successivi all'offerta. I dati raccolti assumono in media valori negativi, infatti l'extra-rendimento è pari a -5,9% dopo un anno e a -6,8% dopo 3 anni e i valori dei rendimenti assoluti sono anch'essi negativi, -13,5% dopo un anno e -17,5% dopo 3 anni. Quest'ultimo risultato fa notare come l'intento di favorire il cambio di controllo per consentire l'ingresso di investitori che sappiano gestire l'impresa in modo più efficiente non sia più perseguito.

1.5 Meccanismi di difesa da acquisizioni ostili

1.5.1 Motivazioni legate all'utilizzo dei meccanismi di difesa

I meccanismi di difesa sono tutte quelle procedure che un'impresa target può mettere in atto per prevenire o evitare un'acquisizione ostile.

I motivi per cui un'impresa potrebbe volersi opporre a un'acquisizione sono vari:

- per mantenere la propria autonomia e il controllo di gestione;
- per poter essere acquisita da un altro offerente e/o a un premio maggiore;
- perché il nuovo management potrebbe stravolgere i principi e la mission aziendale;
- perché un management inefficiente e opportunisto potrebbe temere di essere sostituito.

I dirigenti hanno il difficile compito di determinare se e quali strategie di difesa rafforzeranno al meglio gli investimenti degli azionisti, perché da un lato, facilitare l'acquisizione può causare un aumento del prezzo delle azioni a breve termine, ma dall'altro la perdita del team di governance della società può portare a un calo del prezzo delle azioni a lungo termine.

Invece, cercando di frenare l'acquisizione, i dirigenti dell'azienda possono produrre piccoli aumenti del valore delle azioni mentre altri investitori possono acquisire una maggiore comprensione del potenziale dell'azienda ed eventualmente fare altre offerte.

Quindi rifiutare una prima offerta può indurre lo scalatore a proporre un'altra più alta; ovviamente, l'offerente può reagire anche in maniera opposta, nel caso in cui giudichi un'offerta maggiore come eccessiva, privando così gli azionisti dell'opportunità di aumentare il proprio rendimento attraverso il premio di mercato.

Infine, nel caso di manager opportunisti, essi sono consapevoli del fatto che l'offerta rappresenti per gli azionisti un'occasione per massimizzare il loro investimento e faccia quindi aumentare il prezzo delle azioni avvantaggiando l'azienda; però sanno anche che se l'acquisizione andasse a buon fine, perderebbero il loro lavoro. Quindi spesso la loro reazione si focalizza sul rendere

l'offerta più costosa e difficile e nel cercare di convincere gli azionisti che l'offerta non è molto convincente, spingendoli a rifiutarla.

I meccanismi di difesa possono essere suddivisi in due grandi categorie: meccanismi di difesa pre-offerta e meccanismi di difesa post-offerta.

1.5.2 Meccanismi di difesa pre-offerta

I meccanismi di difesa pre-offerta sono utilizzati per rendere le azioni della società meno attraenti per un potenziale offerente o per impostare restrizioni nella governance aziendale per limitare i benefici al potenziale offerente.

Le difese preventive sono messe in atto quando l'azienda, a causa del prezzo molto basso delle azioni, della scarsa competitività, delle condizioni di mercato o finanziarie, è potenzialmente esposta ad eventuali attacchi. Attuare queste misure è importante sia perché richiedono tempo per essere costruite, sia perché segnalano che il consiglio e i dirigenti sono concordi e determinati nel voler mantenere l'autonomia dell'impresa.

Le difese di tipo preventivo sono per la maggior parte delle clausole inserite nello statuto dell'impresa e hanno bisogno di essere "protette", altrimenti lo scalatore potrebbe liberarsene facilmente prevedendo la loro abolizione; vi deve essere quindi una previsione statutaria che ne permetta la modifica solo raggiungendo quorum deliberativi molto elevati.

Diverse sono le forme di difese preventive: pillole avvelenate, poison put, paracaduti d'oro, emendamenti allo statuto aziendale e stock options.

1.5.2.1 Poison pills

La poison pill, o pillola avvelenata, è una tattica difensiva molto diffusa che ha come obiettivo quello di scoraggiare qualsiasi tentativo di acquisizione esterno, rendendo la società target meno attraente o collocando gli azionisti esistenti in una posizione più forte.

L'espressione "pillola avvelenata" deriva dal linguaggio bellico, con riferimento alle pillole avvelenate che le spie portavano con sé e che avrebbero ingerito nel caso in cui fossero state sul punto di essere catturate, in modo simile a come una società bersaglio utilizzerebbe pillole avvelenate per prevenire acquisizioni ostili.

Infatti, l'espressione pillole avvelenate designa tutti gli strumenti che normalmente stanno a riposo ma vengono innescati nel caso in cui sorga la necessità di difendersi, come nel caso di cambiamento di controllo della società.

La pillola avvelenata può consistere nell'emissione di azioni aggiuntive da parte della società target, che gli azionisti esistenti possono acquistare con uno sconto sostanziale, diluendo così il capitale futuro ricevuto dall'acquirente e fornendo più capitale agli attuali azionisti. Ciò comporta la diluizione delle azioni dell'impresa target e rende più difficile e costoso per un potenziale acquirente ottenere una partecipazione di controllo.

Questa strategia venne elaborata originariamente negli anni '80 dagli analisti dello studio legale Wachtell, Lipton, Rosen, e Katz, di New York. In quel periodo, un cliente di Martin Lipton, un'azienda chiamata General American Oil, era nel mirino di T. Boone Pickens. Martin Lipton incaricò il consiglio di amministrazione della General American Oil di inondare il mercato con nuove azioni della società, diluendo il capitale e rendendo l'acquisto ancora più costoso.

Le poison pills hanno delle caratteristiche comuni: la prima è che quando si verifica un "evento scatenante", la pillola autorizza tutti gli azionisti della società target, diversi dall'offerente ostile, ad acquistare azioni della società target o quella dell'offerente con uno sconto sostanziale rispetto all'attuale prezzo di mercato. L'esercizio di questo diritto comporta una grave diluizione della partecipazione dell'offerente ostile. Gli offerenti ostili sono quindi costretti a negoziare con il consiglio della target piuttosto che far scattare la pillola poiché in genere il consiglio è l'unico organo autorizzato a ritirare la pillola. Nel caso di una pillola velenosa di tipo dead hand, solo gli amministratori ancora in carica possono ritirarla. In ogni caso, in mancanza di eliminazione della pillola avvelenata, l'offerente può procedere all'acquisto solo subendo una massiccia diluizione.

Un'altra caratteristica è che generalmente l'adozione della pillola avvelenata non richiede l'approvazione degli azionisti ma solo del consiglio, che potrebbe chiedere voti consultivi agli azionisti in merito all'adozione, alla modifica o al riscatto di una pillola, però di solito agisce da solo.

Si può affermare, in conclusione, che le pillole avvelenate sono strumenti da usare con cautela perché il valore delle azioni viene diluito, quindi i vecchi azionisti possono essere costretti ad acquistare nuove azioni solo per mantenere la parità dell'investimento iniziale; inoltre l'utilizzo di questo strumento porta ad un allontanamento degli investitori istituzionali e, soprattutto, se la difesa avrà successo, gli azionisti, non contenti dei propri manager, saranno costretti a tenersi il vecchio management inefficiente.

Esistono diversi tipi di difesa del tipo pillola avvelenata:

1.5.2.1.1 Flip-in

Flip-in è la tattica che consente agli azionisti dell'impresa target di acquistare nuove azioni della stessa ad un prezzo scontato.

La conseguenza è la diluizione del valore delle azioni già acquistate dallo scalatore, la riduzione della percentuale di impresa in suo possesso e un'acquisizione più difficile e costosa. Aumentando il costo delle operazioni di takeover, si creano forti disincentivi che portano l'investitore a desistere nel tentativo di scalata ostile, mentre, consente agli investitori che acquistano le nuove azioni di beneficiare della differenza tra il prezzo di acquisto scontato e il prezzo di mercato. Questa possibilità non è però data agli investitori che hanno fatto sì che scattasse il diritto di opzione quindi per questo aspetto discriminatorio in alcuni stati è vietata; inoltre i diritti di flip-in sono riscattabili in qualsiasi momento prima dell'evento trigger.

Questo diritto è esercitabile quando l'impresa acquirente ha ottenuto meno del 100% del controllo dell'impresa target.

1.5.2.1.2 Flip-over

Flip-over, invece, è la tattica che dà diritto agli azionisti dell'impresa target di acquistare azioni privilegiate a un prezzo enormemente favorevole.

Emettere azioni privilegiate ha un impatto negativo sul bilancio, infatti equivale a un'emissione obbligazionaria o a un prestito che aumenta il valore del debito. Quindi questa tecnica di difesa fa aumentare la leva finanziaria dell'azienda e di

conseguenza aumenta il rischio economico legato all'acquisizione per l'azienda acquirente.

La difesa di flip-over è esercitabile solo dopo che un'acquisizione ostile ha avuto successo e dopo che l'offerente ha acquisito il 100% dell'impresa target, quindi è utile solo per le imprese che vogliono impedire un'acquisizione totale. Molti scalatori per questo motivo puntano ad ottenere il controllo di un'impresa senza acquisirla completamente per evitare di pagare questi diritti di opzione. I vantaggi per l'impresa target sono dati dal fatto che la quota di proprietà degli attuali azionisti acquirenti viene diluita e i diritti sono riscattabili dai soci al prezzo nominale. Uno svantaggio, invece, è rappresentato dalla minore attrattività dell'impresa per i "cavalieri bianchi".

Nessuna delle due clausole di flip-over e flip-in garantisce all'impresa target la salvezza dal tentativo di takeover ostile. Infatti, un soggetto determinato ad acquisire il controllo, potrebbe comprare solamente una quota di interesse e attendere la scadenza della poison pill, che di solito è pari a dieci anni, per completare il takeover.

1.5.2.1.3 Dead Hand

Pillola avvelenata per cui una volta che un certo numero di azioni è stato acquistato dall'acquirente ostile, ne vengono automaticamente emesse di nuove ad ogni altro azionista esistente, portando la partecipazione azionaria dello scalatore a essere enormemente diluita. Sebbene le precedenti sentenze dei tribunali vietassero l'uso della Dead Hand, le sentenze più recenti hanno confermato il suo uso.

Le disposizioni dead hand furono incluse in molte pillole avvelenate adottate tra l'inizio e la metà degli anni '90 per contrastare la strategia sempre più comune tra gli offerenti ostili di combinare un'offerta pubblica di acquisto con una battaglia per delega.

Una pillola velenosa del tipo dead hand può essere revocata liberamente fintanto che gli amministratori in carica o i loro successori prescelti rimangono in carica. Anche se una lista di amministratori nominata dall'offerente ostile sostituisce gli

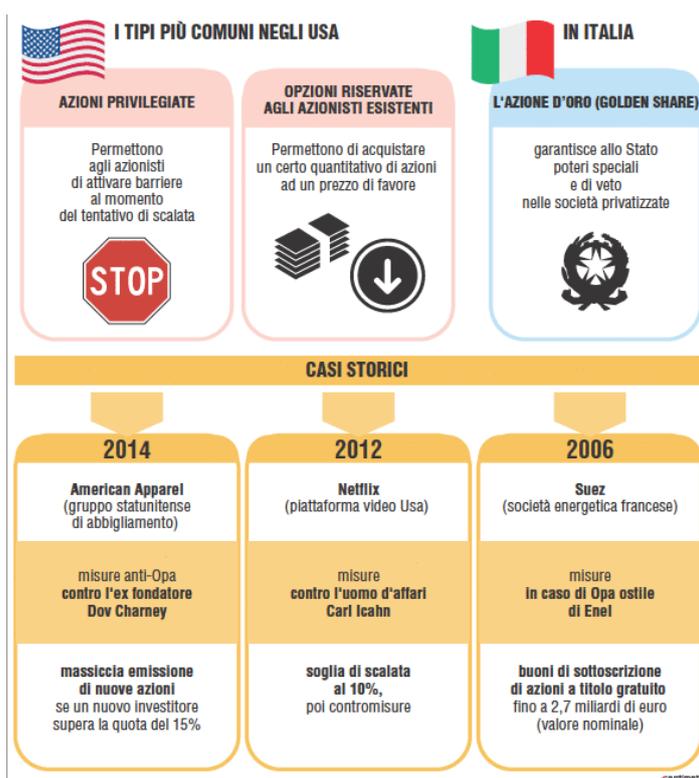
amministratori in carica attraverso una proxy fight, i neoeletti non si qualificerebbero come “amministratori in carica” e, quindi, non avrebbero il potere di riscattare la pillola.

Pertanto, la disposizione dead hand annienta la strategia di un potenziale offerente di smantellare una pillola avvelenata attraverso una guerra delle deleghe, inoltre, preclude la vendita della società per l'intera durata della pillola se nessun amministratore in carica rimane in carica dopo la guerra delle deleghe.

In sintesi, la disposizione della dead hand rafforza il potere difensivo di una pillola velenosa sottolineando la possibilità di revoca da parte del consiglio in carica della società target.

1.5.2.1.4 No hand (o dead hand di durata limitata)

La disposizione no hand consente a un consiglio appena eletto, attraverso una guerra delle deleghe avviata da un offerente ostile, di riscattare la pillola, ma solo dopo un periodo di attesa, ad esempio 180 giorni. Durante il periodo di attesa, nessuno degli amministratori, sia già in carica che neoeletti, ha il potere di revocare la pillola. La pillola no hand appare più moderata rispetto alla pillola dead hand pura, che può durare fino a dieci anni.



Un caso molto discusso di pillola avvelenata in Italia ha riguardato nel 2006 la società Enel, guidata da Fulvio Conti, che aveva preso di mira la Suez, una società francese del settore energetico tra le più grandi in Europa. Il consiglio di amministrazione della società Suez aveva deciso che, nel caso fosse stata

lanciata un'Opa ostile da parte di Enel, loro avrebbero emesso a titolo gratuito buoni di sottoscrizione di azioni per un ammontare nominale fissato a un massimo di 2,7 miliardi di euro. Una poison pill che avrebbe sicuramente reso difficile per Enel proseguire nella scalata ma che, al contempo, avrebbe rischiato di far cadere il valore delle azioni di Suez. Alla fine, Suez annunciò di voler effettuare una fusione con GdF e quindi Enel rinunciò al tentativo.

Nel 2014, il gruppo statunitense di abbigliamento American Apparel ha deciso di adottare delle misure anti Opa contro l'ex fondatore Dov Charney, dopo averlo estromesso per accuse di molestie e cattiva gestione dell'azienda. Per qualunque investitore che andasse oltre la soglia del 15% del capitale (o del 15%+1% se già avesse una soglia del 15%) sarebbe stata prevista la massiccia emissione di nuove azioni, in modo da diluire completamente la partecipazione del potenziale acquirente.

Nel 2012 la famosa piattaforma video Netflix si è dovuta difendere dal famoso investitore Carl Icahn, che aveva appena acquisito una quota pari al 9,98% della società. Il CdA di Netflix quindi decise di imporre una soglia del 10% superata la quale sarebbero scattate le misure anti scalata.

1.5.2.1.4.1 Golden share

In Italia, con decreto-legge numero 332 del 1994, è stata introdotta la *golden share*, strumento diffusosi a seguito dei processi di privatizzazione delle imprese pubbliche. Questa "azione d'oro" permetteva allo Stato di mantenere una partecipazione azionaria con poteri speciali, rispetto a quelli di un qualunque azionista, in quelle imprese operanti in settori definiti *strategici*, quindi attive nell'ambito della difesa e della sicurezza nazionale, nelle comunicazioni, energia e trasporti, col fine di monitorare decisioni di fondamentale importanza per l'assetto delle società. I poteri speciali consistevano nella possibilità di opporsi all'acquisizione di partecipazioni rilevanti, porre il veto su alcune delibere societarie, e nominare membri degli organi amministrativi. L'Italia fu però in seguito sanzionata dalla Corte di Giustizia europea poiché tale norma era stata considerata incompatibile con i principi di libera circolazione dei capitali. Allora nel 2012 si è passati ai cosiddetti *Golden powers* quindi non vi è più una clausola statutaria ad istituire i poteri speciali, ma una normativa dello Stato, entrando

nell'ambito del diritto pubblico. Con i Golden Powers il Governo non può intervenire sulla gestione ordinaria delle imprese privatizzate, ma solo su quelle operazioni straordinarie che potrebbero costituire un "grave pregiudizio per gli interessi pubblici" come cambiamenti importanti nella compagine societaria, oppure relativi a momenti storici "critici".

1.5.2.2 Poison put

Le poison put sono uno strumento di difesa largamente utilizzato, adottato dalle imprese dopo che è stata lanciata un'offerta pubblica di acquisto non richiesta, oppure quando si presentano le condizioni che inducono la società a considerare imminente la sua esecuzione. Questa strategia implica l'emissione di obbligazioni da parte della società target che possono essere riacquistate prima della data di scadenza, in caso di acquisizione ostile della società. A differenza di una normale obbligazione, la poison put contiene una clausola per cui gli investitori, in caso di takeover ostile, hanno la possibilità di ottenere il rimborso dell'obbligazione prima della data di scadenza. Come la strategia della pillola avvelenata, anche questo meccanismo di difesa mira ad aumentare il costo totale di acquisizione dell'impresa obiettivo, rendendola meno attraente, con la differenza sostanziale che non influisce sul numero di azioni in circolazione o sul loro prezzo.

Il potenziale acquirente deve quindi prendere in considerazione il costo aggiuntivo del riacquisto di obbligazioni quando tali obbligazioni cambiano da future ad attuali, a seguito dell'acquisizione. Infatti, il nuovo proprietario è obbligato a rimborsare istantaneamente il debito in essere, (e quindi) aumentando così la somma da pagare per attuare l'acquisizione.

Tuttavia, il metodo può essere pericoloso anche per le imprese target se queste sono fortemente indebitate, perché l'emissione eccessiva di debito potrebbe portare all'insolvenza.

L'emissione di debito con clausole poison put influisce positivamente sugli obbligazionisti in essere, ma negativamente sugli azionisti poiché in seguito all'annuncio di emissione di obbligazioni protette si ha una reazione negativa del prezzo delle azioni. Infatti, rappresentando, le clausole poison put, un ostacolo alle acquisizioni, gli azionisti perdono un'eventuale opportunità di guadagno.

Il debito con clausole poison put viene emesso a un costo degli interessi inferiore rispetto al debito non avente tali clausole. Per questo motivo, i manager che agiscono veramente nell'interesse degli azionisti sceglierebbero di emettere obbligazioni con poison put solo se i risparmi sugli interessi superano i trasferimenti di ricchezza legati a una possibile acquisizione. In tal caso si avrebbe una reazione non negativa del prezzo delle azioni alle emissioni di debito protetto.

La reazione del prezzo delle obbligazioni esistenti dipende dal fatto che la protezione su di esse sia stata aumentata o meno. La protezione verso gli obbligazionisti è maggiore quando è ridotta la probabilità di acquisizioni con trasferimento di ricchezza. Se le put non aumentano la protezione del debito in essere, allora non si ha alcuna implicazione per i prezzi del debito residuo dell'impresa. Secondo Crabbe (1991) un livello moderato di protezione del debito riduce il rendimento obbligazionario da 25 a 30 punti base. Fields, Kidwell e Klein (1991) rilevano che i rendimenti obbligazionari sono ridotti di circa 25 punti base per le obbligazioni offerte dopo l'acquisizione di RJ Reynolds/Nabisco (RJR). Prima di quell'evento, hanno riscontrato che l'inclusione di una poison put non ha avuto un effetto significativo sui rendimenti obbligazionari. Bae, Levy e Wannemacher (1991), tuttavia, trovano che invece non ci sia stata una riduzione significativa dei rendimenti obbligazionari, anche dopo RJR.

In definitiva quindi, le reazioni dei prezzi delle azioni tendenzialmente sono negative mentre la reazione dei prezzi delle obbligazioni è positiva. I risultati ottenuti dal modello di regressione, esposto nell'articolo "Poison Put Bonds: An Analysis of Their Economic Role" degli autori Douglas O. Cook and John C. Easterwood, che utilizza un campione di obbligazioni emesse nel 1988 e nel 1989 con e senza poison put covenants, mostrano come gli effetti ricchezza per obbligazioni e azioni sono negativamente correlati perché clausole più protettive renderebbero la risposta del prezzo delle azioni più negativa e la risposta del prezzo per il debito esistente più positiva, mentre per il campione senza clausole put non esiste tale relazione. In questo studio è presa in considerazione l'ipotesi dell'*interesse reciproco*, che suggerisce un allineamento degli interessi tra manager e obbligazionisti; infatti l'emissione di obbligazioni poison put protegge

i manager dal pericolo delle acquisizioni ostili e gli obbligazionisti dal rischio di eventi come acquisizioni che potrebbero espropriare la loro ricchezza, a spese degli azionisti. Sono quindi unite le ipotesi di trinceramento dei manager e di protezione degli obbligazionisti.

1.5.2.3 Paracadute d'oro

I paracadute d'oro sono un meccanismo di difesa riguardante clausole che remunerano i vertici in caso di acquisizione di una società. L'obiettivo è, ovviamente, scoraggiare una potenziale acquisizione ostile diminuendo il valore delle attività attraverso pacchetti di licenziamento elevati o altri benefici. Questi possono includere stock option, bonus o aumento del TFR, dovuti in caso di cessazione del rapporto di lavoro.

Questi compensi finanziari vengono distribuiti se una soglia prestabilita di proprietà azionaria esterna, una media del 26,6%, secondo Lambert e Larcker (1985), viene acquisita con un'offerta pubblica di acquisto. La loro funzione principale è allineare gli incentivi tra azionisti e dirigenti, infatti, i dirigenti, pur potendo le offerte aumentare la ricchezza degli azionisti, tendono ad opporsi a quelle offerte ostili che potrebbero portare alla perdita del loro posto di lavoro. I paracadute d'oro, perciò, rappresentano un costo straordinariamente alto per un acquirente, tale da inibire alcuni tentativi di acquisizione³.

Questo meccanismo è molto criticato perché può promuovere pratiche scorrette, come premi eccessivamente alti anche a dirigenti che sottoperformano. Dunque, i paracadute d'oro spesso danneggiano la redditività dell'azienda e danno una percezione pubblica negativa della stessa.

Si è cercato di porre una limitazione all'utilizzo spropositato di questi compensi e di ciò se ne è occupato il Comitato di Corporate Governance, tramite l'art. 5, concernente il tema della remunerazione, del Codice di Corporate Governance pubblicato a gennaio 2020, che recita: "la politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management definisce: [...], regole chiare e

³ Wade, James, Charles A. O'Reilly, and Ike Chandratat. "Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence." *Administrative Science Quarterly* 35, no. 4 (1990): 587–603. <https://doi.org/10.2307/2393510>.

predeterminate per l'eventuale erogazione di indennità per la cessazione del rapporto di amministrazione, che definiscono il limite massimo della somma complessivamente erogabile collegandola a un determinato importo o a un determinato numero di anni di remunerazione. Tale indennità non è corrisposta se la cessazione del rapporto è dovuta al raggiungimento di risultati obiettivamente inadeguati." Essendo questo un Codice di Autodisciplina, vale per le imprese la regola del *comply or explain*, cioè, la facoltà di aderirvi o di motivare la non partecipazione a tali disposizioni. Infatti, l'art. 123 bis del TUF stabilisce che ciascun emittente è tenuto a pubblicare annualmente una "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" che deve contenere, tra le altre cose, informazioni riguardanti l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario, "motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni".

La società americana Yahoo!, ad esempio, nel 2008 si è difesa da un'offerta pubblica di acquisto da parte di Microsoft, adottando inizialmente una disposizione secondo cui qualsiasi offerta ostile avrebbe innescato il diritto di emissione agli azionisti esistenti e offrendo successivamente un generoso pacchetto di licenziamento a tutti i suoi dipendenti che avrebbe avuto effetto ad operazione completata.

1.5.2.4 Emendamento allo statuto - consiglio di amministrazione scaglionato

Lo statuto della società contiene le regole che ne definiscono la gestione ed è uno dei primi elementi che devono essere stabiliti dal consiglio di amministrazione quando una società viene avviata. Gli emendamenti allo statuto aziendale, come il consiglio di amministrazione scaglionato, sono dei meccanismi di difesa molto comuni.

Nel normale consiglio di amministrazione, tutti i membri vengono eletti contemporaneamente, invece nel caso di consiglio scaglionato è prevista ogni anno la scadenza o nomina solo di una parte di essi, solitamente un terzo. Questa strategia consiste nel raggruppare i membri del consiglio di amministrazione in diverse classi, e una volta per mandato è aperta ed eleggibile una sola classe.

La logica difensiva sta nell' impedire a un eventuale scalatore di istituire un consiglio di amministrazione completamente nuovo per facilitare la transizione strategica dopo l'acquisizione. Infatti, con questo emendamento, per raggiungere la maggioranza nel consiglio ci vuole più tempo, perché, per ogni mandato, possono essere eletti solo pochi amministratori. Inoltre, un consiglio di amministrazione ben consolidato riesce meglio a respingere un attacco di takeover.

Se, ad esempio, l'impresa target ha un consiglio di amministrazione composto da 20 amministratori raggruppati equamente in 5 classi e viene rieleto una classe all'anno, l'acquirente dovrebbe attendere almeno tre anni per cambiare 11 amministratori e ottenere la maggioranza.

Anche in assenza di minaccia di takeover, questa impostazione è adottata in modo tale che il consiglio possa essere rinnovato mantenendo però una parte dei precedenti amministratori al suo interno, che con la loro esperienza e conoscenza della specifica situazione della società, possano tramandare il loro know how ai nuovi amministratori. Purtroppo, questo tipo di difesa può essere aggirato aumentando la dimensione del consiglio, a meno che ciò non sia vietato dallo statuto o da leggi.

Altre clausole spesso utilizzate sono quelle volte a garantire una forte stabilità agli amministratori in carica, richiedendo elevate maggioranze per la loro nomina e la loro revoca o rendendo difficilmente praticabile la revoca, ad esempio, la nomina di una serie di amministratori "supplenti", destinati a entrare in funzione in caso di cessazione, per qualsiasi causa, degli amministratori in carica. Oppure imponendo che la revoca degli amministratori possa avvenire solo in determinate circostanze.

1.5.2.5 Emendamento allo statuto - Disposizioni a maggioranza qualificata

Tra le difese preventive contro le scalate vi sono quelle clausole che impongono il raggiungimento di quorum particolarmente elevati nelle riunioni dell'assemblea o del Cda per l'adozione di determinate decisioni. La disposizione di maggioranza qualificata è un emendamento alla disposizione della maggioranza semplice. Secondo la regola della maggioranza semplice, per approvare un'operazione di

M&A gli azionisti del consiglio dell'impresa favorevoli devono costituire più del 50% degli azionisti con diritto di voto partecipanti alla votazione, mentre nel caso della maggioranza qualificata il numero di voti richiesto deve essere maggiore o uguale a un quorum funzionale scelto che è superiore alla metà del numero totale dei votanti e che di solito va dal 70% al 90%.

Tabella 1: Pre Offer Takeover Defenses

Type of Defense	Description	Defensive Impact	Shareholder Approval	Stock Price Effect ^a	Potential Effectiveness
Staggered board	Board is classified into three equal groups. Only one group is elected each year.	Bidder cannot obtain control of the target immediately after obtaining a majority of shares.	Required	- 1% ^b	Moderate
Super-majority	A high percentage of shares required to approve a merger, usually 80%. Board can void the clause.	Increases the number of shares required to obtain control in hostile takeovers.	Required	- 5% ^b	Mild
Fair price	Super-majority provisions waived if bidder pays all stockholders the same price.	Prevents two-tier takeover offers.	Required	- 1% ^b	Mild
Poison pill	Rights to preferred stock issued to shareholders. Rights can be exercised after a tender offer or the accumulation of a large block of shares by an outside party. In flip-over plans exercised rights can be used to purchase stock in the bidder on favorable terms. In flip-in plans exercised rights are repurchased by the issuing firm at a substantial premium. The bidding firm or large shareholder is excluded from the repurchase.	Makes hostile tender offer prohibitively expensive.	Not required	? ^c	Severe

Tabella 3.1 di "An Overview of Takeover Defences", Richard S. Ruback, 1987

1.5.2.6 Stock Option

Molto frequentemente, inoltre, è messo in atto dalle imprese lo "stock option program" per cui è dato agli azionisti come dividendo il diritto di acquistare azioni dell'emittente a un prezzo favorevole ed entro un certo periodo di tempo. Quando questo diritto è esercitato a ridosso di un evento di acquisizione potenziale allora questo strumento è definibile come tecnica di difesa preventiva. Infatti, solitamente questi diritti sono esercitabili solo nel caso in cui accada un determinato evento, ad esempio, quando un solo soggetto diventa titolare di una data quota di capitale sociale. Se si verifica la situazione che rende esercitabili le opzioni, ne può derivare una diluizione del capitale sociale e quindi un possibile disincentivo per lo scalatore.

1.5.3 Meccanismi di difesa post-offerta

I meccanismi di difesa post-offerta sono utilizzati dopo che una società target, che ha scelto di non costruire una difesa permanente ai takeover, riceve un'offerta per un'acquisizione ostile. A differenza delle strategie di difesa pre-offerta, le difese post-offerta vengono impiegate quando c'è una reale minaccia di un'acquisizione. I meccanismi di difesa post-offerta sono i seguenti: contenziosi, greenmail, accordo di standstill, white knight, crown jewel e pac-man.

1.5.3.1 Contenziosi

I contenziosi aiutano un'azienda bersaglio a bloccare gli attacchi ostili, ma di solito non sono efficaci sul lungo termine. Questo tipo di difesa consiste nell'intraprendere una causa contro l'offerente per violazione delle leggi antitrust o sui titoli, per mancata divulgazione di tutte le informazioni disponibili oppure per frode, in maniera da impedire a tale società di acquisire ulteriori azioni fino al momento in cui la stessa riesca a provare legalmente che il motivo dell'accusa è infondata. È un metodo utilizzato per prolungare la durata della negoziazione, infatti nel periodo in cui lo scalatore prepara la sua prova di confutazione, l'azienda target di solito sviluppa altre strategie anti acquisizione. Il secondo motivo dei contenziosi è bloccare il procedimento di acquisizione in modo che possano essere sollecitate offerte più allettanti. Infatti, Jarrell (1985) afferma che la frequenza di offerte concorrenti è del 62% per le offerte di pubblico acquisto che coinvolgono una causa e, invece, dell'11% per quelle che non utilizzano i contenziosi.

Nel periodo 1999-2000 circa il 12% delle offerte di M&A sono state poi coinvolte in contenziosi.

Gli effetti economici del contenzioso sono tali che mentre la probabilità di completamento dell'operazione diminuisce del 5,8%, il premio di acquisizione nelle operazioni completate aumenta di circa il 9%. Inoltre, l'aumento previsto del premio di acquisizione ha più che compensato l'atteso calo delle probabilità di completamento dell'operazione, aumentando il premio di acquisizione atteso pagato nelle offerte soggette a contenzioso nei casi in cui si conclude l'accordo.

1.5.3.2 Difesa Greenmail

Il termine "greenmail" deriva da "greenback" (biglietto verde ovvero dollari) e "ricatto". La difesa greenmail implica il riacquisto, da parte dell'impresa target, delle azioni acquistate in numero considerevole dallo scalatore. In cambio della ricezione di un premio, il raider accetta di fermare i tentativi di acquisizione ostile.

È una difesa costosa, poiché la società target per riacquistare le azioni è costretta a pagare un premio sostanziale rispetto al prezzo corrente di mercato però è efficace nell'incentivare il potenziale acquirente a rinunciare all'acquisizione e ad accettare il profitto derivante dalla vendita delle azioni. Solitamente un pagamento greenmail è accompagnato da un accordo di standstill.

Un famoso esempio di greenmail è stato quello attuato da Walt Disney Productions nel 1984 nei confronti dello scalatore azionario Saul Steinberg. Steinberg fece un'offerta di 67,50 \$ ad azione per comprare il 37% della Walt Disney Productions. Dopo 3 giorni di negoziazione la Disney si rese disponibile ad acquistare le sue azioni al prezzo unitario di 70,83 \$ più 28 Mln di \$ per coprire le spese di investimento di Steinberg. Disney non ha voluto cedere il controllo e ha deciso di pagare un prezzo enormemente alto per le sue azioni (prima dell'annuncio di takeover il loro valore era di 50-55\$ l'una) e di cedere una somma allo scalatore per farlo ulteriormente desistere. Steinberg aveva, in passato, già effettuato un'azione simile; aveva acquistato l'8,9% dell'impresa Quaker State, circa due milioni di azioni, pagandole all'incirca 18-20 dollari ognuna e aveva poi minacciato l'impresa di comprare ulteriori azioni per acquisirla. Quaker State allora si oppose proponendogli 24\$ per ogni azione in suo possesso.

Proprio nel periodo compreso tra gli anni '80 e '90 questa pratica di minacciare le imprese di takeover sapendo di ricevere in cambio un'offerta che avrebbe garantito un profitto immediato fu molto utilizzata, e vi sono tanti esempi e nomi noti tra cui Carl Icahn e T. Boone Pickens.

La greenmail è un tipo di difesa che non è benvisto dagli azionisti, poiché, per pagare il premio allo scalatore, sono utilizzati i fondi dell'impresa e ciò a vantaggio del management, che così evita il rischio di essere rimpiazzato. Quindi dopo un'azione di greenmail il prezzo delle azioni potrebbe diminuire. Inoltre, questo

pagamento discrimina ingiustamente tutti gli azionisti non partecipanti, spesso genera contenziosi, conseguenze fiscali sfavorevoli e una pubblicità negativa.

Oggi la difesa di tipo Greenmail non è più utilizzata come un tempo, anche perché sono state introdotte delle leggi che le sfavoriscono. Tra queste, l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (art. 120 t.u.f.) alla società oggetto e alla Consob, con soglia fissata al 3% (o 5% se PMI), che dà alla Consob la facoltà di ridurre ulteriormente, a fronte di esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, la soglia a fronte della quale scatta l'obbligo di comunicazione per le società ad azionariato particolarmente diffuso e ciò consente alla società potenziale bersaglio di effettuare anticipatamente l'acquisto di azioni proprie. Possono essere adottate anche delle disposizioni anti greenmail direttamente nello statuto delle società che impediscano a un consiglio di riacquistare azioni con un premio da un investitore ostile che è interessato a un rapido guadagno piuttosto che realmente ad una acquisizione. Alcune di queste disposizioni stabiliscono che se viene pagato un premio allo scalatore, lo stesso deve essere offerto a tutti gli azionisti. Oppure un'alternativa è quella per cui si richiede che qualsiasi pagamento green mail sia soggetto al voto degli azionisti e all'approvazione della maggioranza.

1.5.3.3 Accordo di Standstill

Un accordo di standstill è un contratto tra le parti in cui lo scalatore si impegna a non acquistare più azioni dell'azienda target per un determinato periodo di tempo in cambio del pagamento di un compenso. Tali accordi di solito includono una clausola che dà agli azionisti dell'impresa target il diritto di prelazione nel caso in cui il raider decidesse di vendere la sua quota di azioni. Questa disposizione conferisce all'impresa target il diritto di impedire che le azioni vengano vendute a un altro scalatore che non sarebbe tenuto a rispettare l'accordo. L'accordo di standstill è spesso adottato insieme a un pagamento greenmail e ciò quindi genera dei costi aggiuntivi, oltre al fatto che questo effetto di protezione è solo temporaneo.

1.5.3.4 Cambiamenti nella struttura di capitale

I cambiamenti della struttura di capitale possono riguardare: ricapitalizzazione, assunzione di debiti aggiuntivi, approvazione della vendita di azioni aggiuntive o riacquisto di azioni in circolazione.

La *ricapitalizzazione* comporta il pagamento agli azionisti di un super dividendo, finanziato principalmente attraverso l'aumento del debito. Questa azione rende l'azienda meno attraente dal punto di vista finanziario dato che gran parte del patrimonio netto nel suo bilancio viene sostituito dal debito.

Il super dividendo pagato agli azionisti è generalmente superiore a qualsiasi offerta dell'impresa attaccante e ciò rende l'offerta pubblica di acquisto poco interessante, scoraggiando il takeover. Quindi la ricapitalizzazione potrebbe aumentare il valore per gli azionisti della target se il management fosse motivato a migliorare le performance aziendali.

Alcuni dirigenti ritengono svantaggioso pagare un dividendo elevato solo per assumere una grande quantità di debito e pensano sia più efficace aggiungere semplicemente *debiti al bilancio*. Per farlo emettono obbligazioni o prendono in prestito fondi che possono quindi essere utilizzati in vari modi per mantenere il debito in bilancio.

Il terzo metodo di ristrutturazione del capitale consiste nell'*emissione di azioni aggiuntive*, che, pur comportando la diluizione delle partecipazioni degli azionisti, è efficace per impedire agli scalatori di ottenere il controllo. Il vantaggio è che cambia la struttura del capitale dell'azienda aumentando il patrimonio netto e mantenendo l'attuale livello di debito, costringendo l'offerente a una scalata più costosa per ottenere il controllo. Tuttavia, un'azienda deve essere cauta quando implementa questo metodo perché lo scalatore potrebbe tentare di acquisire le azioni sul mercato aperto. Pertanto, molte imprese trovano vantaggioso emettere nuove azioni agli investitori alleati, per esempio uno scudiero bianco, che, invece di acquistare una partecipazione di maggioranza come farebbe un cavaliere bianco, acquista una partecipazione minore per bloccare un'acquisizione ostile.

Un'impresa target, per scongiurare un attacco, può anche riacquistare azioni esistenti sul mercato aperto. Il riacquisto di azioni proprie mette in difficoltà lo scalatore che non riesce ad ottenere una percentuale di controllo sul mercato oltre al fatto che le azioni in circolazione subiscono un aumento di prezzo.

1.5.3.5 Difesa white knight

La difesa *white knight* o cavaliere bianco consiste nell'acquisto della società bersaglio da parte di un individuo oppure da un'impresa terza, alleata, per metterla al riparo dall'investitore ostile, detto *cavaliere nero*. La società target vede nell'offerente amichevole un partner strategico, che probabilmente manterrà l'attuale team di gestione, acquisendo solo la proprietà, e che apporterà maggior valore. In genere, il cavaliere bianco accetta di pagare un premio superiore all'offerta dello scalatore ostile e offre migliori condizioni di acquisizione promettendo di mantenere il core business dell'impresa bersaglio. I vecchi azionisti hanno un guadagno maggiore di quello che avrebbero ottenuto alla fine della scalata ostile. Un esempio di questo tipo di difesa è stato il salvataggio della Schering AG, che aveva ricevuto un'offerta di 14,6 MLD di euro dalla Merck KGaA, da parte della Bayer.

Questa è generalmente una strategia di ultima istanza. La società target accetta il fatto di essere rilevata, quindi perde la propria indipendenza, ma può almeno scegliere di essere rilevata o fusa con una società amica, invece di essere vittima di un'acquisizione ostile.

Una variante del cavaliere bianco è la difesa da *scudiero bianco*. In questo caso l'azienda target chiede ad un altro investitore di acquistare una quota tale da bloccare l'acquisizione da parte dello scalatore. La target poi riacquista le sue azioni dallo scudiero bianco, pagando un premio. Per impedire possibili tradimenti, l'accordo può essere strutturato in modo che le azioni date allo scudiero bianco non possano essere offerte all'offerente ostile.

1.5.3.6. Difesa Crown Jewel

La strategia Crown Jewel è attuata quando l'impresa target vende alcune delle sue risorse più preziose, spesso a un prezzo scontato, a una terza parte o

scorpora delle attività in un'entità separata per ridurre la sua attrattiva verso l'offerente ostile. Una società può utilizzare questa difesa creando clausole anti acquisizione che obbligano alla vendita dei loro "gioielli della corona" se si verifica un'acquisizione ostile. Questo tipo di strategia è una difesa di ultima istanza poiché la società target distrugge intenzionalmente parte del suo valore, a danno degli azionisti, con la speranza che l'acquirente rinunci alla sua offerta ostile.

Una volta ricevuta l'offerta ostile la società target si rivolge a una società terza alleata per farsi acquistare i propri beni. Le due società firmano un accordo in base al quale la società target riacquisterà i suoi asset pagando un leggero premio una volta che il pericolo del takeover è terminato.

1.5.3.7 Difesa Pac-Man

La difesa Pac-Man è una strategia implementata dalla società target e consiste nel tentativo di acquisire il potenziale acquirente quando un'offerta pubblica di acquisto è già stata ricevuta. Proprio come l'acquirente tenta di acquistare una quantità di azioni tali da controllare la società target, anche la target inizia ad acquistare azioni dell'impresa acquirente nel tentativo di ottenere una partecipazione di controllo nella stessa. Ovviamente, una tale strategia è realizzabile solo se la società target dispone di risorse finanziarie sufficienti per acquistare il numero richiesto di azioni dell'acquirente. L'acquirente, vedendo minacciato il controllo della propria azienda, spesso cessa nel tentativo di rilevare l'obiettivo. Nel tentativo di spaventare gli scalatori, l'impresa target può utilizzare qualsiasi metodo per acquisire l'altra società, inclusa la vendita delle proprie attività e delle unità aziendali non principali, il prestito di denaro e l'utilizzo di suoi fondi. L'acquirente, vedendo minacciato il controllo della propria azienda, spesso smetterà di tentare di rilevare l'obiettivo.

Uno fra i primi casi di utilizzo della difesa pac-man risale al 1982, quando la Bendix Corp., che lo stesso anno aveva comprato circa il 70% delle azioni di Martin Marietta, fu a sua volta oggetto di acquisizione da parte della società target Martin Marietta supportata dalla United Technologies. Alla fine, un anno dopo la Bendix Corp. fu acquistata dalla Allied Corp. che in tal caso agì da white knight.

Tabella 2: Post offer takeover defenses

Type of Defense	Description	Defensive Impact	Stock Price Effect ^a
Targeted repurchase	Repurchase of block of shares held by a shareholder, usually at a premium.	Eliminates a potential bidder.	- 3% ^b
Standstill agreement	Limits ownership by a given firm for a specified time period. May include an agreement with a large shareholder to vote holdings with the board.	Eliminates a potential bidder.	- 4% ^c
Litigation	Suit filed against bidder for violating antitrust or securities laws.	Delays bidder.	0% ^d
Asset restructuring	Assets bought that a bidder does not want or that will create antitrust problems. Assets sold that the bidder wants.	Makes the target less valuable.	- 2%* ^{c,e}
Liability restructuring	Shares issued to a friendly third party or number of shareholders increased. Shares repurchased at a premium from existing shareholders.	Makes it more difficult to obtain the number of shares required for a hostile bidder to achieve control.	- 2%* ^e

^aAn asterisk indicates statistical significance.

^bSee Dann and DeAngelo (1983), Bradley and Wakeman (1983), and Mikkelsen and Ruback (1985a, 1986).

^cSee Dann and DeAngelo (1983).

^dSee Jarrell (1985).

^eSee Dann and DeAngelo (1986).

Tabella 3.2 di "An Overview of Takeover Defences", Richard S. Ruback, 1987

1.5.4 Effetti relativi all'adozione di meccanismi di difesa

Da una lato i meccanismi di difesa rappresentano uno strumento di protezione degli interessi degli azionisti dell'impresa target perché favoriscono l'aumento dei premi di acquisizione, l'efficientamento della gestione e la protezione della strategia a lungo termine dell'impresa. Dall'altro lato i dirigenti più opportunisti delle aziende obiettivo utilizzano gli strumenti di difesa per mantenere la loro posizione di potere e i loro benefici privati del controllo evitando il cambio del management. I dirigenti sono perciò più propensi all'autoconservazione, piuttosto che alla massimizzazione del valore per gli azionisti, e ciò comporta rendimenti negativi per questi ultimi.

Gli azionisti di minoranza non hanno conoscenza e interesse nelle operazioni quotidiane dell'azienda e quindi non dispongono di un meccanismo efficace per monitorare e disciplinare i dirigenti, talvolta anche perché questi ultimi sono supportati da un consiglio di amministrazione "amico" e possono sempre sperare nell'arma finale costituita dai paracadute d'oro. Vi è solo un parziale allineamento di interessi tra proprietà e gestione dell'impresa e, di conseguenza, i dirigenti

hanno una notevole autonomia in virtù della delega ricevuta e possono anche prendere decisioni che vanno a compromettere l'interesse degli azionisti. Dei corretti incentivi, che portino i manager a dare maggior rilievo ai benefici pubblici, cioè degli azionisti e di tutti gli stakeholder, possono aiutare a combattere questa forma di opportunismo e possono incrementare la fiducia nel management.

Dato che nella maggior parte dei casi i dirigenti dell'impresa target, a seguito di un'acquisizione, perdono potere o addirittura sono licenziati, l'acquisizione ostile ha il beneficio implicito di disciplinare gli esecutivi meno efficienti, che sottoperformano, causando un calo del prezzo delle azioni.

L'adozione di strumenti di difesa, quindi, può rappresentare, in definitiva, un evento positivo o negativo per l'impresa, a seconda delle condizioni che la caratterizzano. Un management, con una chiara strategia di business, che conduce l'azienda al massimo del potenziale concesso dal settore e dalle condizioni di mercato, gli azionisti soddisfatti delle performance della propria impresa e un consiglio di amministrazione saldo e collaborativo, sono tutte condizioni che fanno sperare nella riuscita della difesa e nella vanificazione del tentativo di takeover ostile. Invece, una gestione caratterizzata da comportamenti opportunistici e dall'inefficienza, la presenza di azionisti scontenti sia per la cattiva gestione del business che per gli scarsi risultati rispetto all'andamento del mercato sono elementi che evidenziano la necessità di un cambiamento affinché l'impresa possa recuperare credibilità e profittabilità. In quest'ultimo caso, gli azionisti vedono i takeover ostili come un'opportunità per poter disinvestire le proprie azioni, ottenendo un premio, oppure di liberarsi di un management che non è realmente interessato all'andamento e alla ricchezza dell'impresa. L'adozione di strumenti che ostacolano la riuscita dei takeover rappresenta, per i proprietari dell'impresa, un evento molto negativo.

Le operazioni di difesa che riguardano l'emissione di nuove azioni o il riacquisto di azioni proprie costituiscono un rischio per gli azionisti, infatti, possono causare la diluizione delle loro quote e di conseguenza dei loro diritti, patrimoniali e amministrativi. Per tale motivo l'Unione europea ha emanato la II direttiva, applicata in tutti gli stati membri, che ha permesso agli azionisti di mantenere un certo grado di controllo sulle decisioni più importanti per la società. Tutti gli ordinamenti regolano le decisioni relative all'aumento del capitale sociale poiché,

appunto, sono di notevole interesse non solo per gli amministratori, per l'aspetto gestionale, ma ancor di più per gli azionisti, per l'effetto sui loro investimenti. Durante queste operazioni, i manager possono agire in conflitto d'interessi con gli azionisti, in quanto possono scegliere di emettere azioni per concludere acquisizioni non redditizie, in accordo con gli amministratori, per evitare le OPA ostili o per diversificare i soci di controllo esistenti. In questi casi, nei principali ordinamenti vi deve essere l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione e degli azionisti, e, in alcuni paesi, fra cui l'Italia, è prevista la possibilità che gli azionisti autorizzino ex ante il consiglio di amministrazione a deliberare l'aumento del capitale sociale.

Contrastare gli eventuali tentativi di acquisizione può avere effetti negativi anche sulla competitività dell'impresa. Infatti, sottrarsi alla competitività del mercato del controllo aziendale può portare i manager ad avere minori incentivi a ridurre i costi, ad aumentare l'efficienza e ad investire in progetti a lungo termine. Di conseguenza, l'impresa oggetto di acquisizione diventa meno competitiva, soprattutto nel lungo periodo.

Anche i dirigenti della società offerente possono avere comportamenti opportunistici in quanto essi mirano ad ottenere guadagni, sia personali che organizzativi, cercando di migliorare le prestazioni di mercato della target e i ritorni finanziari. Inoltre, puntano alle acquisizioni di grandi dimensioni, che espandono l'impresa, poiché la retribuzione dei dirigenti e lo status sociale in questo modo aumentano ancor di più, anche se ciò potrebbe portare a minori vantaggi per gli azionisti.

Da uno studio su larga scala⁴ di imprese nel Regno Unito si è potute evidenze che il turnover dei dirigenti è significativamente più alto nelle acquisizioni ostili rispetto a quelle amichevoli e che circa il 90% dei dirigenti e dei membri del consiglio delle società target si è dimesso dopo la conclusione del processo di acquisizione ostile, rispetto a solo il 50% di quelle amichevoli.

Questi fattori spiegano perché i dirigenti possono essere incentivati a introdurre meccanismi di difesa per motivi personali piuttosto che per gli azionisti. In questi

⁴ J. Franks, C. Mayer, "Hostile takeovers and the correction of managerial failure", *Journal of Financial Economics*, 1996, vol. 40, issue 1, 163-181

casi, e anche quando gli interessi degli azionisti e dei dirigenti si allineano, i dirigenti devono motivare, con informazioni valide e verificabili, la loro opposizione a qualsiasi offerta pubblica di acquisto. Gli azionisti, a loro volta, dovrebbero stare molto attenti nell'approvare difese che garantiscono dei premi ai dirigenti, perché tali difese hanno senso solamente quando il loro effetto deterrente è considerato particolarmente potente e la loro attivazione è altamente improbabile, e questi casi sono molto rari.

Già dal momento in cui l'impresa target annuncia di voler attuare dei meccanismi di difesa, a causa della molta incertezza, della scarsa quantità di informazioni e delle speculazioni, il valore azionario dell'impresa diminuisce ma è solo una svalutazione di breve periodo. Infatti, i processi di negoziazione che seguono l'adozione di uno o più strumenti di difesa determinano poi un aumento delle offerte e dei prezzi delle azioni, e alla fine si giunge ad una rivalutazione positiva e ad un aumento di ricchezza per gli azionisti.

Una delle conseguenze più importanti legate all'utilizzo dei meccanismi di difesa dalle acquisizioni ostili è che il manager dell'impresa target acquisisce un maggior potere di contrattazione nella negoziazione con l'impresa acquirente e spesso riesce ad ottenere delle condizioni di accordo più favorevoli. Questo accade perché solitamente la negoziazione si protrae per più tempo ed emergono più offerenti, e quindi la maggiore concorrenza porta ad ottenere offerte più elevate.

Per garantire un corretto utilizzo di questi strumenti è bene che il consiglio di amministrazione dell'impresa non sia troppo legato al manager, controlli ogni fase della difesa, ascolti gli azionisti, e valuti attentamente se accettare o meno l'introduzione dei vari meccanismi di difesa, capendo quando questi rappresentano una vera risorsa o un possibile danno a protezione esclusiva del posto del manager.

L'Italia è un paese caratterizzato dalla presenza di imprese con proprietà concentrata, di solito controllate da famiglie, con la maggioranza delle azioni in mano a pochi individui, e da un contesto istituzionale in cui la protezione degli investitori è debole. Nelle imprese italiane i membri del consiglio di amministrazione sono principalmente azionisti di controllo mentre gli azionisti di

minoranza non sono fortemente tutelati e quindi si hanno problemi di agenzia trascurabili fra manager e azionisti di controllo e invece problemi di agenzia rilevanti tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza. L'elevata concentrazione azionaria e il controllo familiare delle imprese potrebbero far nascere problemi di agenzia e portare a una diminuzione del valore dell'impresa e alla nascita di conflitti interni con conseguenze negative per tutti gli azionisti specialmente quelli di minoranza. Quindi l'esistenza di una proprietà meno coinvolta nella gestione dell'azienda potrebbe portare il management a effettuare delle scelte più corrette e a definire delle giuste strategie per migliorare l'andamento della performance dell'impresa.

I membri del consiglio di amministrazione "indipendenti" rappresentano un valore aggiunto per le imprese, infatti riescono a fornire ottime prestazioni manageriali e un incremento della capitalizzazione di mercato delle imprese agli azionisti. Inoltre, secondo il ricercatore Wang (2016) dimostrano di determinare migliori performance contabili solo quando sono realmente preparati e non hanno mai avuto alcun legame con chi controlla l'impresa.

Un altro aspetto importante è dato dall'aver consiglieri di amministrazione con altri incarichi in essere ovvero che ricoprono il ruolo di consiglieri in più società; infatti, diversi studi hanno dimostrato che ciò contribuisce positivamente alla crescita del valore delle imprese poiché questi consiglieri apportano, grazie alla loro esperienza, il proprio know how e vari contatti, il che costituisce un enorme valore aggiunto. Non deve prevalere, però, il "busy effect" che altrimenti porterebbe a una riduzione delle performance se un board è composto da troppi consiglieri con più di un incarico in essere.

Il ruolo principale del consiglio di amministrazione deve essere quello di garantire una gestione efficiente dell'impresa, portando avanti delle azioni che mirano al miglioramento delle performance aziendali e a tutelare gli azionisti da eventuali espropri di valore da parte dei manager.

Le imprese caratterizzate da una governance societaria debole non sfruttano opportunamente le proprie risorse e hanno perciò una cattiva performance; questo perché i manager poco controllati impiegano le risorse per perseguire

investimenti inutili o a loro esclusivo vantaggio a scapito del valore complessivo dell'impresa.

Una maggiore indipendenza del consiglio di amministrazione rende più forte il meccanismo di corporate governance, che è così in grado di tutelare adeguatamente gli interessi di tutti gli azionisti e allo stesso tempo monitorare le operazioni manageriali. Per quanto concerne la numerosità dei consigli di amministrazione, senza dubbio un consiglio più grande permette di monitorare meglio i manager e il loro operato, avendo così una migliore conoscenza delle strategie aziendali. Consigli di amministrazione numerosi riducono quindi l'asimmetria informativa, aumentano la qualità del monitoraggio su eventuali comportamenti opportunistici del management e migliorano l'efficienza del board nel consigliare le operazioni aziendali. Vi possono essere degli svantaggi legati a un processo decisionale più lento ma questi sono abbondantemente superati dai vantaggi relativi a un maggiore controllo sul management.

A seconda della tipologia di difesa messa in atto gli effetti possono essere diversi.

<i>Strategia di difesa</i>	<i>Tipologia</i>	<i>Diffusione tra le imprese</i>	<i>Efficacia</i>	<i>Effetto di ricchezza per gli azionisti</i>
Poison pills-con diritti di flip-over e opzioni di flip-in	Preventiva	Alta	Alta	Positivo
Emendamento allo statuto aziendale	Preventiva	Media	Molto bassa	Negativo
Paracadute d'oro	Preventiva	Media	Bassa	Trascurabile
Litigation—antitrust, frode, disclosure inadeguata	Reattiva	Media	Bassa	Positivo
Greenmail	Reattiva	Molto bassa	Media	Negativo
Accordi di standstill	Reattiva	Bassa	Bassa	Negativo
Modifiche della struttura di capitale — ricapitalizzazione, nuovo debito, vendita di azioni, buyback di azioni	Reattiva	Media	Media	Inconcludente

4 Table 1, pag. 22, "Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth", J. A. Pearce II, R. B. Robinson, Jr., 2004

L'impatto sul premio degli azionisti è:

- **positivo** con alcuni tipi di pillole avvelenate, perché aumentano il potere contrattuale nei confronti dell'offerente e con i contenziosi;
- **negativo** con l'utilizzo dei consigli scaglionati (leggermente negativo), con i pagamenti greenmail e gli accordi di standstill;
- **trascurabile** con i paracadute d'oro, perché è vero che da un lato essi incentivano i manager ad accogliere favorevolmente l'accordo e a negoziare un premio maggiore però dall'altro causa delle ingenti uscite

che vanno a pesare sull'andamento dell'impresa nel post acquisizione; trascurabile anche nel caso di modifiche alla struttura di capitale.

L'efficacia dello strumento di difesa nell'evitare un take-over è:

- **alta**, nel caso dei consigli scaglionati;
- **media** nel caso di assunzione di debiti aggiuntivi, infatti nella maggior parte dei casi delle offerte ritirate, l'impresa target ha aumentato la propria leva finanziaria attraverso l'emissione di debito, con i pagamenti greenmail e nel caso di modifiche della struttura di capitale, perché diminuisce l'attrattiva dell'impresa come candidato target, però, allo stesso tempo, queste difese non alterano in modo permanente le prospettive di competitività dell'impresa;
- **bassa** nel caso degli accordi di standstill; dei paracadute d'oro, perché il management in questo caso ha un atteggiamento più favorevole alle proposte di acquisizione. Anche i contenziosi hanno una bassa efficacia, infatti, essi sono utili nel breve termine per riuscire a prolungare i tempi di negoziazione, ma se si vuole un effetto duraturo è bene accompagnare questo strumento ad altri tipi di difese.

In particolare, le poison pills possono essere messe in atto dai consigli di amministrazione per due scopi differenti: rafforzare il potere degli amministratori reprimendo le offerte di acquisizione, oppure, quando l'obiettivo è promuovere gli interessi degli azionisti, sono utilizzate con lo scopo di far aumentare il valore dell'offerta. Pertanto, le aziende che adottano le pillole avvelenate hanno una maggiore probabilità che la loro difesa sia efficace e garantiscono premi maggiori per gli azionisti in caso di acquisizione.

Quando sono utilizzate le poison pills, il prezzo delle azioni subisce una reazione negativa, però questa diminuzione è lieve ed è da ricondurre anche all'effetto "negativo" dell'informazione generato dalla diffusione della notizia di un possibile takeover. Questo risultato è inoltre correlato alla composizione del consiglio d'amministrazione, infatti, la variazione media dei prezzi delle azioni della target, all'annuncio dell'utilizzo di una difesa di tipo pillola avvelenata, è positiva quando

gli amministratori sono per la maggior parte esterni, invece, la variazione è negativa quando gli amministratori sono in maggioranza interni alla azienda. Gli azionisti dell'impresa target ottengono anche in questo caso un premio di acquisizione più alto, difatti tramite l'adozione delle misure di tipo pillola avvelenata si ottiene un sostanziale aumento del loro potere contrattuale rispetto all'offerente.

Riguardo ai consigli scaglionati, vi sono alcuni studi meno recenti, come quelli di Ambrose e Megginson, (1992) e altri, che ritengono non statisticamente significativa una possibile correlazione negativa tra l'adozione di consigli di amministrazione classificati e la probabilità di riuscita dell'acquisizione. Invece, secondo studi successivi, come quelli di Coates (2000) e Daines e Klausner (2001), questa tattica di difesa è anzi resa ancora più efficace se adoperata insieme a delle pillole avvelenate. Per quanto riguarda l'effetto sulla ricchezza degli azionisti si stima l'adozione di emendamenti allo statuto aziendale causino una perdita media del 3 per cento.

La possibilità di apportare modifiche allo statuto deve però essere limitata altrimenti gli eventuali scalatori potrebbero sfruttarla per aggirare le disposizioni in materia di difesa dalle acquisizioni. Quindi è necessario istituire delle limitazioni alla modifica degli statuti in modo da migliorare l'efficacia delle difese di un'impresa target.⁵

Nei casi in cui si decide di modificare la struttura di capitale, come, ad esempio, emettere nuovo debito per scoraggiare le acquisizioni, spesso, ne consegue una reazione del prezzo delle azioni significativamente negativa, soprattutto per le imprese target con manager poco performanti.⁶ Questi risultati suggeriscono che i manager ostili a un'offerta pubblica di acquisto possono adeguare la struttura del capitale della loro impresa per cercare di disincentivare un'offerta.

⁵ Lucian Bebchuk, Alma Cohen and Allen Ferrell, "What Matters in Corporate Governance?", *Review of Financial Studies*, vol. 22, issue 2, 783-827, 2009

⁶ Jandik, Tomas & Lallemand, Justin, "Value impact of debt issuances by targets of withdrawn takeovers," *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 29(C), pages 475-494., 2014

Ponendo l'attenzione adesso sui contenziosi durante le negoziazioni di M&A, si può riscontrare che un primo effetto è la diminuzione della probabilità di completamento dell'accordo rispetto ai casi di assenza di contenziosi, un secondo effetto è l'aumento del premio di acquisizione medio per gli azionisti della target che più che compensa la diminuzione della probabilità di successo dell'operazione.⁷ I casi di litigation, inoltre, portano a un aumento ancora maggiore dei premi per quanto riguarda le offerte successive sempre per la stessa impresa target.

Per quanto concerne le strategie di difesa reattive, gli accordi di greenmail e di standstill hanno effetti negativi sulla ricchezza degli azionisti. In particolare, per i pagamenti greenmail, un recente studio di Giammarino, Heinkel e Hollifield (1997) ha evidenziato come la perdita per gli azionisti sia rilevante a meno che non siano unitamente adottate delle poison pills; mentre l'utilizzo di accordi di standstill, secondo Gaughan (1996), crea un calo nel valore del prezzo delle azioni che va ad annullare l'aumento del prezzo che è stato generato dall'annuncio dell'offerta di takeover.

Un altro aspetto da porre in evidenza è che, quando una società è sotto minaccia di takeover, il management è portato a salvaguardare gli utili di breve termine a scapito degli investimenti di lungo termine. Le disposizioni anti acquisizione incoraggiano le imprese obiettivo a intraprendere quegli investimenti più di lungo periodo, soprattutto quelli legati all'innovazione, promuovendo la crescita.

Il professore J. Atanassov nel 2013 ha condotto uno studio⁸ a riguardo per comprendere come gli strumenti di protezione dalle acquisizioni ostili influiscano sull'innovazione e sul valore dell'impresa. Dalla ricerca si evince che effettivamente nei paesi dove vigono delle norme anti acquisizione ne consegue un calo del numero di brevetti e citazioni per brevetto. Utilizzare degli strumenti anti takeover comporta la perdita di possibili investimenti in ricerca e innovazione di lungo periodo da parte dell'azienda. Si sottolinea perciò l'importanza di un

⁷ C. N. V. Krishnan, Ronald W. Masulis, Randall S. Thomas, e Robert B. Thompson, "Jurisdictional Effects in M&A Litigation", *Journal of Empirical Legal Studies*, Forthcoming Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 13-14, 2013

⁸ J. Atanassov, "Do Hostile Takeovers Stifle Innovation? Evidence from Antitakeover Legislation and Corporate Patenting", 2013

mercato attivo per il controllo aziendale che favorisca l'innovazione e la crescita economica.

Oltre a quanto detto, i meccanismi anti acquisizione possono aiutare le imprese a mitigare le minacce di acquisizione nel breve termine, così da consentire al management di perseguire attivamente operazioni di M&A che supportino gli obiettivi aziendali a lungo termine⁹. I manager in questo modo affrontano decisioni strategiche e di allocazione delle risorse che altrimenti eviterebbero, sapendo di rischiare la loro occupazione se un'acquisizione producesse scarsi risultati.

Da parte dell'acquirente, portare avanti un tentativo di acquisizione, nonostante la presenza di meccanismi di difesa, rappresenta un segnale tangibile del suo impegno in un investimento tanto importante quanto rischioso. Ad esempio, le acquisizioni riguardanti imprese ad alta intensità di conoscenza e "difficili da valutare" hanno una risposta molto positiva da parte del mercato e producono rendimenti più alti a lungo termine quando le aziende target adottano disposizioni anti acquisizione.¹⁰

Le acquisizioni sono delle operazioni molto rischiose, per essere portate a termine richiedono alti costi e offrono guadagni incerti e ottenibili nel lungo termine. I manager rischiano di essere licenziati se l'acquisizione causa perdite eccessive, compromette la competitività delle loro imprese, o se delle imprese terze ottengono il controllo delle loro aziende e li sostituiscono. In uno studio condotto su 714 CEO che hanno effettuato acquisizioni dal 1900 al 1998, i professori Lehn e Zhao hanno scoperto che il 47% è stato sostituito dopo aver effettuato le loro acquisizioni. Quindi se i manager si trovano a gestire l'acquisizione di imprese che hanno adottato maggiori disposizioni difensive, sono motivati a fare scelte strategiche e di allocazione delle risorse più efficienti.¹¹

⁹ M. Stráska, H. G. Waller, "Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature", 2014

¹⁰ Mark Humphery-Jenner and Ronan Powell, "Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect", *Journal of Corporate Finance*, vol. 26, issue C, 57-77, 2014

¹¹ K. M. Lehn, M. Zhao, "CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidders Fired?", 2006

Un vantaggio per i manager che si impegnano in acquisizioni di imprese che utilizzano disposizioni anti takeover è dato dal fatto che queste sono maggiormente disposte a fare disclosure e quindi i manager sono più ricettivi a riscontri negativi del mercato. Infatti, essi possono in un certo senso sfruttare le valutazioni negative del mercato per meglio definire i vari aspetti di queste acquisizioni, mentre i manager che avviano acquisizioni di aziende che non utilizzano disposizioni anti acquisizione sono portati a interrompere le operazioni al primo segnale negativo del mercato.

In sintesi, per i motivi elencati precedentemente, le disposizioni anti acquisizione hanno un effetto positivo sulla frequenza con cui le imprese intraprendono le acquisizioni, perché creano un effetto di riduzione dell'avversione al rischio legato all'occupazione da parte dei manager.¹²

Quindi, una volta attuate delle difese, se il tentativo di takeover ostile viene fermato, l'azienda target mantiene la sua indipendenza e i profitti ottenuti grazie alla sua strategia aziendale. Quando un takeover ostile ha successo, la difesa dell'azienda target ha comunque una sua valenza fondamentale perché dà una valutazione più approfondita dell'offerta e dell'offerente, promuove eventuali negoziazioni sul prezzo con l'offerente e altri nuovi offerenti, garantisce ad altri investitori la possibilità di rivalutare la performance e il potenziale dell'impresa target e quindi fa aumentare il prezzo delle sue azioni.

1.6 Legislazione relativa alle azioni di difesa da takeover

La regolamentazione vigente ha un'influenza rilevante nel favorire o meno il successo di un takeover.

Il legislatore europeo ha impiegato molto tempo per arrivare ad un testo definitivo sulla direttiva delle offerte pubbliche di acquisto. La difficoltà più grande è stata

¹² S. Malhotraa, H. M. Morganb, P. Zhuc, "Corporate governance and firms' acquisition behavior: The role of antitakeover provisions", *Journal of Business Research* 118, 2020

proprio dover conciliare sistemi economici differenti, dove le società quotate hanno diverse strutture proprietarie.

In Italia, ad esempio, la proprietà è molto concentrata mentre in paesi come il Regno Unito, la proprietà è diffusa tra moltissimi piccoli azionisti.

Negli Stati Uniti ad esempio, dove anche lì la proprietà è diffusa, gli azionisti spesso sono degli investitori interessati solamente al profitto e non alla gestione attiva della società. Di conseguenza è preferibile, in una realtà come questa, che le decisioni relative ai takeover e all'adozione o meno dei meccanismi di difesa, siano prese dall'organo amministrativo. Gli azionisti però a loro volta possono impugnare in tribunale queste decisioni qualora siano state prese contro il loro interesse. In un eventuale giudizio è il management che è tenuto a dimostrare perché l'offerta ricevuta fosse una minaccia per l'impresa e come i meccanismi di difesa attuati fossero quelli adeguati anche relativamente al livello di rischio intercorso.

In Italia invece, gli azionisti di maggioranza si occupano direttamente della gestione dell'impresa e quindi è corretto che siano loro a dover prendere le decisioni riguardanti l'adozione di misure difensive in caso di ricezione di un'OPA.

Il legislatore, inoltre, si è trovato nella situazione di dover riuscire a contemperare due interessi: quello dell'offerente alla piena libertà di azione e quello della società target di mettere in atto delle difese per evitare acquisizioni ostili con condizioni non soddisfacenti. Qualunque disciplina riguardante le offerte pubbliche di acquisto si pone obiettivi quali evitare che il mercato subisca bruschi turbamenti, tutelare gli azionisti risparmiatori, favorire il trasferimento del controllo, garantire la stabilità degli assetti proprietari.

Il Parlamento italiano, con la legge 149/92, ha imposto una regola di passività assoluta. In quel caso si è dimostrato come questo eccesso di rigore portasse le imprese a ridurre al minimo il flottante o addirittura a rinunciare alla quotazione. Con il testo unico del 1998, si è deciso di dare potere decisionale all'assemblea, ritenendo più giusto affidare la decisione finale ai soci.

Nel 2004, è stata emessa la Direttiva del Parlamento Europeo concernente le offerte pubbliche di acquisto. La direttiva 2004/25/Ce disciplina le offerte pubbliche di acquisto e di scambio che hanno ad oggetto titoli con diritti di voto emessi da una società di uno Stato membro ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato.

La direttiva Opa disciplina la regola della **passività** (cd. "passivity rule") che costituisce un obbligo di astensione, da parte della società target, dall'attuare misure difensive successive alla promozione di un'offerta, salvo che ricorra una preventiva autorizzazione dell'assemblea ricevuta dopo la presentazione dell'offerta stessa. La regola di passività, mutuata dal sistema regolamentare inglese, non è stata introdotta per tutelare direttamente gli interessi dell'offerente, ma, più che altro si basa sul fatto che a seguito di un'offerta pubblica di acquisto gli amministratori si trovano in una situazione di potenziale conflitto di interesse con gli azionisti. Infatti, da parte degli amministratori vi è interesse a non cedere il controllo dell'impresa a un nuovo management e da parte degli azionisti la volontà di aderire ad un'offerta che potrebbe essere per loro vantaggiosa.

La passivity rule è una norma antielusiva che mira a rendere vani eventuali tentativi di aggirarla; in generale, si può affermare che la passivity rule vieta l'utilizzo di strategie di difesa se queste sono attuate durante il takeover, mentre quelle preventive, che per lo più sono particolari clausole introdotte nello statuto aziendale, non sono sottoposte a dei limiti, a meno che non vadano contro la legge. Però, allo stesso tempo, riguardo alle misure difensive adottate quando la società non è stata ancora soggetta a un'offerta di pubblico acquisto e che ancora non hanno ricevuto approvazione, la passivity rule deve essere rispettata se queste non si possono considerare come normali attività della società e se possono contrastare il buon esito dell'offerta.

La Direttiva dispone che gli Stati membri possono anche decidere di non rendere la regola imperativa ma di permettere alle imprese di introdurla in via statutaria. Nella Direttiva si parla anche della regola di **neutralizzazione automatica** (cd. "breakthrough rule"), secondo la quale non si applicano all'offerente tutte le restrizioni che potrebbero impedire l'acquisto o l'esercizio del controllo,

riconoscendo un equo indennizzo per le eventuali perdite subite a seguito dell'applicazione di detta clausola.

In particolare:

1) tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva, non si applichino nei confronti dell'offerente durante il periodo entro il quale l'offerta deve essere accettata;

2) tutte le restrizioni al diritto di voto, previste nello statuto della società emittente o in accordi contrattuali tra la società emittente e i possessori di titoli della stessa o in accordi contrattuali tra i possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della direttiva, non hanno effetto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa;

3) i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa;

4) qualora, a seguito di un'offerta, l'offerente detenga il 75 per cento o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri del consiglio di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione.

Queste disposizioni, relativamente alle differenze che esistono tra gli ordinamenti degli Stati membri, sono soggette a un regime opzionale. Gli Stati membri possono decidere di non rendere imperative le regole di passività e di neutralizzazione; in tal caso le società se vogliono, possono introdurle nei propri statuti (il cosiddetto opt-in), sempre che la relativa decisione sia adottata dall'assemblea degli azionisti e notificata a tutte le autorità di vigilanza degli Stati membri in cui sono quotati i titoli oggetto di offerta. Tale scelta è reversibile, ovvero le società possono decidere successivamente di modificare lo statuto.

La Direttiva, nell'art. 12, par. 3, ha previsto inoltre che gli Stati membri possono decidere di lasciar scegliere alle società se applicare o meno la cd. "clausola di reciprocità". Quest'ultima stabilisce che, le società che applichino, per propria decisione o per ordinamento dello stato di appartenenza, le regole di passività e di neutralizzazione, in caso di offerta promossa da un soggetto che non sia tenuto al rispetto delle stesse, possono decidere di disapplicarvi.

Le misure comunitarie lasciano, dunque, un margine di discrezionalità alle decisioni nazionali quanto più ampio possibile.

La Direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto è stata recepita nell'ordinamento interno con il decreto legislativo n.229/2007. Il legislatore italiano ha confermato la regola della passività, già inclusa dall'art. 104 del Testo Unico sull'Intermediazione finanziaria – TUF (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e ha disposto l'obbligatorietà della regola di neutralizzazione, prevedendo la clausola di reciprocità per entrambe le misure.

La normativa in materia di OPA è stata oggetto di successivi interventi legislativi.

Per quanto riguarda la passivity rule, il legislatore inizialmente (D.lgs. n. 229/2007) aveva recepito l'obbligo di astensione degli amministratori dall'adozione di strumenti ostili all'Opa senza aver avuto prima l'autorizzazione assembleare. Successivamente, con il D.L. n. 185 del 2008 (cosiddetto decreto anticrisi), la passivity rule è divenuta opzionale, potendo essere prevista dallo statuto delle società quotate. Questo per consentire più libertà di azione alle società sotto scalata. Sono modificati anche i sistemi di autorizzazione assembleare per la realizzazione di eventuali misure di difesa, infatti scompare il limite del 30% necessario per l'autorizzazione da parte dei soci che limitava la possibilità per l'azionista di controllo di prendere, con la sua sola propria partecipazione, la decisione di adottare misure difensive. E, in aggiunta, è eliminata anche la disposizione secondo cui l'approvazione delle misure anti takeover debba essere approvata da un'assemblea straordinaria.

A seguito del Decreto legislativo n. 146/2009, è stata ripristinata l'imperatività della regola di passività, mentre è prevista comunque la derogabilità in via statutaria, in tutto o in parte, di tali disposizioni. Tali modifiche statutarie devono

essere comunicate al pubblico, alla Consob e alle autorità di vigilanza in materia di offerte pubbliche di acquisto degli Stati membri in cui i loro titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o in cui è stata chiesta tale ammissione.

Invece relativamente alla breakthrough rule, la finalità è quella di neutralizzare le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto e le limitazioni al diritto di voto sancendo così il principio one share-one vote e legittimando il voto anche dei titolari delle eventuali azioni prive di tale diritto. Si vuole tutelare il diritto del singolo azionista di partecipare alla decisione sull'offerta. L'applicazione della regola di neutralizzazione costituisce una limitazione dei diritti di proprietà ed è necessario quindi dare degli indennizzi agli azionisti che hanno subito eventuali pregiudizi a causa di tale norma. L'indennizzo è corrisposto dall'offerente, cioè da colui che trae vantaggio dall' applicazione della norma di neutralizzazione.

La regola è stata introdotta per la prima volta con il recepimento della direttiva 2004/25/CE. Il legislatore ha dunque aggiunto al TUF l'articolo 104-bis, che ha disciplinato e reso imperativa la regola di neutralizzazione. Il D.L. n. 185 del 2008 ha poi eliminato l'obbligatorietà della breakthrough rule, comunque introducibile nel proprio statuto su base volontaria. Il D.lgs. 146/2009 ha poi confermato l'applicazione facoltativa della regola di neutralizzazione.

Infine, per quanto concerne la regola di reciprocità, al momento di recepire la direttiva Opa è stato inserito nel TUF l'articolo 104-ter, che consentiva la disapplicazione della passivity rule e della clausola di neutralizzazione ove l'offerente, o un soggetto da esso controllato, non fosse soggetto alle stesse disposizioni. In questo modo si voleva dare alle società italiane la possibilità di difendersi da offerenti esteri che avessero una diversa disciplina a riguardo.

Nel tempo, il D.L. 185/2009 e il D.lgs. 146/2009 hanno istituito una diversa applicazione della regola di reciprocità: per quanto riguarda la neutralizzazione, la reciprocità si applica dove la regola di neutralizzazione sia prevista dallo statuto, mentre per la passivity rule l'applicazione è automatica.

Nel caso in cui vi siano società nelle quali lo Stato ha una partecipazione rilevante, la legge finanziaria per il 2006 ha previsto la facoltà di utilizzare uno

strumento di difesa nei confronti di tentativi di scalata ostili. Le società partecipate dallo Stato soggette a takeover ostili possono deliberare un aumento di capitale con cui l'azionista pubblico è in grado di incrementare la propria quota di partecipazione.

La Consob ha il compito di dirimere eventuali dubbi nati nell'interpretazione delle clausole statutarie e deve valutare "l'equivalenza fra gli statuti" della società offerente e della società bersaglio.

L'art. 123 bis T.U.F. riguarda la regola che impone di inserire nello statuto societario l'elenco di tutte le possibili difese attuabili in caso di Opa ostile in modo da rendere noto al mercato quali società sono o meno scalabili.

L'art. 3 della Direttiva enuncia dei principi a cui devono conformarsi le norme nazionali tra cui, il principio della parità di trattamento per tutti gli azionisti, appartenenti alla stessa categoria, di una società emittente, e della tutela degli altri possessori, qualora una persona acquisisca il controllo della società.

Gli azionisti dell'impresa target devono ricevere tutte le informazioni atte a garantire una decisione ragionata e infatti, anche secondo le norme nazionali l'organo amministrativo della società target è tenuto a redigere e pubblicare un documento con un suo parere sull'offerta, sugli effetti che la stessa avrà su tutti gli interessi della società, in particolare sull'occupazione e una spiegazione dei piani strategici dell'offerente per la società emittente.

Apposita disposizione, infine, è dedicata alla pubblicità dell'offerta, volta a garantire la trasparenza e l'integrità dei mercati dei titoli interessati: L'art. 8 della Direttiva obbliga gli Stati membri a prescrivere forme di pubblicità idonee dell'offerta per garantire trasparenza e immediata conoscenza da parte di tutti gli interessati.

Al fine di arrivare a una regolamentazione che accontentasse i vari stati membri, il legislatore comunitario ha deciso di rendere volontaria l'adesione a determinate previsioni della direttiva, quali la regola di passività, di neutralizzazione e la clausola di reciprocità.

In sintesi, si è deciso per l'opt-out degli ordinamenti degli stati membri con possibilità per le singole imprese di inserire le regole direttamente nel proprio statuto, ovvero l'opt-in.

La conseguenza di questa decisione nel nostro Paese è stata quella di rendere meno contendibili le imprese italiane e allo stesso tempo, nel caso fossero quest'ultime a voler intentare un take-over nei confronti di società estere, ciò potrebbe andare a loro sfavore a causa della possibile applicazione della clausola di reciprocità.

Pertanto, la facoltà di poter scegliere se utilizzare o meno queste norme, dando quindi nella maggior parte dei casi un'arma in più per difendersi da eventuali attacchi di takeover, ha causato la riduzione del numero complessivo di possibili acquisizioni.

2. Caso di studio: Sanofi-Aventis e Genzyme

2.1 Introduzione e contesto dell'acquisizione

Le acquisizioni possono essere di due tipi: quelle che mirano a sfruttare il modello di business esistente nell'impresa target e quelle che puntano a reinventare il modello di business. L'acquisizione di Genzyme da parte di Sanofi-Aventis rientra senz'altro nella prima casistica, perché Sanofi si è posta come obiettivo dell'operazione l'entrata in un nuovo business, quello dei farmaci orfani, servendo un nuovo segmento di mercato, ma anche l'acquisizione di nuove conoscenze e competenze nell'ambito delle biotecnologie, in cui Genzyme era leader.

Il settore farmaceutico presenta una domanda in continuo aumento, a causa dei fenomeni demografici ed economici, è un settore fortemente regolato, perciò relativamente stabile, ma ha un problema legato alla sostenibilità dei costi, che richiede un modello economico e organizzativo dell'impresa ben strutturato.

Le imprese farmaceutiche affrontano delle sfide sempre maggiori, nel tentativo di sostenere la crescita della redditività, affrontare la scarsità di farmaci innovativi e di molecole biotecnologiche in fase di studio e sopperire alla scadenza della protezione brevettuale per i loro farmaci chiave che li espone alla concorrenza dei generici. Il problema più rilevante, nel fronte della concorrenza, sta nel fatto che per poter registrare un nuovo farmaco occorre che questo sia "superiore" a quelli esistenti per la stessa patologia, e non più, come avveniva in passato, che il prodotto sia "non inferiore" a quelli già in commercio. Ciò fa sì che i progetti di ricerca e di sviluppo dei prodotti siano sempre più lunghi, costosi e rischiosi.

Da una parte, quindi, le imprese farmaceutiche cercano di fare ricerca e di puntare alle biotecnologie, dall'altra le imprese biotech sono quotate a sconto ovvero hanno un prezzo di emissione sotto la pari; l'unione di questi due fattori ha portato a un aumento sempre più consistente di operazioni di acquisizioni di imprese biotecnologiche da parte delle farmaceutiche.

Come si evince dal grafico sottostante, fonte Bloomberg, il rapporto tra il prezzo delle azioni e il fatturato nel settore biotech ha avuto un trend decrescente

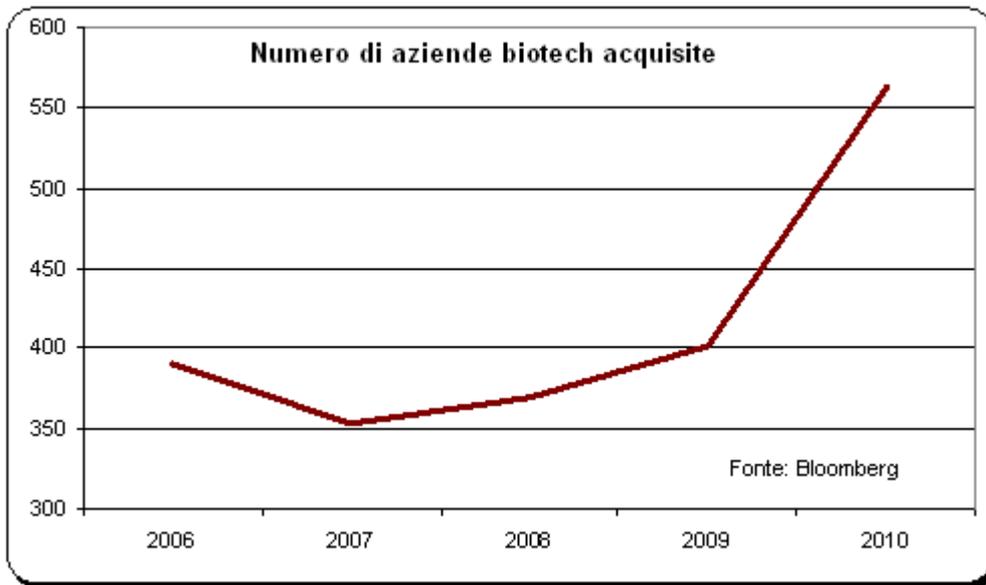
dell'indice Amex delle biotecnologie, nel decennio relativo al periodo dell'acquisizione sotto studio, arrivando ai minimi storici. Questo dato non deve essere frainteso, non è infatti dovuto a un crollo delle quotazioni delle aziende ma al fatto che la loro redditività è continuata ad aumentare, e rimanendo costante il prezzo di borsa, il rapporto tra i due valori si è sempre più assottigliato spingendo le operazioni di M&A.



Dal 2000 al 2011 il rapporto è sceso all'incirca del 75% mentre la quotazione dell'indice era salita del 40%; questo a indicare che è stato il fatturato ad aumentare e il business delle aziende biotech era in forte crescita.

L'indice dell'Amex non include le imprese che si dedicano interamente alla ricerca, le quali hanno invece dei fatturati molto bassi, quindi si presta meglio a rappresentare le imprese del settore biotecnologico.

Sempre prendendo a riferimento un grafico di Bloomberg, possiamo notare il notevole incremento del numero di aziende biotech acquisite dal 2006 al 2010, la maggior parte delle quali sono avvenute negli Stati Uniti.



L'acquisizione di Genzyme da parte di Sanofi-Aventis, in quanto a capitalizzazione, è stata la seconda più importante nella storia del settore delle biotecnologie, dopo quella di Genentech, acquisita da Roche nel 2009.

2.1.1 Sanofi

Nuovo logo presentato da Sanofi nel 2022 a simboleggiare il processo di rinnovamento e di trasformazione avviato già nel 2019.

Sanofi è un'azienda farmaceutica francese, leader nel suo settore a livello globale, costituita nel 1994, secondo le leggi francesi, come société anonyme, una forma di società a responsabilità limitata.

Sanofi è presente in più di 145 paesi, ha 106.859 dipendenti in tutto il mondo, conta su 73 stabilimenti sui quali investe all'anno circa 1 miliardo di euro in sviluppo e trasformazione. I titoli di Sanofi sono quotati sul mercato francese Euronext Paris e su quello statunitense Nasdaq Global Select Market (Nasdaq) e per tale motivo l'assetto della corporate governance segue le disposizioni del diritto societario francese e i regolamenti sui titoli applicabili alle società quotate in Francia, e come emittente estero quotata anche negli Stati Uniti.

L'obiettivo principale di Sanofi è cercare di migliorare la vita delle persone attraverso la ricerca, lo sviluppo e la distribuzione di nuovi farmaci e terapie. Sanofi si occupa dell'intera filiera del farmaco, dal principio attivo allo sviluppo di nuovi farmaci e alla produzione di prodotti maturi. Sanofi attua un approccio innovativo nella ricerca e sviluppo allo scopo di investire in terapie multi-target per affrontare più malattie con un unico farmaco, lavorare su terapie combinate per rendere i trattamenti più efficaci, sviluppare nuovi prodotti biologici per la produzione di medicinali di precisione, condurre nuove ricerche in grado di sbloccare il potenziale della terapia genica e sfruttare l'intelligenza artificiale e le tecnologie digitali innovative per consentire ai pazienti di gestire meglio le patologie croniche.

Le aree terapeutiche in cui Sanofi opera sono quella cardiovascolare, del diabete, della sclerosi multipla, delle malattie rare fino al ramo dell'oncologia e dei tumori del sangue, oltre che farmaci da automedicazione e vaccini; l'attività di Sanofi è suddivisa in quattro Business Unit: General Medicines, Specialty Care (Sanofi-Genzyme), Vaccini e Consumer Healthcare.

Nel 2021 Sanofi ha registrato un fatturato di 37,761 miliardi di euro e ha investito in ricerca e sviluppo quasi 6 miliardi di euro. È produttrice di alcuni dei farmaci più conosciuti come Enterogermina, Maalox, Mag, Lisomucil, Foille. Altrettanto importante è la divisione Sanofi-Pasteur che è leader mondiale nella produzione di vaccini contro l'influenza, la poliomielite, la meningite e vaccini pediatrici in generale. I principali punti di forza dell'impresa sono la gamma e la varietà dei prodotti, l'elevato contenuto tecnologico e la qualità del prodotto.

La società, negli anni del processo di acquisizione, era il sesto gruppo al mondo nel settore farmaceutico, seguitamente a Pfizer, Bristol-Myers Squibb e GlaxoSmithKline. Sempre in quel periodo, Sanofi-Aventis stava adottando una strategia che comprendeva la specializzazione degli stabilimenti a livello mondiale in modo da avere, per ciascun tipo di produzione, uno stabilimento di riferimento, al quale, in alcuni casi, affiancare uno stabilimento localizzato in Cina per stimolare la concorrenza interna sui due fronti della qualità e del costo. In secondo luogo, per alcune patologie, come il diabete, aveva deciso di offrire non solo il farmaco, ma un sistema di prodotto cercando di seguire un approccio

integrato, personalizzato sui bisogni dei pazienti e con un portafoglio ampio e differenziato.

Per arrivare alla nascita del gruppo Sanofi-Aventis, avvenuta nel 2004, si deve fare riferimento a delle date importanti che l'hanno preceduta:

- 1928: nasce **Rhône-Poulenc**, gruppo chimico e farmaceutico francese, dalla fusione di due società francesi: una società chimica creata dai fratelli Poulenc e una Société Chimique des Usines du Rhône, fondata nel 1895. Le attività dell'azienda nella prima metà del XX secolo si sono concentrate sulla produzione di prodotti chimici, tessili e farmaceutici. Negli anni '90 Rhône-Poulenc ha iniziato a concentrare le sue attività sulle scienze della vita e ha perciò acquisito la casa farmaceutica americana Rorer in due fasi nel 1990 e nel 1997, il restante 49% delle azioni di Pasteur Mérieux Serums & Vaccins SA nel 1994, specializzato nei vaccini, e l'azienda farmaceutica britannica Fisons nel 1995.
- 1970: nasce **Synthélabo** dalla fusione di due laboratori farmaceutici francesi, i Laboratoires Dausse (fondata nel 1834) e i Laboratoires Robert & Carrière (fondata nel 1899).
- 1973: nasce **Sanofi**, con l'acquisizione del gruppo farmaceutico **Labaz** da parte della società petrolifera francese **Elf Aquitaine**. Il suo primo prodotto di punta è stato un farmaco per la prevenzione di eventi cerebro e cardiovascolari. In questo stesso anno il gruppo francese di cosmetici **L'Oréal** ha acquisito la maggioranza del capitale sociale di **Synthélabo**.
- 1994: **Sanofi** entra nel mercato statunitense con l'acquisizione della branca dei farmaci da prescrizione della società farmaceutica **Sterling Winthrop**, controllata da Eastman Kodak.
- 1999: fusione di **Sanofi** con **Synthélabo**: nasce Sanofi - Synthélabo.
- 1999: nasce **Aventis**, dalla fusione di **Rhône-Poulenc** con il gruppo farmaceutico tedesco **Hoechst Marion Roussel**. Aventis sarà una delle prime società a investire in tecnologie quali genomica, immunologia e terapia genica. Hoechst fa risalire le sue origini alla seconda metà del XIX secolo, al tempo della rivoluzione industriale tedesca e dell'emergere dell'industria chimica. Tradizionalmente attivo nel settore farmaceutico, Hoechst ha rafforzato la sua

posizione in quel settore assumendo una partecipazione di controllo in Roussel-Uclaf nel 1974 e nella società farmaceutica degli Stati Uniti Marion Merrell nel 1995.

- 2004: nasce Sanofi-Aventis con l'acquisizione di **Aventis** da parte di **Sanofi – Synthélabo**.
- 2011: approvata la modifica del nome del Gruppo a livello mondiale da “Sanofi-Aventis” a “Sanofi” a partire dall'Assemblea degli Azionisti del maggio.
- 2014: cambia la denominazione sociale della filiale italiana da Sanofi-Aventis S.p.A. a Sanofi S.p.A.

L'obiettivo di diversificazione è sempre stato primario per il CEO Chris Viehbacher, arrivato alla guida di Sanofi-Aventis alla fine del 2008 e in carica al momento dell'operazione riguardante Genzyme, il quale, nel corso della sua carriera ha promosso svariate acquisizioni e alleanze con altre aziende farmaceutiche. Le principali operazioni effettuate da Sanofi in quel periodo, per rafforzare il business del Consumer Healthcare e le piattaforme di farmaci generici, sono state le seguenti:

- L'11 marzo 2009 Sanofi, dopo un'offerta pubblica di acquisto, ha acquisito il gruppo di farmaci generici di marca Zentiva con sede a Praga;
- Il 27 aprile 2009, Sanofi ha acquisito una partecipazione del 100% in Medley, la terza società farmaceutica in Brasile e leader nella produzione di farmaci generici in quel paese;
- Il 9 febbraio 2010 Sanofi ha completato con successo la propria Opa su tutte le azioni in circolazione ordinarie di Chattem, Inc., una delle principali società produttrici di beni di consumo come farmaci OTC e HBA (Health and Beauty Aids) /Personal Care negli Stati Uniti. Subito dopo l'offerta pubblica di acquisto, Sanofi deteneva circa il 97% delle azioni in circolazione di Chattem e ha acquisito le azioni residue in fusione “short form” in data 10 marzo 2010;
- Il 24 febbraio 2011, ha acquisito BMP Sunstone Corporation tramite una fusione tra BMP Sunstone e una propria consociata al 100%. BMP Sunstone Corporation era una società farmaceutica specializzata che stava costruendo un portafoglio proprietario di prodotti farmaceutici e sanitari di marca in Cina. Attraverso

Sunstone l'azienda produceva i principali prodotti per la salute pediatrica e femminile.

- Il 4 aprile 2011 si arriva all'acquisizione di Genzyme Corporation, un importante gruppo biotecnologico con sede a Cambridge, Massachusetts e specializzato nel trattamento di malattie rare, malattie renali, endocrinologia, oncologia e biochirurgia. Immediatamente dopo l'OPA, Sanofi deteneva oltre il 90% delle azioni in circolazione di Genzyme ed ha acquisito le restanti azioni in una fusione "short form" in data 8 aprile 2011.

Dal 1° gennaio 2007, Sanofi ha separato le funzioni di Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato e ritiene che questa struttura di governance sia adeguata alla configurazione attuale dell'azienda.

La Società è amministrata da un **Consiglio di Amministrazione** composto da 16 membri, due dei quali in rappresentanza dei dipendenti.

Il Presidente del Consiglio rappresenta il Consiglio di Amministrazione, organizza e dirige i lavori del Consiglio e ne risponde all'assemblea generale degli azionisti; a lui spetta il corretto funzionamento del Consiglio di Amministrazione e dell'assemblea generale degli azionisti da lui presieduta.

Dal 2009 Serge Weinberg è Amministratore di Sanofi, nominato Presidente del Consiglio nel maggio 2010, CEO ad interim dal 29 ottobre 2014 al 1° aprile 2015.

Il Comitato Esecutivo si riunisce due volte al mese ed è presieduto dall'Amministratore Delegato.

L'Amministratore Delegato è responsabile della gestione della Società e la rappresenta nei confronti dei terzi nei limiti dell'oggetto sociale. Egli gode dei più ampi poteri di agire per conto della società in ogni circostanza, ferma l'autorità attribuita dalla legge al Consiglio di Amministrazione e all'Assemblea degli Azionisti e nei limiti fissati dal Consiglio di Amministrazione.

Paul Hudson è entrato a far parte di Sanofi come amministratore delegato nel settembre 2019 dopo aver ricoperto il ruolo di amministratore delegato di Novartis Pharmaceuticals (2016-2019).

2.1.2 Genzyme



Genzyme viene fondata nel 1981 come piccola startup da Henry Blair e altri scienziati che studiavano malattie enzimatiche ereditarie. Blair, che aveva ottenuto una concessione dal National Institutes of Health, aveva permesso a Genzyme di sviluppare un farmaco per la malattia di Gaucher, un raro disturbo enzimatico debilitante. La società, fin da subito, decide di adottare una strategia davvero inusuale ovvero concentrarsi sulla produzione di medicinali per la cura di malattie rare anziché farmaci di massa. Lo sviluppo di un farmaco richiede solitamente da 10 a 15 anni e i costi, che all'epoca erano pari all'incirca a 800 milioni di dollari ed oggi sono più che raddoppiati, sono necessari per portare avanti la fase di ricerca, l'esecuzione delle prove cliniche, l'ottenimento dell'approvazione della FDA (U.S. Food and Drug Administration) e il lancio e la distribuzione del prodotto sul mercato. I farmaci di massa normalmente generano ricavi per almeno 1 miliardo di dollari l'anno per l'azienda produttrice e sono venduti a milioni di persone dato che sono relativi alle malattie più comuni. Genzyme invece decide di concentrare la sua attività sui farmaci orfani, che avevano un mercato composto soltanto da poche centinaia di persone. La produzione dei farmaci per malattie rare avrebbe richiesto meno prove cliniche, minore pubblicità, una più semplice gestione della forza di vendita e sarebbe stata meno soggetta a concorrenza. Inoltre, le compagnie assicurative sarebbero state disponibili a coprire i farmaci a causa della severità delle malattie e del numero limitato di pazienti.

Nel 1983 la FDA ha stabilito l'Orphan Drug Act, garantendo, in questo modo, un'esclusiva sul mercato, della durata di sette anni, ai produttori di farmaci per malattie rare, definendo tali quelle con meno di 200.000 pazienti negli Stati Uniti.

Genzyme sceglie di mantenere al suo interno la produzione e le vendite piuttosto che esternalizzarle, assegnandole a una grande impresa farmaceutica, decide

anche di diversificare le attività di business per finanziare la ricerca e sviluppo, occupandosi inoltre di forniture di prodotti chimici, consulenza genetica e test diagnostici.

L'azienda si quota in borsa nel 1986 raccogliendo 27 milioni di dollari e nello stesso anno costituisce il primo dei suoi laboratori di test genetici per la Fibrosi Cistica.

Il loro primo farmaco è Cerezyme, venduto a 4500 pazienti affetti dalla malattia di Gaucher e costretti ad assumerlo per tutta la vita, garantendo in questo modo una stabilità dei ricavi. Cerezyme era caratterizzato da un costo annuo di 170.000 dollari e da ricavi annuali di 800 milioni di dollari.

Genzyme è la prima impresa a dimostrare come si può avere successo e creare un business redditizio attraverso la produzione di farmaci per malattie rare con una piccola popolazione di pazienti, riuscendo da una piccola start-up a diventare un'impresa diversificata, leader nel suo settore, con circa, nel 2009, 10.000 dipendenti in tutto il mondo, tra cui moltissimi ricercatori, e un fatturato di 4,5 miliardi di dollari. Genzyme allora era dotata di 17 strutture di produzione e 9 laboratori di test di genetica organizzati, approssimativamente, in 80 sedi in 40 diversi paesi.

Nel 2010 ha generato ricavi per 4,1 miliardi di dollari, abbastanza da rimpiazzare circa un terzo delle vendite che Sanofi aveva previsto di perdere entro il 2013 a causa della concorrenza sui farmaci generici, entrando quindi nell'area di interesse di Sanofi per un'eventuale acquisizione.

Il 16 Febbraio 2011, alle ore 07:12, arriva la notizia dell'accordo che il produttore farmaceutico francese Sanofi-Aventis aveva cercato a lungo di ottenere con Genzyme Corp.; l'accordo riguardava una proposta di acquisto di 20,1 miliardi di dollari, più dei pagamenti extra legati al successo che avrebbero avuto i farmaci del gruppo americano biotech.

Appena si sono diffuse le prime notizie sull'accordo, le azioni di Genzyme sono aumentate del 15% arrivando a 62,57 dollari e portando la capitalizzazione di borsa della società a 16,7 miliardi di dollari. Negli ultimi anni le azioni di Genzyme avevano perso circa un terzo del loro valore a causa di problemi produttivi iniziati nel giugno del 2008, provocati dalla presenza di contaminazione virale

nell'impianto di Allston Landing, nel Massachusetts, bloccando così la produzione di due importanti farmaci: Cerezyme e Fabrazyme. Ciò ha determinato la carenza di questi prodotti, con danni rilevanti all'economia di Genzyme derivanti da un consent decree da parte della FDA e da parte della stessa FDA e dell'Ema, un'accelerazione nell'approvazione di altri due farmaci simili a Cerezyme, che è stato forse il colpo più duro per l'impresa biotech.

Quando è arrivata l'offerta di acquisizione, per Genzyme era quindi un periodo molto difficile, in cui le azioni erano sottovalutate e ciò, agli occhi del management dell'impresa, è stato visto come un tentativo ostile di impadronirsi con pochi soldi del gran valore intrinseco che Genzyme aveva grazie al suo enorme contributo alla ricerca e sviluppo, al suo know-how e alla sua esperienza.

2.2 Motivi che hanno portato Sanofi-Aventis all'acquisizione

Sanofi godeva di una condizione finanziaria abbastanza sana all'epoca dell'acquisizione, con un aumento dell'utile netto del secondo trimestre del 2010 a € 2,478 miliardi, il 7,6% in più su base annua e ricavi pari a € 7,82 miliardi.

Vi era, però, come già anticipato nel paragrafo sulla descrizione dell'impresa, l'urgente necessità di diversificare il business; infatti, uno dei principali motivi che ha spinto Sanofi a tentare una trattativa di acquisizione era stata proprio la necessità di dover trovare una fonte di guadagni che arginasse le perdite che sarebbero arrivate a seguito della scadenza di alcuni brevetti proprietari di farmaci chiave di Sanofi-Aventis e l'arrivo su vari segmenti produttivi di farmaci generici dei concorrenti.

Questi brevetti riguardavano l'agente chemioterapico Taxotere, la enoxaparina, un farmaco anticoagulante di Sanofi-Aventis che generava vendite annue per \$ 3,9 miliardi, di cui, a luglio del 2010, era stata approvata dall'FDA la versione generica e il brevetto di Plavix (clopidogrel), che alla fine del 2011 in Usa sarebbe scaduto, commercializzato da Sanofi-Aventis insieme a Bristol-Myers Squibb e che, l'anno precedente, aveva generato vendite per \$ 6,6 miliardi, di cui oltre la metà in Usa. Tali farmaci, nel complesso, generavano vendite per \$ 10 miliardi ovvero circa il 25% del fatturato complessivo di Sanofi di allora.

All'obiettivo di diversificazione di cui si è parlato finora, si affianca l'interesse per lo sviluppo e l'acquisizione di nuove competenze nell'ambito della medicina biotech capace di dare un impulso alla crescita dell'impresa.

Genzyme era un'impresa con ottime performance nell'ambito delle biotecnologie e nella ricerca di farmaci per la cura di malattie rare; tra i suoi prodotti più promettenti vi era il farmaco alemtuzumab che si stava sperimentando per la sclerosi multipla, ed è stato anche, e soprattutto, il potenziale visto in questo farmaco che ha spinto Sanofi-Aventis ad insistere nel tentativo di acquisizione. Genzyme avrebbe comunque, in generale, portato a Sanofi un interessante portafoglio di farmaci per il trattamento di patologie rare che, a causa della loro relativa complessità, erano venduti a dei prezzi elevati. Cerezyme, ad esempio, un trattamento per la malattia di Gaucher e uno dei principali prodotti dell'azienda, aveva raccolto oltre \$ 1 miliardo di vendite annuali, sebbene fosse usato per curare meno di 6.000 pazienti.

È evidente che le imprese farmaceutiche, da questo tipo di acquisizioni, ottengono farmaci innovativi e molecole in fase di studio; per ottenere, però, degli effetti sinergici dall'integrazione delle due imprese, che possano durare a lungo, deve essere messo in campo un certo impegno per conservare e preservare il know-how dell'azienda acquisita.

2.3 Processo di acquisizione

Seguendo il flusso presente nello schema sotto riportato, in ogni tentativo di acquisizione vi sono dei passaggi identificativi.

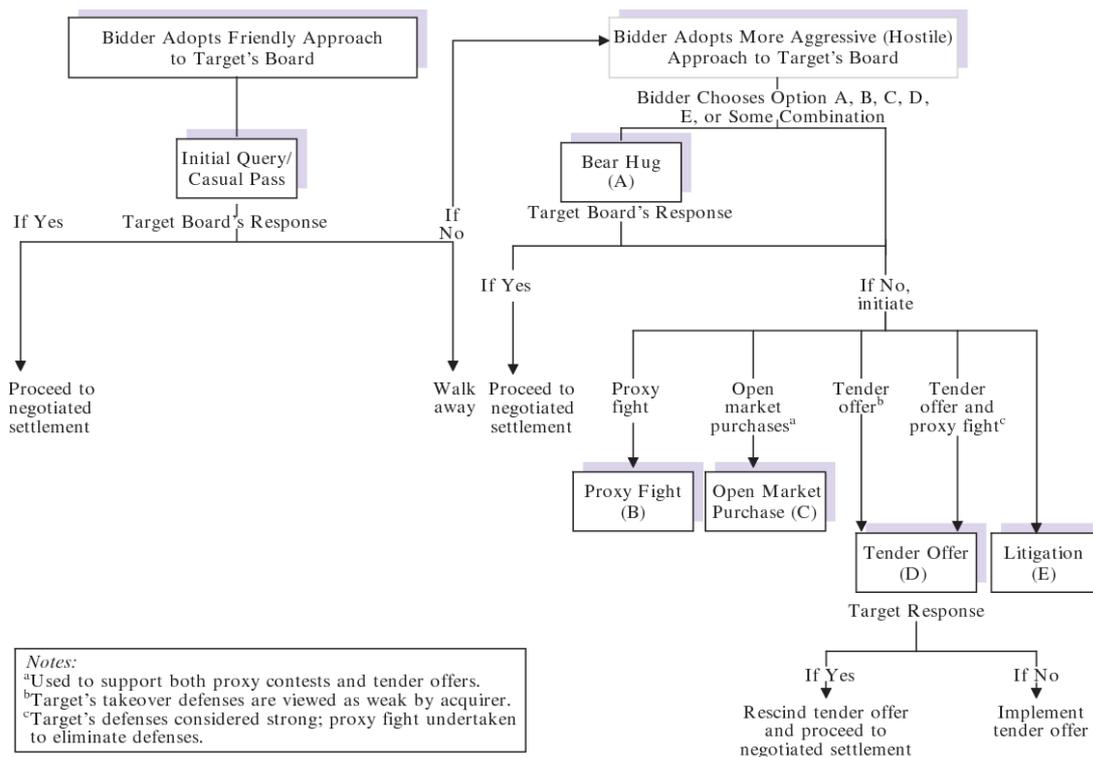


Figura 1: Tattiche di Takeover alternative "The Corporate Takeover Market: Common Takeover Tactics, Antitakeover Defenses, and Corporate Governance", Donald M. Depamphilis, 2010

Nel caso di Sanofi-Aventis e Genzyme, partendo da una trattativa amichevole fino ad arrivare al lancio dell'Opa, si sono succeduti i seguenti passaggi intermedi:

- I. La prima lettera di offerta privata è stata inviata da Sanofi il 29 luglio 2010. A questo iniziale tentativo di approccio, il consiglio di Genzyme ha risposto negativamente l'11 agosto. Il Consiglio di Amministrazione si era rifiutato di fornire a Sanofi delle informazioni riservate necessarie affinché Sanofi conducesse la due diligence in merito alle prospettive di business di Genzyme e aumentasse la sua offerta.
- II. I consulenti finanziari delle due imprese si sono incontrati brevemente il 24 agosto.
- III. La seconda lettera di offerta è stata inviata e rilasciata pubblicamente il 29 agosto (bear hug).
- IV. Genzyme ha rifiutato pubblicamente l'offerta il 30 agosto.
- V. Vi è stato un incontro con il CEO di Genzyme il 20 settembre; non si è trovato alcun accordo.

VI. Il 4 ottobre 2010 è stata lanciata l'offerta pubblica di acquisto, che inizialmente è stata rifiutata. Dopo diversi incontri e trattative, infine, il 16 febbraio 2011 è stata accettata.

Sanofi nel 2010 aveva una performance finanziaria abbastanza solida, nonostante la crescente concorrenza sul mercato dei farmaci generici, e aveva dichiarato di voler seguire una strategia con i seguenti obiettivi:

- Espandere la propria posizione di leadership nei mercati emergenti;
- Migliorare la presenza della divisione Consumer Healthcare con acquisizioni negli Stati Uniti e in Cina;
- Ottenere successi oltre le aspettative con il lancio dei farmaci Jevtana negli Stati Uniti e Multaq nell'UE;
- Ottenere la proprietà al 100% di Merial, una joint venture fra la stessa Sanofi e Merck and Co., focalizzata nella produzione di farmaci per uso animale, che Sanofi possedeva al 50% e la successiva pianificazione di una nuova joint venture con Intervet, alla fine mai realizzata;
- Raggiungere rapidamente gli obiettivi di risparmio sui costi;
- Mantenere un sostenuto flusso di attività di sviluppo del business disciplinato dal punto di vista finanziario;
- Conseguire progressi significativi nella trasformazione del nostro approccio di ricerca e sviluppo;
- Acquisire Genzyme

Inoltre, in un estratto dalla presentazione agli investitori relativo all'offerta di acquisto, Sanofi aveva pubblicato un grafico in cui aveva descritto sia gli aspetti positivi delle prospettive di crescita del 2011 che gli aspetti negativi legati alla maggiore concorrenza sul mercato dei generici.

Pro	Contro
✓ Crescita delle vendite a doppia cifra prevista per le piattaforme di crescita ⁽¹⁾	✗ Fine delle vendite del vaccino per il virus H1N1
✓ Crescita dei mercati emergenti fino a 1/3 delle vendite del gruppo	✗ Riforma sanitaria in USA e taglio dei prezzi in UE
✓ Lancio di Allegra® OTC negli Stati Uniti e Jevtana® nell'UE	✗ Impatto dei generici per Ambien® CR e Lovenox® negli USA e Taxotere® nell'UE
✓ Risparmio sui costi di 2 miliardi di euro entro la fine del 2011	✗ Incertezza negli Stati Uniti sui generici di Taxotere®, un secondo generico di Lovenox® e i generici di Eloxatin® ⁽²⁾
✓ Possibile acquisizione di Genzyme	

⁽¹⁾ Mercati emergenti, brand per il diabete, vaccini, Consumer HealthCare, nuovi prodotti e salute degli animali.

⁽²⁾ I produttori di generici (Teva, Fresenius Kabi (ex Dabur), Sandoz, Mayne/Hospira, MN/Par, Actavis e Sun) hanno richiesto di cessare le vendite negli Stati Uniti dal 30 giugno 2010, ma il contenzioso continua.

Il 27 febbraio 2009, la FDA ha inviato a Genzyme una lettera di avvertimento in cui descriveva l'impianto di produzione di Allston, nel Massachusetts, come avente "condizioni significativamente discutibili". Nel giugno 2009, la società ha interrotto la produzione dei farmaci Cerezyme e Fabrazyme, che erano prodotti in quello stabilimento, dopo aver identificato un virus in un bioreattore utilizzato per la produzione di Cerezyme. Sebbene Genzyme abbia tentato di sanificare l'impianto di produzione, a seguito delle ispezioni della FDA presso lo stabilimento, l'impresa aveva ricevuto una 483 Observation e una lettera di avvertimento per carenze nella conformità alle regolamentazioni di Current Good Manufacturing Practice (CGMP).

Intorno al 24 maggio 2010, il CEO Termeer e altri dirigenti di Genzyme hanno stipulato un "consent decree" (sentenza consensuale) con la FDA. Una sentenza consensuale è una sentenza del tribunale emessa di comune accordo, in questo caso tra Genzyme e la FDA, che impone all'azienda di intraprendere determinate azioni per tornare al pieno rispetto delle leggi e dei regolamenti applicabili. Secondo questo accordo, Genzyme era tenuta a pagare una multa di 175 milioni di dollari sui profitti passati dalla vendita di merce prodotta in quello stabilimento,

a limitare la distribuzione di determinati prodotti, a spostare alcune delle sue operazioni fuori dal suo stabilimento di Allston e ad attuare un piano di bonifica per migliorare la qualità e la conformità dello stabilimento, il cui completamento avrebbe richiesto dai due ai tre anni.

La FDA ha inoltre richiesto a Genzyme di rispettare una serie di obiettivi di produzione, che, se non rispettati entro le scadenze previste, avrebbero comportato sanzioni aggiuntive fino a \$ 15.000 al giorno, per ogni farmaco interessato. Questi scontri con la FDA hanno fatto precipitare il prezzo delle azioni della società da un massimo di oltre \$ 83 per azione a metà 2008 e fino a \$ 73 a metà febbraio 2009, a un minimo di \$ 47 per azione a giugno 2010.

A condizione che avesse rispettato i termini dell'accordo consensuale, Genzyme era autorizzata a continuare la produzione presso il sito durante il processo di ritorno a conformità. Inizialmente il piano prevedeva un orizzonte temporale di due o tre anni; ad agosto 2010 Genzyme aveva esteso a quattro anni il tempo necessario per tornare a piena capacità.

Dopo aver soddisfatto tutti i requisiti di conformità, Genzyme avrebbe dovuto tenere un revisore per monitorare e supervisionare la conformità della struttura di Allston per altri sette o otto anni. Al momento del lancio dell'offerta, tutti i requisiti dell'accordo consensuale, compresi tutti i requisiti del piano di lavoro, erano stati soddisfatti da Genzyme.

Genzyme, però, oltre ai problemi avuti all'impianto di Allston, vedeva crescere la minaccia della concorrenza, dato che l'impresa farmaceutica Shire aveva da poco ricevuto l'approvazione per la velaglucerase alfa, per la cura della malattia di Gaucher dove Genzyme aveva dedicato molto delle sue risorse e aveva un farmaco di punta, e anche la Pfizer stava per ottenere l'approvazione di taliglucerase alfa, per la stessa malattia. Tutto questo avrebbe potuto colpire il valore delle azioni di Genzyme riportando il loro prezzo dai 70 dollari degli ultimi giorni ai 50 quotati prima dell'offerta.

Durante questo periodo difficile per Genzyme, nel febbraio 2010, Sanofi inizia a valutare una potenziale acquisizione ed il 23 maggio 2010, il CEO di Sanofi Christopher Viehbacher contatta Termeer per comunicare l'interesse di Sanofi ad acquisire la Società. Termeer risponde che la Società non avrebbe potuto avviare

discussioni fino a quando il concorso per delega avviato dall'azionista Carl Ichan non si fosse risolto. Ma, anche dopo la risoluzione del concorso per procura con Ichan, Termeer contatta Viehbacher, il 10 luglio 2010, per informarlo che il consiglio di Genzyme aveva stabilito che non era il momento giusto per intraprendere una transazione con Sanofi, senza fornire alcuna motivazione.

Poco dopo, la notizia dell'interesse di Sanofi inizia a trapelare ai media. Le prime notizie su una lettera ufficiale inviata dai vertici di Sanofi-Aventis a quelli di Genzyme arrivano ad inizio agosto 2010. Nel tentativo di mettere in piedi una prima offerta, Sanofi-Aventis si è dichiarata disposta a pagare 69 dollari per azione, ovvero \$ 18,4 miliardi per ottenere il controllo dell'azienda. Il prezzo di 69 dollari ad azione rappresenta il 30% in più rispetto alla chiusura del titolo di Genzyme del 22 luglio 2010, il giorno precedente alle rivelazioni della stampa sull'interesse del gruppo francese per la società americana. Da allora l'azione ha subito un aumento, superando i 70 dollari.

Inizialmente si era percepita, da voci circolanti, l'intenzione dei principali azionisti di Genzyme di non accettare meno di 80 dollari, che d'altronde era il livello dell'azione fino a prima della contaminazione dello stabilimento di Allston. Il CdA di Sanofi-Aventis inizialmente aveva autorizzato un'offerta fino a 70 dollari per azione, anche se la maggior parte degli analisti si aspettava un rialzo, rimanendo, comunque, l'acquisizione di Genzyme, anche a un prezzo maggiore, un buon affare per il gruppo francese. In un articolo del 26 luglio 2010 pubblicato da Bloomberg, Sven Borho, analista di OrbiMed Advisors, aveva affermato che continuando con le trattative si sarebbe arrivati facilmente agli \$ 80 per azione perché Genzyme aveva degli asset promettenti e non c'erano occasioni paragonabili sul mercato.

Nell'analisi dei vari passaggi che hanno distinto le fasi delle trattative e infine dell'accordo finale si è fatto riferimento ai documenti depositati presso la SEC (U.S. Securities And Exchange Commission).

L'11 agosto l'offerta è stata rifiutata da Genzyme che ha ritenuto la proposta di 69 dollari per azione come opportunistica, considerandola un tentativo di trarre vantaggio dai recenti problemi di produzione che avevano causato la carenza di diversi farmaci di punta di Genzyme e che avevano portato a un calo del prezzo

delle sue azioni. Secondo il consiglio di amministrazione di Genzyme quel prezzo era irrealistico e sottovalutava il valore dell'azienda.

Genzyme, infatti, aveva in serbo dei farmaci interessanti, tra cui l'alemtuzumab, per la cura della sclerosi multipla, che sarebbe potuto entrare in commercio nel 2012, e un farmaco per abbassare il colesterolo, il mipomersen, in fase di sperimentazione clinica. Se questi prodotti avessero ottenuto con certezza il successo, il valore delle azioni di Genzyme avrebbe potuto essere addirittura di \$ 92 per azione¹³, quindi, per convincere l'impresa statunitense, il gruppo francese avrebbe dovuto necessariamente offrire di più.

Viehbacher, CEO di Sanofi, a seguito del secondo rifiuto da parte di Genzyme, aveva deciso di inviare una lettera al CEO di Genzyme, Termeer, dichiarando la profonda delusione per la decisione di non voler discutere insieme dell'accordo. Genzyme aveva acconsentito soltanto a far incontrare i rispettivi consulenti finanziari il 24 agosto, tra l'altro senza arrivare ad alcuna conclusione. E, infine, aveva concluso dicendo che non sarebbe rimasta a Sanofi altra scelta che rivolgere la proposta direttamente agli azionisti di Genzyme, rendendone pubbliche le condizioni.

2.3.1 Valutazione di Genzyme

Qual era, quindi, il vero valore di Genzyme? Se si prendono a riferimento i parametri di altre acquisizioni del settore, \$ 20 miliardi sono pochi. Roche aveva comprato Genentech pagandola 6,5 volte il fatturato e AstraZeneca aveva acquisito Medimmune a un valore pari a 11 volte le vendite della società biotech.

Secondo l'opinione di alcuni analisti di Morgan Joseph, una banca di investimenti di New York, Genzyme aveva un valore potenziale di 5-6 volte le vendite, che l'anno successivo si stimava avessero raggiunto la cifra di circa \$ 4,6 miliardi. Ciò portava il valore teorico di Genzyme a circa \$ 27 miliardi, cioè il 35% in più di quanto aveva offerto Sanofi.

C'erano, però, alcune questioni irrisolte che frenavano la valutazione di Genzyme, prima fra tutte, gli standard di qualità della produzione nell'impianto

¹³ Secondo quanto affermato da Karen Andersen, analista azionario della società di ricerca finanziaria Morningstar di Chicago.

biotecnologico di Allston, per i quali la FDA aveva già multato l'azienda, e i conseguenti ritardi nella produzione e distribuzione di alcuni farmaci.

Sanofi doveva anche far fronte alla possibile minaccia rappresentata da Carl C. Icahn e Ralph Whitworth, fondatore di Relational Investors LLC, i due uomini d'affari che avevano da poco acquisito quote rilevanti di Genzyme e stavano cercando di rilanciare l'azienda in modo da poterla poi rivendere. Ichan possedeva circa 4,8 milioni di azioni di Genzyme, pagate tra i 47 e i 56 dollari e quindi per lui la vendita al prezzo di mercato di 62,57 dollari per azione sarebbe stata già un affare.

Comunque, reputando l'offerta troppo bassa, Genzyme ha per mesi cercato di difendersi dall'offerta ostile di Sanofi-Aventis. Secondo l'impresa biotech, la valutazione di Sanofi ignorava la ripresa che ci sarebbe stata relativamente ai lavori di miglioramento degli impianti di produzione e alla forte pipeline di farmaci, che, insieme, avrebbero guidato una crescita sostanziale degli utili entro il 2013, prevedendo di raggiungere valori compresi tra \$ 7,3 miliardi e \$ 7,5 miliardi, fino all'85% in più rispetto al 2010.

2.3.2 Secondo tentativo di offerta

Non avendo ancora trovato il modo di avviare una contrattazione, Sanofi è passata a quello che in gergo statunitense è definito "bear hug", ovvero ha deciso di rilasciare pubblicamente la sua seconda offerta, per aumentare la pressione su Genzyme e spingere il consiglio alla negoziazione.

Il 29 agosto, Sanofi ha quindi inviato una seconda lettera di offerta a Genzyme, la quale ha provocato un aumento a Wall street delle azioni della target del 3,6% portandole a \$ 70,06. Il 30 agosto Genzyme ha rifiutato anche la nuova proposta, sempre non fornendo alcuna motivazione, ma molti analisti erano fiduciosi e credevano che si sarebbe arrivati comunque a un'acquisizione se l'offerta fosse stata maggiore.

Il 20 settembre 2010, Termeer e Viehbacher si sono incontrati per discutere l'interesse di Sanofi ad acquisire Genzyme. Durante la riunione, Viehbacher ha chiesto a Genzyme di accettare una fascia di prezzo compresa tra \$ 69 e \$ 80

per azione per facilitare i negoziati. Anche in quel caso, Termeer ha respinto la proposta di Sanofi e ha rifiutato di suggerire un'alternativa.

Il CEO di Sanofi aveva richiesto informazioni sulla conferma della prevista ripresa della produzione e aveva proposto un incontro con il team commerciale di Genzyme per comprendere le prospettive sul ruolo che il farmaco alemtuzumab avrebbe potuto svolgere nel mercato in evoluzione della sclerosi multipla. Ma Termeer si era sempre mostrato diffidente e non aveva mai fornito il suo punto di vista su una valutazione appropriata per Genzyme. Pertanto, non era rimasta altra alternativa che avviare un'offerta pubblica di acquisto e portare l'offerta direttamente agli azionisti dell'impresa.

2.3.3 Lancio dell'Opa

Il 4 ottobre 2010 viene lanciata l'offerta pubblica di acquisto, con i seguenti dettagli:

- Solo offerte in denaro di \$69.00 per azione
- Approssimativamente \$18.5 miliardi come prezzo d'acquisto
- 38% di premio sul prezzo di chiusura inalterato¹⁴ di \$49.86
- 31% di premio rispetto al prezzo di chiusura medio di 30 giorni inalterato¹⁵ di \$52.63
- L'offerta rappresenta 36x l'EPS 2010 e 20x l'EPS 2011¹⁶ di Genzyme
- Finanziamento già totalmente garantito
- Offerte in scadenza il 10 di dicembre alle 23:59, ora di New York City; a meno di decisioni, da parte dell'acquirente, di prolungare il periodo di apertura dell'offerta. Ogni estensione, ritardo, risoluzione, rinuncia o modifica dell'offerta sarebbe stata seguita da un avviso pubblico.

Sanofi-Aventis sosteneva di avere incontrato da poco degli azionisti, che detengono oltre il 50% delle azioni di Genzyme, i quali si erano mostrati frustrati dal continuo rifiuto di Genzyme a trattare. Secondo il CEO di Genzyme, Henri

¹⁴ Al 1 luglio 2010, prima che la stampa rivelasse pubblicamente l'interesse della multinazionale francese Sanofi-Aventis verso l'acquisizione di un'azienda biotech Statunitense.

¹⁵ Per il periodo che termina il 22 luglio 2010, prima che la stampa rivelasse pubblicamente che Sanofi-Aventis era interessata all'acquisizione dell'impresa biotech Genzyme.

¹⁶ Tiene conto della prevista ripresa della performance di Genzyme nel 2011.

Termeer, un prezzo di 80 dollari sarebbe stato più idoneo a rappresentare il valore di Genzyme, per cui non si era dimostrato a nessun costo disposto a negoziare l'offerta. Quindi Sanofi e gli azionisti di Genzyme avevano discusso del progetto di offerta e ciò aveva convinto il gruppo francese a lanciare l'Opa e a presentare la propria offerta direttamente agli azionisti.

Le indiscrezioni che vi erano state i giorni precedenti, sul possibile lancio di un'Opa, avevano fatto balzare il titolo che il 1° ottobre quotava a 70,90 dollari, già sopra al prezzo di offerta. La mattina del 4 ottobre 2010 Sanofi apre alla Borsa di Parigi con un andamento dei titoli piatto per poi avere un leggero ribasso. Comunque, indipendentemente dall'esito dell'offerta pubblica di acquisto di Sanofi, il consiglio di amministrazione di Genzyme doveva approvare l'accordo ai sensi della legge del Massachusetts.

Come è mostrato nell'Exhibit 99 (a)(5)(C), presente nella documentazione dell'offerta pubblicata sul sito della SEC, Sanofi ha elencato i motivi per cui l'acquisizione avrebbe apportato vantaggi ad entrambe le parti.

In particolare, per Genzyme, avrebbe:

- fornito un valore immediato e certo per gli azionisti;
- rappresentato un premio sostanziale sul valore delle azioni per gli azionisti;
- catturato il potenziale dell'attività e della pipeline di Genzyme e spostato il rischio di esecuzione su Sanofi-Aventis;
- migliorato il business delle malattie rare di Genzyme come centro di eccellenza;
- creato più valore per le altre linee di prodotti di Genzyme all'interno di un'azienda più grande con portata e risorse globali.

Per Sanofi, invece, avrebbe:

- creato una nuova piattaforma per una crescita sostenibile aumentando ulteriormente la propria presenza nel campo delle biotecnologie;
- espanso l'attività dell'impresa attraverso la presenza nel mercato attrattivo e in crescita delle malattie rare;

- aumentato la propria presenza negli Stati Uniti ed ampliato la propria pipeline di ricerca e sviluppo di prodotti di Fase II e Fase III;
- soddisfatto i criteri di creazione del valore di Sanofi-Aventis;
- preservato la struttura del capitale e la propria solidità finanziaria.

Seguendo il documento ufficiale di presentazione dell'offerta, Sanofi, a prova dell'equità della sua offerta, ha mostrato come Genzyme negli ultimi anni aveva avuto un andamento del prezzo delle azioni peggiore rispetto ai competitor, come mostra il seguente grafico in cui è mostrato l'andamento rispetto agli indici di borsa S&P 500 e AMEX Biotechnology index (BTK).



L'offerta, secondo Sanofi, offriva un valore significativo agli azionisti di Genzyme, più alto dei probabili rendimenti stand-alone che avrebbe potuto ottenere il titolo negli anni a seguire, come evidenziato dal grafico seguente:



Nota: i prezzi delle azioni future impliciti sono basati sulle stime IBES medie dell'EPS di Genzyme.

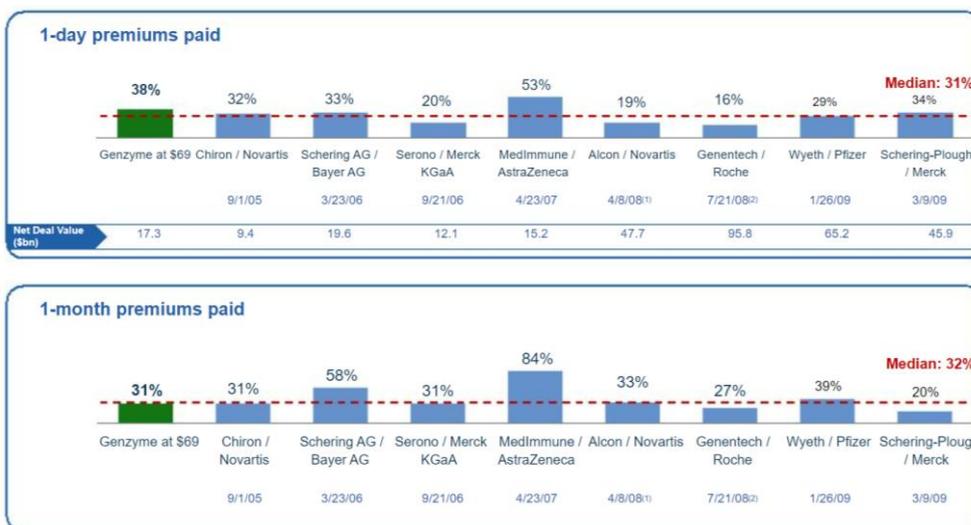
L'offerta di Sanofi dava una valutazione di Genzyme significativamente maggiore rispetto ai competitor, nonostante le sfide a breve termine e le recenti sottoperformance.

Per valutare il valore di un'impresa, accanto alla considerazione della capitalizzazione di mercato, pari al prodotto tra il prezzo di una singola azione per il numero totale delle azioni circolanti, è maggiormente utilizzato il TEV, ovvero il Total Enterprise Value, che equivale alla somma della capitalizzazione di mercato più il valore di mercato del debito, più le azioni privilegiate e le partecipazioni di minoranza che solitamente però hanno valore pari a zero, meno le disponibilità liquide dell'impresa che si vuole acquisire. Dal TEV sono ricavati dei multipli utilizzati per valutare l'azienda. Uno dei multipli più comuni e presente nel grafico seguente è l'EV/EBITDA, più utile rispetto al P/E nel valutare imprese che hanno diverso livello di indebitamento.



Fonte: FactSet del 1/10/10; Nota: dati Genzyme basati su un'offerta di \$ 69,00 e stime di consenso I/B/E/S; l'indebitamento netto esclude le attività non consolidate e gli interessi di minoranza; grandi competitor nel settore biotech includono Celgene, BiogenIdec, Amgen e Gilead.

I premi e i multipli dell'offerta scelti da Sanofi-Aventis sono in linea con le grandi transazioni nel settore biofarmaceutico, come mostrato di seguito:



Nota: tutti i premi sono relativi ai prezzi delle azioni non influenzati; il premio di Genzyme a 1 giorno basato sull'1/7/10 e premio a 1 mese basato su VWAP a 1 mese di \$ 52,63 (al 22/7/10); Valore netto dell'operazione Genzyme rettificato per le dimissioni annunciate; ⁽¹⁾ Data in cui Novartis ha annunciato l'acquisto del 25% del capitale e opzione call/put; prezzo di acquisto misto del 25% iniziale per 10,4 miliardi di dollari e del restante 75% a 180 dollari per azione; ⁽²⁾ Data dell'offerta Roche iniziale; valore incassato fino al 100% di Genentech (Roche possedeva circa il 55% al momento dell'offerta)

Infine, anche il rapporto Valore transazione/Ricavi negli ultimi dodici mesi e Valore transazione/EBITDA degli ultimi dodici mesi sono in linea con la media delle transazioni del settore.



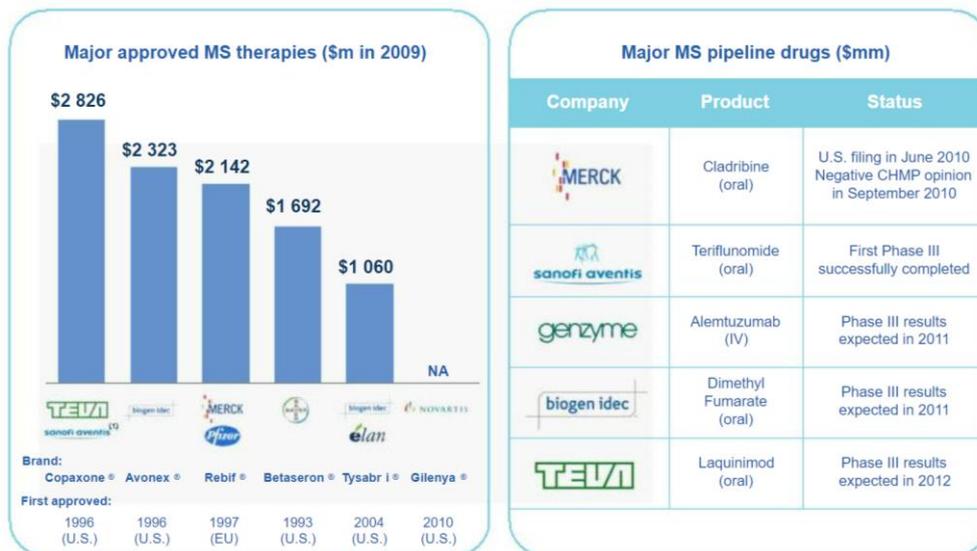
Fonte: documenti pubblici, ricerca azionaria e Factset

Nota: valore netto dell'operazione e multipli impliciti di Genzyme sulla base delle stime del consenso di Wall Street del 2010E aggiustate per le cessioni annunciate; (1) Prezzo di acquisto misto del 25% iniziale a \$ 10,4 miliardi e il restante 75% a \$ 180/ azione; (2) Data dell'offerta iniziale di Roche; valore incassato fino al 100% di Genentech (Roche possedeva circa il 55% al momento dell'offerta).

L'offerta riconosceva ad alemtuzumab, farmaco per la sclerosi multipla, un andamento della performance in linea con le aspettative degli analisti, che prevedevano una stima media dei picchi delle vendite future intorno ai \$ 700 mila all'anno.



Il mercato dei farmaci per la cura della sclerosi multipla era anche diventato più competitivo con la recente approvazione di Gilenya, dell'impresa Novartis:



Source: Company filings, equity research and Evaluate Pharma

(1) Copaxone® è commercializzato negli Stati Uniti e in Canada grazie all'accordo con Teva

Per quanto riguarda il consent decree aperto relativamente ai problemi dell'impianto di Allston, come si può osservare da casi simili in cui sono state coinvolte altre imprese del settore negli anni precedenti, ci vuole diverso tempo affinché si giunga alla risoluzione.

Company	Product(s)	Date of consent decree ⁽¹⁾	Original timetable	Date of resolution	Elapsed time
genzyme	Fabrazyme®, Cerezyme®, Thyrogen®	24/05/2010	3-4 years to complete remediation ⁽²⁾	NA	NA
gsk GlaxoSmithKline	Paxil CR® and Avandamet®	28/04/2005	NA	06/10/2009	4 years
Schering-Plough	Multiple products	20/05/2002	3 years	02/08/2007	5 years
Watson	Multiple products	03/05/2002	NA	Has not been lifted to date	>8 years
Abbott	Diagnostic products	02/11/1999	NA	29/12/2003	4 years

Fonte: documenti aziendali e ricerca sul patrimonio netto

(1) Riflette la data dell'accordo con la FDA; I decreti di consenso attendono l'approvazione del tribunale per entrare in vigore;

(2) Genzyme ha lasciato un commento iniziale in cui si aspettava 2-3 anni per completare il risanamento.

Ecco i motivi principali con cui Sanofi aveva definito la sua offerta interessante per Genzyme:

1. Prezzo delle azioni inalterato: riflette già rischi e opportunità

- Azioni promosse in modo aggressivo durante la recente campagna per procura, portata avanti dall'azionista Carl Icahn a giugno
- Piano per dismettere le attività a basso margine e riacquistare azioni proprie annunciato a maggio

2. Aspettative sulle azioni future: inferiore a \$ 69 su una base stand-alone "inalterata"

- Il prezzo delle azioni, secondo gli analisti, al termine di un anno, è di circa \$ 60
- Il valore attuale delle azioni basato su stime mediane fino al 2014 indica un valore di circa \$ 56

3. Premi e Multipli: in linea con altri grandi accordi biofarmaceutici

- Multipli dell'EBITDA di 18.5x 2010E e 11.6x 2011E

4. Problemi di produzione: l'offerta prende in considerazione la probabile ripresa così come i possibili rischi

- Tempo, incertezza e implicazioni concorrenziali relative alla risoluzione

5. Altri fattori di valutazione già incorporati: l'offerta tiene conto di indicatori chiave

- Alemtuzumab nella sclerosi multipla (rischio/rendimento) e risparmi sui costi previsti

6. Over-diversificazione: i business relativi alle malattie non rare non hanno la massa critica per competere efficacemente

7. Offerta totalmente cash: premia gli azionisti di Genzyme ed elimina i rischi

2.3.4 Riepilogo dei Termini e delle condizioni principali dell'offerta

Accordo e piano di fusione tra Sanofi-Aventis, una société anonyme francese e Genzyme Corporation, una società del Massachusetts. L'acquirente si offriva di

acquistare tutte le azioni ordinarie in circolazione, valore nominale di US \$ 0,01 per azione, di Genzyme Corporation a un prezzo di acquisto di US \$ 69,00 per azione.

2.3.5 Finalità dell'Offerta

Scopo dell'offerta è l'acquisizione del controllo e dell'intera partecipazione in Genzyme da parte di Sanofi-Aventis. L'acquirente intende, dopo il perfezionamento dell'offerta, far concludere a Genzyme una fusione o un'altra analoga aggregazione aziendale, ai sensi della quale ciascuna azione allora in circolazione, non posseduta dal gruppo Sanofi-Aventis, sarebbe convertita nel diritto a ricevere un importo in contanti pari al prezzo più alto per azione pagato nell'offerta, senza interessi.

2.3.5.1 Piani per Genzyme

A seguito della proposta di fusione, Sanofi prevedeva di destinare le proprie risorse a Genzyme per investire nello sviluppo di nuovi trattamenti, migliorare la penetrazione nei mercati esistenti ed espandersi ulteriormente nei mercati emergenti. Sanofi intendeva sfruttare la sua forte presenza globale e la sua esperienza per affrontare i problemi di produzione di Genzyme; riconosceva l'importanza strategica dell'area di Boston e aveva stabilito le sue unità di ricerca sull'oncologia e sui vaccini a Cambridge. L'intento era far diventare Genzyme il centro globale di eccellenza per le malattie rare di Sanofi-Aventis e aumentare ulteriormente la presenza di Sanofi-Aventis nell'area metropolitana di Boston. Inoltre, se Sanofi avesse acquisito il controllo di Genzyme e ottenuto l'accesso ai suoi libri e registri, avrebbe condotto una revisione dettagliata dell'impresa e dei suoi beni, delle proiezioni finanziarie, della struttura aziendale, della capitalizzazione, delle operazioni e del management per determinare quali eventuali cambiamenti sarebbero stati necessari per ottenere le sinergie previste dalla combinazione delle due società. Tali strategie avrebbero potuto includere cambiamenti nell'attività di Genzyme, nell'ubicazione delle strutture, nella struttura aziendale, nella razionalizzazione dell'occupazione e nei livelli di costo, nello sviluppo del prodotto, nelle strategie di marketing, nella capitalizzazione e nella politica dei dividendi.

Come Sanofi-Aventis aveva fatto anche in altre transazioni precedenti, l'attività di Genzyme sulle malattie rare sarebbe stata gestita come una divisione autonoma conservando l'identità e il marchio Genzyme che avrebbe avuto la propria infrastruttura di ricerca e sviluppo, di produzione e commerciale.

2.3.5.2 Rappresentanza del Consiglio

L'acquirente poteva nominare e sollecitare deleghe per l'elezione di una lista di candidati alla riunione annuale di Genzyme del 2011, infatti mirava ad ottenere la massima rappresentanza nel consiglio di amministrazione di Genzyme. L'acquirente intendeva, dopo la consumazione dell'offerta, richiedere che alcuni, o tutti gli attuali membri del Consiglio di Genzyme si dimettessero e che fossero eletti nuovi incaricati dall'acquirente. In caso di rifiuto di tale richiesta, Sanofi avrebbe intrapreso le azioni necessarie e legittime per garantire il controllo del Consiglio di Genzyme. L'acquirente si riservava il diritto di chiedere, di convocare un'assemblea speciale degli azionisti di Genzyme al fine di deliberare su proposte da definire. Se l'acquirente avesse proposto candidati per le elezioni dell'assemblea annuale di Genzyme del 2011 avrebbe potuto indurre il Consiglio di Genzyme ad approvare l'offerta.

Sanofi si riservava il diritto di modificare l'offerta (inclusa la modifica del numero di azioni da acquistare o del prezzo e del corrispettivo da offrire nella proposta di fusione) o di negoziare un accordo di fusione con Genzyme che non avrebbe comportato un'offerta pubblica di acquisto, in base alla quale l'acquirente avrebbe effettuato il recesso dall'offerta e le azioni, al perfezionamento di tale fusione, sarebbero state convertite nel corrispettivo negoziato dalle imprese.

2.3.6 Condizioni dell'offerta

L'offerta era subordinata, tra l'altro, alle seguenti condizioni:

- I. Fossero validamente portate in adesione e non ritirate prima della scadenza dell'offerta un certo numero di azioni, che, unitamente alle azioni allora detenute dal gruppo Sanofi, rappresentassero almeno la maggioranza del numero totale di azioni in circolazione su base completamente diluita;
- II. il consiglio di amministrazione di Genzyme approvasse l'offerta e la proposta di fusione in modo tale che le restrizioni alle aggregazioni

aziendali con azionisti interessati, stabilite nel Chapter 110F delle leggi generali del Massachusetts, e qualsiasi altra legge anti acquisizione, non fossero applicabili all'offerta e alla proposta di fusione;

- III. Genzyme non abbia stipulato o effettuato qualsiasi accordo o transazione con qualsiasi persona o entità avente l'effetto di compromettere la capacità dell'acquirente di acquisire Genzyme o altrimenti diminuire il valore atteso per Sanofi dall' acquisizione di Genzyme.

Ulteriori condizioni all'offerta includono l'assenza di contenziosi pendenti che avrebbero avuto un impatto significativo sull'operazione; il divieto di emanare alcuna legge o regolamento applicabile all'operazione che avrebbe avuto un impatto sostanziale su essa; non doveva esserci stato un effetto negativo rilevante su Genzyme o sui mercati statunitensi; Genzyme non doveva aver concluso e non doveva esserci stato alcun annuncio pubblico di una transazione concorrente.

Se una di tali condizioni non fosse stata soddisfatta alla data di scadenza, l'acquirente non sarebbe stato tenuto ad accettare il pagamento o, fatte salve eventuali norme e regolamenti applicabili dalla SEC, a pagare le azioni portate in adesione.

2.3.7 Finanziamento

Per effettuare l'operazione, Sanofi avrebbe avuto bisogno di circa 19 miliardi di dollari, per acquistare le azioni ai sensi dell'offerta e portare a compimento la proposta di fusione, per finanziare gli importi che sarebbero potuti diventare pagabili in base alla linea di credito esistente di Genzyme e ai titoli senior in circolazione e per pagare le relative commissioni e spese. Al 31 dicembre 2009, Sanofi aveva disponibilità liquide e cassa per un importo di circa 4,7 miliardi di euro.

Sanofi vi ha stipulato, quindi, un contratto di finanziamento con JP Morgan, Société Générale Corporate & Investment Banking e BNP Paribas per prestiti a termine non garantiti fino a \$ 15 miliardi:

- un finanziamento a termine di \$ 10.000.000.000 (Struttura A) con scadenza a 18 mesi dal 2 ottobre 2010, data di esecuzione del Contratto

di Finanziamento. La scadenza della Struttura A può essere posticipata da Sanofi di sei mesi;

- una struttura a termine ammortizzabile di \$ 5.000.000.000 (Struttura B) con scadenza finale a 42 mesi dalla data di esecuzione del Contratto di Finanziamento.

Le Strutture A e B sono disponibili per un periodo di nove mesi. Il tasso di interesse su ciascuna struttura è uguale al London Inter-Bank Overnight Rate (o LIBOR), più un margine applicabile.

Gli importi da pagare per le azioni regolarmente portate in adesione all'offerta saranno finanziati dalla liquidità disponibile presso Sanofi al momento del pagamento delle azioni, e/o della struttura di finanziamento, e/o dell'emissione di commercial paper statunitensi e/o di Billette de Trésorerie francesi e/o emissione di altri titoli di debito e/o altre linee di credito esistenti presso Sanofi o qualsiasi combinazione di essi.

Il gruppo francese si aspetta, sulla base della combinazione della liquidità internamente disponibile, delle linee di credito e della suddetta emissione di titoli di debito e/o prestiti, di disporre di liquidità sufficiente alla scadenza dell'offerta per pagare il prezzo delle azioni e per fornire il finanziamento della proposta di fusione.

Si prevedeva che i prestiti sarebbero stati rifinanziati o rimborsati da fondi generati internamente da Sanofi o altre fonti, che potevano comprendere i proventi della vendita di titoli di debito. Le decisioni sarebbero poi state prese sulla base della revisione, di volta in volta, da parte di Sanofi, dell'opportunità di vendere determinati titoli, nonché sui tassi di interesse e altre condizioni economiche.

2.3.8 Comunicato stampa di Genzyme del 22 ottobre

Il 22 ottobre Genzyme Corp., con un comunicato stampa, ha annunciato che il consiglio di amministrazione aveva rifiutato l'offerta di Sanofi-Aventis e aveva esortato gli azionisti a non offrire le loro azioni. Poi, ha illustrato in dettaglio l'accelerazione della sua ripresa finanziaria e altri fattori alla base del suo valore, aspetti definiti in un incontro con investitori e analisti finanziari a New York.

Genzyme ha convocato la riunione per presentare le sue prospettive finanziarie a breve termine, riferire i progressi relativamente ai suoi piani per aumentare il valore per gli azionisti, comunicare le aspettative per la sua pipeline in fase avanzata e spiegare perché l'offerta pubblica di Sanofi-Aventis di \$ 69 per azione sottovalutava pesantemente l'azienda.

L'azienda, nel comunicato, ha fornito la prospettiva di una forte crescita a breve termine con delle previsioni ottimiste sulla ripresa che la società avrebbe avuto. Infatti, gli utili del quarto trimestre pari a \$ 0,90 - \$ 0,95 per azione erano significativamente superiori ai risultati degli ultimi trimestri; per il 2011, la società prevedeva di generare ricavi tra \$ 5 miliardi e \$ 5,1 miliardi e un profitto di \$ 4,30 - \$ 4,60 per azione, rispetto alla previsione di \$ 1,85 - \$ 1,90 per azione per il 2010. Genzyme riteneva che il rilevante aumento dei guadagni dell'anno seguente sarebbe avvenuto grazie alla forte crescita nel suo business delle malattie rare, al miglioramento del margine lordo e alla riduzione dei costi.

Il consiglio di Genzyme ha ritenuto l'offerta di Sanofi-Aventis lontana dal valore reale dell'azienda, non considerando la ripresa finanziaria, il raggiungimento dei traguardi di produzione e fornitura di prodotti e il potenziale commerciale sempre più riconosciuto per alemtuzumab.

Nella riunione con gli analisti, Genzyme ha anche fornito un aggiornamento sui progressi compiuti nell'esecuzione del suo piano di creazione di valore in cinque punti, lanciato a maggio. Attraverso l'applicazione di questo piano, l'azienda si sarebbe concentrata sul suo core business e avrebbe lavorato per stabilire l'eccellenza operativa nella produzione, capitalizzare sui driver di crescita a breve termine, disinvestire dalle attività secondarie, ridurre i costi operativi e migliorare i margini. Ad esempio, era stata confermata la vendita della attività di test genetici di Genzyme alla Laboratory Corp. of America Holdings per \$ 925 milioni ed era in previsione il disinvestimento anche da due altre divisioni, tra cui l'attività di diagnostica, che riguardava la vendita di test e forniture per test, e l'unità di prodotti farmaceutici intermedi, che invece faceva riferimento alla vendita di materiali e tecnologie farmaceutiche ad altre società. Genzyme prevedeva di utilizzare i proventi totali della vendita delle tre divisioni per finanziare la seconda

metà di un riacquisto di azioni da 2 miliardi di dollari che doveva essere completato entro maggio 2011.

I punti salienti discussi nella riunione con gli analisti riguardavano:

- I. Il recupero della produzione e delle forniture dell'azienda che stava proseguendo a pieno ritmo. I pazienti statunitensi che utilizzavano Cerezyme erano potuti tornare ai livelli di dosaggio normali a settembre e si prevedeva che, a livello globale, lo stesso risultato si sarebbe raggiunto durante il quarto trimestre. Genzyme aveva avviato il processo di raddoppio delle dotazioni di Fabrazyme, a partire dagli Stati Uniti, e lo avrebbe fatto a livello globale per tutto il quarto trimestre. L'azienda prevedeva di tornare a rifornire completamente il mercato globale entro la prima metà del 2011.

Genzyme, inoltre, era a buon punto rispetto alla scadenza prevista dal consent decree, che prevedeva, entro il 28 di novembre, di cessare le operazioni di riempimento e finitura presso lo stabilimento di Allston, per i prodotti venduti negli Stati Uniti. La società aveva trasferito una parte significativa di questo processo nella sua struttura a Waterford, in Irlanda, e stava trasferendo il resto a un produttore esterno, che aveva iniziato i primi rilasci del lotto.

Infine, erano in corso i lavori di progettazione relativi alle operazioni di riempimento e finitura recentemente ampliate a Waterford e l'approvazione normativa era prevista nel 2011. Per quanto riguardava, invece, il nuovo impianto di coltura cellulare a Framingham, era operativo con la produzione in corso di Fabrazyme e l'approvazione era prevista per la fine del 2011.

- II. Genzyme prevedeva un picco di vendite di alemtuzumab di quasi \$ 3 miliardi.
- III. Genzyme prevedeva di generare circa \$ 385 milioni di risparmi annui entro il 2012 attraverso il suo programma per incrementare il valore per gli azionisti, adottato a maggio. La società prevedeva di ottenere un risparmio nell'intervallo compreso tra \$ 20 milioni e \$ 28 milioni nel quarto trimestre del 2010, equivalente a circa \$ 0,05 per azione. Nel 2011, l'azienda

prevedeva di ottenere fino a \$ 240 milioni di risparmi sui costi operativi grazie al miglioramento delle pratiche di approvvigionamento, alla riduzione della spesa e a licenziamenti.

Inoltre, il principale amministratore indipendente di Genzyme, Bob Carpenter, aveva delineato i motivi, come riportato di seguito, per cui il consiglio aveva concluso che l'offerta pubblica di acquisto di Sanofi-Aventis sottovaluta sostanzialmente la società:

1. La tempistica dell'offerta privava gli azionisti di Genzyme dell'opportunità di beneficiare appieno della ripresa produttiva dell'azienda. Sanofi-Aventis aveva lanciato opportunisticamente la sua offerta pubblica sulla base di un prezzo delle azioni del 1° luglio che non rifletteva il valore aggiunto che Genzyme stava creando, ottenendo la produzione e l'offerta di prodotti nel breve termine, inclusa la ripresa del dosaggio completo per Cerezyme e Fabrazyme, il trasferimento delle operazioni di riempimento e finitura dalla sua struttura di Allston Landing e i progressi nell'avvio dell'impianto di produzione di Framingham.

2. Le indicazioni sugli utili non GAAP (Generally accepted accounting principles) di Genzyme per il 2011 erano significativamente superiori alle stime di consensus degli analisti. Gli utili non GAAP sono un metodo contabile alternativo utilizzato per misurare i guadagni di una società, che escludono le transazioni "una tantum", ad esempio una ristrutturazione organizzativa o svalutazioni di asset. Talvolta possono fornire una misura più accurata della performance finanziaria di una società da operazioni commerciali dirette.

Le stime di consensus degli analisti sugli utili, utilizzate da Sanofi-Aventis come base per il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto, non riflettevano ancora le indicazioni di Genzyme sugli utili non GAAP per il 2011 di \$ 4,30-\$ 4,60 per azione, che la società ha poi fornito successivamente. Questa valutazione era superiore del 20% rispetto alla stima di consensus più recente di Sanofi.

Sanofi aveva affermato che il prezzo dell'offerta pubblica di acquisto di \$ 69 per azione rappresentava un multiplo di 20 volte le stime degli utili di consensus. L'applicazione di questo multiplo al valore medio delle stime di Genzyme per il 2011 avrebbe portato a un prezzo di offerta di \$ 89 per azione.

3. Il prezzo delle azioni utilizzato da Sanofi-Aventis come base per la sua offerta pubblica di acquisto non era un punto di riferimento appropriato. Il premio dell'offerta pubblica di acquisto si basa sul prezzo delle azioni di Genzyme del 1° luglio di \$ 49,86, che era stata reputata una base inappropriata per un'offerta, per diversi motivi. Da quella data, gli indici azionari S&P 500 e BTK erano aumentati del 15%. Inoltre, Genzyme aveva da poco definito e adottato un piano in cinque punti con cui prevedeva di raggiungere sostanziali traguardi nella creazione di valore per gli azionisti. Questo piano includeva driver di crescita sostenibile a lungo termine come una maggiore attenzione al suo core business, disinvestendo dalle attività secondarie, l'esecuzione della pipeline in fase avanzata e la riduzione dei costi, che sicuramente avrebbero portato a un miglioramento dei margini operativi entro la scadenza dell'offerta pubblica di acquisto, programmata per il 10 dicembre 2010.

4. Il premio non era coerente con operazioni simili effettuate in precedenza. Il premio proposto, a un mese, del 31%, era il più basso rispetto a qualsiasi altra transazione biofarmaceutica rilevante. Il premio di acquisizione medio, a un mese, per le transazioni rilevanti all'interno del settore era del 73%.

5. L'offerta non riconosceva il valore dei prodotti e della pipeline di Genzyme, non riconosceva adeguatamente la performance finanziaria in rapido miglioramento, comprese le sue prospettive di crescita dei ricavi, degli utili e del flusso di cassa, il suo portafoglio unico composto da dodici prodotti, leader di mercato, con flussi di entrate durevoli e la sua preziosa pipeline che includeva tre importanti farmaci in fase avanzata il cui lancio era previsto entro il 2013.

Nel comunicato stampa, Genzyme aveva anche specificato che tutte le dichiarazioni previsionali riguardanti le prospettive finanziarie e i piani aziendali erano ovviamente soggette a rischi e incertezze che potevano far sì che i risultati effettivi si fossero rivelati poi differenti.

Di seguito un elenco dei possibili rischi:

- I. La produzione e la spedizione di Fabrazyme e Cerezyme avrebbero potuto non continuare come previsto per molti motivi, ad esempio, contaminazione, malfunzionamenti delle apparecchiature, crescita

cellulare a livelli inferiori al previsto, inefficienze, interruzioni di corrente e problemi normativi.

- II. L'impresa avrebbe potuto essere non in grado di soddisfare le proprie previsioni finanziarie, a causa di ricavi inferiori alle attese, attribuibili a ulteriori problemi di produzione, oppure di spese operative impreviste.
- III. Genzyme avrebbe potuto non ottenere entro le scadenze previste, o non mantenere nel tempo, le approvazioni normative per i suoi prodotti e impianti di produzione, compreso lo stabilimento di produzione di Allston, il nuovo stabilimento di Framingham e le attività di riempimento/finitura ampliate a Waterford.
- IV. Il trasferimento delle operazioni di riempimento e finitura fuori dalla struttura di Allston avrebbero potuto non avvenire nei tempi previsti;
- V. Lo sviluppo clinico e l'approvazione normativa dei prodotti sarebbero potuti arrivare al di fuori dei tempi previsti o addirittura non avere successo, inclusi alemtuzumab, mipomersen ed eliglustat tartrato, sia a causa di possibili risultati degli studi non favorevoli o per profili di sicurezza che avrebbero potuto ridurre la potenziale popolazione target.
- VI. Genzyme avrebbe potuto non portare a completamento la vendita di Genzyme Genetics o delle altre attività pianificate nei tempi previsti.
- VII. Infine, l'impresa avrebbe potuto fallire nel tentativo di aumentare il valore per gli azionisti, come desiderato, per incapacità a ridurre le spese operative nella misura prevista.

L'8 novembre 2010, Viehbacher contatta ancora una volta Genzyme in una lettera inviata a Termeer, con la quale chiedeva se si fosse potuto organizzare un nuovo incontro dato che i guadagni del terzo trimestre di Genzyme erano ormai stati pubblicati e il consiglio aveva avuto l'opportunità di parlare con gli azionisti in merito all'attività e alle prospettive di Genzyme e il mercato aveva avuto la possibilità di assimilare e reagire a tutte queste informazioni.

Sanofi, in tale lettera, aveva definito la propria proposta come interessante per gli azionisti di Genzyme, in grado di fornire loro un valore immediato e sostanziale che rifletteva il potenziale dell'attività e della pipeline di Genzyme.

Sanofi era a conoscenza che il consiglio di Genzyme aveva autorizzato la direzione e i consulenti dell'azienda a valutare alternative per le sue risorse, incluso il contatto con terze parti, però il gruppo francese non era stato contattato. Allora, Sanofi propone un incontro, eventualmente con i consulenti di Genzyme, per discutere le rispettive opinioni sul valore appropriato dell'attività e dei potenziali clienti di Genzyme e su come portare avanti un processo di transazione in modo cooperativo.

Già vi era stato un incontro a settembre dove Sanofi aveva fatto diverse proposte a Genzyme, come fornire una due diligence limitata sulla produzione o organizzare un incontro con il team commerciale per discutere le prospettive del farmaco alemtuzumab e, in questa lettera dell'8 novembre, Sanofi si era dichiarata pronta e in attesa di organizzare tali incontri.

Inoltre, il CEO di Sanofi lancia un'accusa nei confronti del CEO di Genzyme, dicendo che quest'ultimo aveva più volte affermato il suo impegno nel massimizzare i rendimenti per gli azionisti e il suo apprezzamento per le loro opinioni. Tuttavia, nell'Allegato 14 D-9 di Genzyme, un documento che si deposita presso la SEC in risposta a un'offerta pubblica di acquisto, vi erano dei commenti non coerenti con tale obiettivo.

2.3.9 Meccanismi di difesa a disposizione di Genzyme

Genzyme, infatti, nell'allegato 14 D-9, aveva minacciato di potersi difendere dall'acquisizione ostile attraverso l'utilizzo di vari strumenti a sua disposizione, ovvero:

- I. Nel 2006, i detentori di oltre l'85% delle azioni ordinarie in circolazione di Genzyme avevano votato per approvare un emendamento allo Statuto per prevedere che ogni anno il Consiglio fosse rieletto nella sua totalità. Genzyme aveva dichiarato che comunque il proprio consiglio avrebbe potuto, in qualsiasi momento, scegliere di scaglionare i termini del mandato dei suoi membri, estendendo i termini di due terzi degli attuali amministratori per ulteriori da uno a tre anni. Questa azione avrebbe privato gli azionisti dell'opportunità di eleggere l'intero consiglio all'assemblea annuale degli azionisti del 2011.

- II. La società aveva lasciato scadere una pillola velenosa nel 2009, perdendo la disposizione che dava agli azionisti il diritto di poter acquistare nuove azioni a un prezzo scontato e in questo modo diluire la partecipazione di un offerente ostile. Genzyme avrebbe comunque potuto rinnovare la pillola velenosa scaduta nel momento in cui lo avesse ritenuto opportuno.
- III. Genzyme si era riservata di modificare lo statuto della Società, prima della chiusura dell'Offerta, per far rientrare la Società nel Chapter 110D e negli statuti anti-acquisizione del Massachusetts, che avrebbe privato l'acquirente ostile del diritto di voto sulla sua quota di azioni di controllo e avrebbero impedito Sanofi-Aventis di acquisire Genzyme senza la collaborazione del Consiglio di Amministrazione della target.

Vi erano anche altre condizioni a favore di Genzyme; infatti, dal momento che Genzyme aveva appena tenuto il proprio annual meeting a giugno, qualsiasi offerente ostile o nuovo azionista attivista avrebbe dovuto aspettare quasi un anno prima di poter sfidare il consiglio di amministrazione. Inoltre, le assemblee straordinarie potevano essere convocate solo dai detentori del 40 per cento delle azioni della società, rendendo difficile lo svolgimento di un'assemblea degli azionisti al di fuori del programma delle riunioni annuali.

Sanofi si era mostrata molto contraria a queste minacce, ritenendo ingiusto, da parte del consiglio di amministrazione, l'utilizzo di azioni difensive nei confronti degli azionisti stessi dell'impresa target che invece sarebbero dovuti essere liberi di scegliere se accettare o meno la proposta.

Sanofi quindi ha espressamente richiesto di rendere inapplicabile lo statuto anti acquisizione del Massachusetts alla loro offerta e di confermare che l'assemblea annuale degli azionisti di Genzyme 2011, inclusa l'elezione di tutti gli amministratori, si sarebbe tenuta, nei tempi previsti, il 26 maggio 2011, come previsto dallo Statuto dell'impresa.

Infine, Sanofi aveva rimarcato la preferenza alla collaborazione, per raggiungere una transazione reciprocamente accettabile, in modo da agire nel migliore interesse degli azionisti di entrambe le imprese.

Genzyme successivamente risponde alla lettera inviata da Sanofi, relativa alla sua offerta pubblica di acquisto non richiesta, ribadendo il punto di vista unanime del suo Consiglio di Amministrazione, secondo cui il prezzo di offerta di \$ 69 per azione non era un punto di partenza appropriato per le discussioni perché sottovalutava drammaticamente l'azienda.

Nella lettera inviata a Sanofi-Aventis, anch'essa depositata presso la Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti, si legge che dall'ultimo incontro tra le due imprese, Genzyme aveva fornito al mercato informazioni dettagliate sui propri progressi e sui piani a breve termine e le prospettive future, inclusi i risultati di uno studio indipendente di terze parti sul potenziale di reddito di alemtuzumab. Sanofi, volendo perseguire unicamente i propri scopi, aveva scelto di respingere o ignorare queste informazioni e di attenersi alla sua offerta di \$ 69,00 per azione, anche se gli analisti avevano modificato le loro stime, per riflettere le nuove informazioni condivise da Genzyme, che a suo dire, continuava ad avere il sostegno dei propri azionisti. In aggiunta, Genzyme aveva affermato di essere aperta a una transazione che avesse riconosciuto adeguatamente il suo valore intrinseco e le sue prospettive.

I due CEO decidono, in seguito, di consultarsi con i rispettivi team interni per determinare se fosse stato opportuno far incontrare i consulenti finanziari delle due società per discutere le rispettive prospettive in materia di valutazione.

Alla fine, i consulenti finanziari si sono incontrati l'11 novembre 2010. I rappresentanti di Evercore e JPMorgan, due dei consulenti finanziari di Sanofi, avevano affermato che Sanofi non era disposta a pagare 80 dollari per azione, anche considerando una combinazione di contanti e titoli con un valore di mercato di 80 dollari per azione, mentre i rappresentanti di Credit Suisse e Goldman Sachs, consulenti finanziari di Genzyme, avevano riportato la prospettiva del consiglio di amministrazione di Genzyme per il quale la transazione non sarebbe potuta essere nell'ordine dei 70 dollari.

Su indicazione del Consiglio di Genzyme, i propri consulenti finanziari hanno sollevato una proposta, che era stata avanzata da Viehbacher in una riunione precedente, secondo cui le parti avrebbero potuto colmare il divario nella valutazione attraverso l'uso di un diritto di valore contingente che avrebbe dato il

diritto agli azionisti di ottenere determinate somme legate alla performance di alemtuzumab. I diritti di valore contingente garantiscono che gli azionisti ottengano determinati vantaggi se si verifica un evento specifico, di solito entro un determinato periodo di tempo. Questi diritti sono simili alle opzioni perché hanno spesso una data di scadenza, oltre la quale i diritti ai benefici aggiuntivi non si applicano.

Il principale divario nella valutazione del valore era rappresentato dalla visione del futuro potenziale commerciale di alemtuzumab; quindi, collegare la performance del prodotto ai pagamenti, in base a un diritto di valore contingente, avrebbe potuto eliminare una parte del rischio sopportato da Sanofi, preservando, al tempo stesso, per gli azionisti della target, una parte di quello che la stessa riteneva essere il sostanziale potenziale commerciale futuro del farmaco. Di conseguenza, i consulenti finanziari di Genzyme avevano suggerito l'utilizzo di un diritto di valore contingente per colmare le posizioni delle parti.

Successivamente, e con il contributo dei rispettivi clienti, i promotori finanziari si sono incontrati a più riprese e hanno avuto numerose discussioni in merito alla potenziale struttura di un diritto di valore contingente. Nel corso di queste discussioni, i consulenti finanziari di Sanofi avevano proposto un diritto di valore contingente che avrebbe pagato fino a \$ 6,00 per diritto al raggiungimento di determinati traguardi, che avrebbero dovuto includere l'approvazione da parte della FDA di alemtuzumab per la sclerosi multipla e il raggiungimento dell'obiettivo riguardante i ricavi e i picchi di vendita stimati.

I consulenti finanziari di Genzyme, però, avevano detto ai consulenti di Sanofi che il diritto di valore contingente proposto doveva avere un valore intrinseco più elevato se la performance di alemtuzumab fosse stata coerente con le proiezioni a lungo termine. E, in aggiunta, avevano osservato che un diritto di valore contingente da solo non avrebbe colmato il divario nelle prospettive di valutazione delle parti e, di conseguenza, sarebbe stato necessario anche un aumento dell'offerta.

A metà dicembre del 2010, Genzyme ha ribadito nuovamente la posizione del proprio Consiglio di Amministrazione sull'offerta di pubblico acquisto lanciata da Sanofi-Aventis, che nel frattempo era stata prorogata fino al 21 gennaio 2011,

sottolineando che gli azionisti continuavano a supportare la loro opinione ovvero quella di rifiutare la proposta di \$ 69 per azione.

Alla fine di dicembre 2010, i consulenti finanziari di entrambe le società hanno discusso una struttura che avrebbe garantito al titolare del diritto di valore contingente un pagamento di:

- I. \$ 1,00 per diritto se fosse arrivata l'approvazione finale della FDA per l'alemtuzumab;
- II. \$ 2,00 se le vendite annuali di alemtuzumab avessero superato \$ 400 milioni entro un periodo specificato dopo il lancio del prodotto;
- III. \$ 3,00 se le vendite annuali di alemtuzumab avessero superato i \$ 1,8 miliardi;
- IV. \$ 4,00 se le vendite annuali di alemtuzumab avessero superato i \$ 2,3 miliardi;
- V. \$ 3,00 vendite annuali di alemtuzumab avessero superato i \$ 2,8 miliardi.

Le parti hanno riconosciuto che i dettagli del diritto di valore contingente, inclusi, tra l'altro, i tempi di pagamento e i periodi di misurazione delle soglie di ricavo, avrebbero potuto incidere sul suo valore intrinseco.

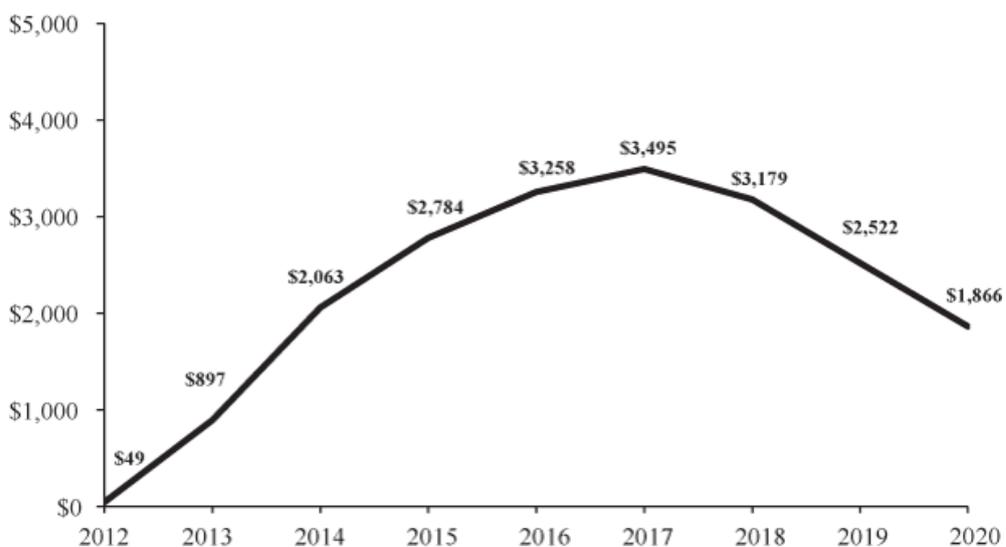
I consulenti finanziari di Sanofi avevano richiesto ulteriori informazioni su alemtuzumab per supporto alla loro analisi sul valore di diritto contingente ma, su indicazione del consiglio di Genzyme, i consulenti finanziari di Genzyme avevano risposto che non sarebbe stato opportuno fornire a Sanofi ulteriori informazioni riservate su alemtuzumab prima che Sanofi avesse fornito a Genzyme maggiore trasparenza in merito alle sue opinioni sulla potenziale quota in contanti del corrispettivo. Inoltre, i consulenti finanziari di Genzyme avevano constatato che comunque la società avrebbe divulgato pubblicamente alcune informazioni relative ad alemtuzumab in occasione di una presentazione agli investitori il 20 dicembre 2010.

Le stime per le vendite di alemtuzumab erano molto positive. Infatti, nel 2009, vi erano circa 2,1 milioni di pazienti con sclerosi multipla nel mondo e le vendite di terapie avevano superato i 10 miliardi di dollari nel 2009 a livello globale e si prevede che avessero raggiunto i 13 miliardi di dollari entro il 2012; ciò era dovuto sia alla prevista crescita del numero di pazienti in trattamento, sia all'aumento dei

prezzi delle terapie del momento e all'approvazione di nuove terapie. Alemtuzumab aveva dimostrato una migliore efficacia rispetto a Rebif, una terapia di cura standard, negli studi clinici di fase due e si prevedeva che sarebbe stato somministrato una volta all'anno, il che lo avrebbe reso il farmaco più tollerabile e conveniente rispetto a molte altre terapie esistenti che richiedevano invece frequenti iniezioni. In base a un accordo con Bayer Schering Pharma AG, Genzyme deteneva i diritti di commercializzazione a livello mondiale di alemtuzumab ed era la principale responsabile del suo sviluppo.

La direzione aziendale prevedeva l'approvazione del farmaco alemtuzumab negli Stati Uniti nella seconda metà del 2012 e la scadenza per far scattare il pagamento ai titolari del CVR era fissata al 31 marzo 2014.

La Società ha, in seguito, pubblicato le seguenti previsioni di reddito per le vendite di alemtuzumab per il trattamento della sclerosi multipla non potendo comunque fornire alcuna garanzia circa l'affidabilità di queste previsioni.



Il 21 dicembre 2010, i consulenti finanziari di Sanofi hanno chiarito che Sanofi sarebbe stata interessata a una possibile transazione consistente in un corrispettivo in contanti di \$ 72,00 per azione abbinato a un diritto di valore contingente i cui termini e condizioni sarebbero stati poi discussi dai consulenti finanziari. I consulenti di Sanofi hanno affermato che questa proposta aveva già trovato il supporto del Consiglio di Amministrazione di Sanofi, ma sarebbe stata condizionata all'approvazione del Consiglio di Genzyme e soggetta a due

diligence e documentazione definitiva. Il giorno successivo, il Consiglio di Genzyme tiene una riunione per esaminare la proposta rivista di Sanofi e stabilisce che la proposta revisionata era ancora inadeguata perché il valore di una transazione negoziata non sarebbe potuto essere nell'ordine dei 70 dollari.

I consulenti finanziari di Sanofi richiedono, dunque, dei commenti sui termini contenuti nel loro ultimo riepilogo dei termini proposti e della struttura per un diritto di valore contingente, indicando che Sanofi non avrebbe proceduto a riconsiderare la parte in contanti dell'offerta fino a quando non avesse avuto maggiore chiarezza sui termini di un potenziale valore di diritto contingente.

Il 27 dicembre 2010, i consulenti finanziari di Genzyme presentano ai consulenti finanziari di Sanofi i principali aspetti riguardanti il diritto di valore contingente e dei meccanismi di pagamento, continuando comunque a sottolineare la riluttanza del Consiglio a discutere la struttura del diritto di valore contingente senza ulteriori informazioni sulla componente in contanti di una proposta revisionata.

Il 4 gennaio 2011, i consulenti finanziari di Sanofi rispondono in maniera dettagliata, con una revisione dei termini e condizioni di un possibile diritto di valore contingente, suggerendo che questi termini avrebbero incrementato la valutazione di Genzyme sul valore intrinseco del diritto di valore contingente proposto. I consulenti finanziari di Genzyme propongono alcune modifiche ai termini del diritto di valore contingente che ritenevano potessero accrescerne il valore intrinseco.

Il 6 gennaio 2011 il Consiglio di Genzyme si è riunito per l'approvazione del bilancio del 2011 e per ricevere un aggiornamento sul confronto con Sanofi. Nel corso della riunione, uno degli amministratori, il dott. Victor Dzau, ha riferito di aver ricevuto una comunicazione via e-mail dal CEO Viehbacher in merito alla mancanza di avanzamento delle discussioni tra i consulenti finanziari e suggerendo quindi dei colloqui diretti tra le società. Il Dr. Dzau ha condiviso la comunicazione di Viehbacher con gli altri membri del Consiglio di Genzyme e ha informato Viehbacher che egli stesso aveva sostenuto dei colloqui diretti e ha ribadito la posizione del Consiglio di Amministrazione della società sui termini per una transazione negoziata.

Il fine settimana successivo, l'8 e il 9 gennaio 2011, Viehbacher e Termeer hanno parlato più volte per telefono della possibilità di procedere con dialoghi diretti sui termini e le condizioni di un diritto di valore contingente. A seguito di queste conversazioni, l'8 gennaio 2011, i consulenti legali di Genzyme hanno inviato ai consulenti legali di Sanofi una bozza di accordo che disciplinava un potenziale diritto di valore contingente e hanno concordato di incontrarsi a New York per discutere l'accordo e altri dettagli relativi ai termini del CVR.

Il 9 gennaio 2011 Sanofi-Aventis ha rilasciato una dichiarazione in cui si sottolineava la diversa visione dei rappresentanti di Sanofi-Aventis e Genzyme rispetto al valore di Genzyme e il tentativo di allineare queste diverse prospettive attraverso l'utilizzo di un potenziale diritto di valore contingente, CVR, per il farmaco Lemtrada (principio attivo alemtuzumab), con pagamenti intermedi basati sull'approvazione della FDA e determinate soglie di vendita.

I rappresentanti delle parti e i rispettivi consulenti legali si sono incontrati l'11 e 12 gennaio 2011 e hanno avanzato discussioni sui termini di un potenziale diritto di valore contingente. Il 14 gennaio 2011 i signori Termeer e Wirth si sono incontrati con i signori Viehbacher e Contamine. I dirigenti presenti all'incontro hanno discusso le questioni, rimaste aperte, sui termini di un potenziale diritto di valore contingente. Termeer ha osservato che, se le questioni aperte fossero state risolte in modo soddisfacente, il Consiglio della società sarebbe stato probabilmente d'accordo nell'attribuire un valore intrinseco di circa \$ 5,00 per diritto di valore contingente. Viehbacher ha quindi affermato che Sanofi non era disposta ad aumentare la parte in contanti del corrispettivo oltre \$ 72,00 per azione. Termeer ha espresso delusione per questa posizione e nel tentativo di colmare il divario ha proposto a Sanofi di pagare ai suoi azionisti un dividendo speciale di \$ 3,00 per azione immediatamente prima del completamento della transazione. Viehbacher ha allora accettato di prendere in considerazione la proposta di dividendo e ha richiesto ulteriori informazioni sulla posizione di cassa di Genzyme e sulle azioni in circolazione completamente diluite.

Il 17 gennaio 2011, i Sig.ri Termeer e Wirth hanno riferito delle discussioni con i Sig.ri Viehbacher e Contamine al Consiglio di Genzyme, che ha accettato di fornire a Sanofi informazioni sulla posizione di cassa della società e sulle azioni

completamente diluite in circolazione. Nello stesso giorno, ha fornito a Sanofi le informazioni richieste. Il giorno successivo, Viehbacher ha chiamato il signor Termeer per informarlo che Sanofi aveva stabilito che non era interessata alla proposta di dividendo o all'aumento della parte in contanti del corrispettivo della transazione oltre i \$ 72,00 per azione, sulla base delle informazioni che erano state fornite. Il Consiglio di Genzyme si è quindi riunito telefonicamente e ha affermato all'unanimità la sua posizione secondo cui la considerazione proposta da Sanofi era inadeguata. Il consiglio di Genzyme ha inoltre incaricato i suoi consulenti finanziari di continuare a esaminare le alternative per massimizzare il valore per gli azionisti nel caso in cui la società sarebbe dovuta rimanere un'entità autonoma, incluso il pagamento di un dividendo straordinario e la potenziale scissione di alemtuzumab in una società separata.

Il 18 gennaio 2011, a seguito di una discussione con il Sig. Termeer, il Sig. Whitworth, membro del Consiglio di Genzyme e Presidente del Comitato per la Pianificazione Strategica del Consiglio della Società, nonché direttore e cofondatore di Relational Investors, uno dei maggiori azionisti della Società, ha chiamato il CEO Viehbacher per ribadire la posizione del Consiglio della società. Whitworth ha osservato che il Consiglio riteneva che una transazione potesse essere concordata con un corrispettivo in contanti di \$ 75,00 per azione più il diritto di valore contingente che era stato discusso. Viehbacher ha quindi chiesto se una transazione potesse essere concordata a un corrispettivo in contanti di \$ 73,50 per azione più il diritto di valore contingente e Whitworth ha risposto che la proposta non era sufficiente per una negoziazione.

Il 27 gennaio 2011, il sig. Termeer, il Dr. Dzau, il Sig. Viehbacher e il Sig. Contamine si sono incontrati a Davos, in Svizzera, dove si erano recati per partecipare alla riunione annuale del World Economic Forum, per discutere i termini del potenziale diritto di valore contingente e i termini generali per una possibile offerta revisionata. Dopo un'ampia discussione, Viehbacher ha proposto un corrispettivo di \$ 74,00 per azione più un diritto di valore contingente rivisto con pagamenti totali massimi di \$ 14,00 per azione soggetto a un periodo di due diligence di una settimana e alla negoziazione della documentazione definitiva. Il Sig. Termeer e il Dr. Dzau hanno deciso di portare la proposta di Sanofi al Consiglio della Società e di discutere la possibilità per Sanofi di

condurre la due diligence per una settimana, a condizione che le parti stipulassero un accordo di riservatezza. Il Sig. Termeer e il Dr. Dzau hanno comunicato i termini della proposta di Sanofi al Sig. Wirth e ai consulenti finanziari della Società. I consulenti finanziari di Genzyme hanno valutato i termini del diritto sul valore potenziale proposto e, utilizzando un tasso di sconto dell'8,5% e sulla base delle stime del management della società sulla probabilità e sui tempi di raggiungimento delle milestone che si sarebbero riflesse nel diritto di valore potenziale, hanno calcolato preliminarmente un valore intrinseco di \$ 5,58 per tale CVR.

Sulla base dei progressi compiuti nelle discussioni, Genzyme ha autorizzato il proprio consulente legale a inviare al consulente di Sanofi le bozze di un accordo di riservatezza, un accordo di fusione e i commenti relativi all' accordo sui CVR che rifletteva l'aumento dei pagamenti massimi potenziali.

Dal 29 gennaio al 30 gennaio 2011, il consulente legale di Genzyme e quello di Sanofi hanno negoziato i termini dell'accordo di riservatezza. Il 30 gennaio 2011 il Consiglio della target si è riunito telefonicamente per discutere la proposta di Sanofi e, nel corso della riunione, ha autorizzato la società a stipulare un accordo di riservatezza con Sanofi e a consentire a Sanofi di condurre la due diligence. In data 31 gennaio 2011 Genzyme e Sanofi hanno stipulato l'Accordo di Riservatezza e Sanofi ha avviato la due diligence sulla Società.

Dal 31 gennaio 2011 al 4 febbraio 2011, Sanofi ha condotto la due diligence e si è impegnata insieme a Genzyme in trattative sui termini e sulle condizioni di un accordo di fusione. Le parti hanno inoltre continuato a negoziare i termini dell'accordo sui diritti di valore contingente.

Il 4 febbraio 2011 il Consiglio di Genzyme ha convocato una riunione straordinaria con l'alta dirigenza e con i rappresentanti di Credit Suisse, Goldman Sachs, Ropes & Gray e Wachtell, Lipton. Il consulente legale ha nuovamente esaminato i doveri fiduciari del Consiglio della Società in relazione alla potenziale transazione con Sanofi e ha discusso lo stato dei negoziati sul progetto di accordo di fusione e sull'accordo dei CVR. I rappresentanti di Credit Suisse e Goldman Sachs hanno esaminato con il consiglio di Genzyme le loro analisi finanziarie preliminari del corrispettivo proposto per la transazione. Il consiglio

della società ha anche discusso alcuni dei rischi e altri fattori compensativi relativi alla conclusione di un accordo di fusione.

Il 5 febbraio 2011 i rappresentanti di Sanofi hanno chiesto la proroga del periodo di due diligence e il 6 febbraio 2011 il Consiglio di Genzyme ha deciso di consentire a Sanofi di continuare a svolgere la due diligence. Le imprese hanno continuato a negoziare i termini dell'accordo di fusione e dei CVR.

I due CEO Viehbacher e Termeer e i rispettivi team dirigenziali si sono incontrati a Boston il 13 e 14 febbraio 2011. Durante gli incontri, hanno discusso della due diligence, in particolare i risultati riguardanti i livelli di inventario di Cerezyme e Fabrazyme dell'azienda, le operazioni di produzione e i sistemi di qualità. Il Sig. Termeer e i membri del suo team dirigenziale hanno tentato di rispondere alle domande di follow-up di Sanofi fornendo ulteriori informazioni su tali questioni. Nel corso di queste discussioni, Viehbacher ha proposto di affrontare le preoccupazioni di Sanofi adeguando la parte in contanti del corrispettivo a \$ 73,50 per azione e modificando il CVR in modo tale che \$ 1,00 fosse vincolato al raggiungimento da parte di Genzyme delle sue proiezioni di inventario 2011 per i farmaci Cerezyme e Fabrazyme.

Genzyme, a seguito dell'interruzione della produzione di Cerezyme e Fabrazyme nello stabilimento di Allston aveva ripreso le spedizioni di Cerezyme nel quarto trimestre del 2009. Nel febbraio 2010, la Società aveva iniziato a spedire Cerezyme a un tasso pari al 50% della domanda stimata continuando così per tutto il secondo trimestre del 2010, in parte a causa dell'impatto di un secondo blocco della produzione nel marzo 2010 dovuto a un'interruzione di corrente elettrica, che aveva creato dei problemi nel sistema idrico della struttura. La società ha aumentato la fornitura di Cerezyme nel terzo trimestre del 2010 e i pazienti che utilizzavano Cerezyme negli Stati Uniti hanno potuto iniziare a tornare ai livelli di dosaggio normali a settembre. I pazienti su base globale sono tornati al dosaggio normale nel quarto trimestre del 2010.

Invece, per quanto riguarda il farmaco Fabrazyme, a causa anche della bassa produttività manifatturiera al riavvio della produzione e degli sforzi per costruire un piccolo buffer di inventario, le spedizioni erano diminuite e la società aveva potuto distribuire il farmaco solo a un livello di copertura del 30% rispetto al totale

della domanda stimata per il prodotto. I pazienti Fabrazyme erano riusciti a raddoppiare le dosi solamente nel quarto trimestre del 2010 e l'azienda aveva previsto di tornare a soddisfare completamente la domanda globale di Fabrazyme nella seconda metà del 2011.

L'azienda aveva nei piani la costruzione di un nuovo stabilimento di produzione a Framingham, Massachusetts, che sarebbe poi stato incluso nei quattro bioreattori utilizzati per la produzione di Cerezyme e Fabrazyme. La Società prevedeva di ricevere l'approvazione della FDA per questa nuova struttura nella seconda metà del 2011, che è stata poi approvata sia dalla FDA che dall'EMA nel gennaio 2012 per la produzione di Fabrazyme.

Alla luce di queste interruzioni di produzione, Sanofi e Genzyme stabiliscono quale dovesse essere il traguardo della produzione per garantire il pagamento agli azionisti del CVR nel 2011:

- la produzione e il rilascio di 734.600 fiale equivalenti da 400 unità di Cerezyme;
- la produzione e il rilascio di 79.000 fiale equivalenti da 35 mg di Fabrazyme.

Nel 2010, Genzyme ha prodotto 462.697 fiale equivalenti da 400 unità di Cerezyme e 42.048 fiale da 35 mg equivalenti di Fabrazyme, numeri che includevano l'effetto delle interruzioni della produzione.

Quindi le milestones e i pagamenti una tantum in definitiva erano i seguenti:

- \$ 1,00 per CVR se i livelli di produzione previsti per Cerezyme e Fabrazyme fossero stati raggiunti nel 2011;
- \$ 1,00 per CVR dopo l'approvazione finale da parte della FDA di Lemtrada (alemtuzumab) per la cura della sclerosi multipla;
- \$ 2,00 per CVR se le vendite nette dopo il lancio di Lemtrada avessero superato un totale di \$ 400 milioni entro determinati periodi e in determinate regioni di vendita;
- \$ 3,00 per CVR se le vendite nette globali di Lemtrada per un periodo di quattro trimestri avessero superato \$ 1,8 miliardi;

- \$ 4,00 per CVR se le vendite nette globali di Lemtrada per un periodo di quattro trimestri avessero superato i \$ 2,3 miliardi;
- \$ 3,00 per CVR se le vendite nette globali di Lemtrada per un periodo di quattro trimestri avessero superato i \$ 2,8 miliardi.

Dopo un'ulteriore discussione con Termeer, Viehbacher ha proposto di modificare il diritto di valore contingente mantenendo il corrispettivo in contanti a \$ 74,00 per azione.

Termeer ha presentato la proposta rivista di Sanofi al Consiglio di Genzyme e quest'ultimo ha convenuto che avrebbe dovuto continuare i negoziati con Sanofi.

Il 15 febbraio 2011 il Consiglio di Genzyme ha convocato una riunione straordinaria con l'alta dirigenza e i rappresentanti di Credit Suisse, Goldman Sachs, Ropes & Gray e Wachtell, Lipton. I consulenti legali hanno nuovamente esaminato i doveri fiduciari del Consiglio, in relazione alla sua considerazione di una potenziale transazione con Sanofi, e hanno sintetizzato i termini dell'Accordo di Fusione e dell'Accordo CVR. I rappresentanti di Credit Suisse e Goldman Sachs hanno esaminato con il consiglio della società le loro analisi finanziarie del corrispettivo proposto da pagare nell'operazione e hanno reso al Consiglio della società il proprio parere secondo cui il corrispettivo in denaro e il CVR da corrispondere ai possessori delle azioni era equo, dal punto di vista finanziario, nei confronti di tali titolari. Sia Credit Suisse, che Goldman Sachs hanno inoltre informato il Consiglio della Società che, sulla base delle stime sulla probabilità e sui tempi di raggiungimento degli obiettivi intermedi proposti e utilizzando un tasso di sconto dell'8,5%, basato sulle stime del costo medio ponderato del capitale della società, l'adeguamento alla struttura del CVR proposto da Viehbacher non aveva modificato il valore intrinseco calcolato del CVR, che Credit Suisse e Goldman Sachs avevano valutato essere pari a \$ 5,58 per CVR.

2.3.10 Riepilogo delle analisi finanziarie

Le analisi finanziarie sono state effettuate, in maniera congiunta, da Credit Suisse e Goldman Sachs e sono state presentate al Consiglio della società in data 15 febbraio 2011. Ciascuna delle due istituzioni ha eseguito un'analisi dei flussi di cassa scontati della società per ricavare una serie di valori illustrativi per le azioni.

Analisi DCF della Società (esclusi i “prodotti pipeline”). Credit Suisse e Goldman Sachs hanno eseguito separatamente un'analisi DCF per calcolare un intervallo di valori attuali per azione, escluso l'effetto dei prodotti alemtuzumab, mipomersen e ataluren della Società (i "prodotti pipeline"), sulla base di stime dei flussi di cassa free unlevered (ovvero quanto denaro è disponibile per l'impresa prima di prendere in considerazione gli obblighi finanziari) che dovrebbero essere generati dalla società nel periodo dal 2011 al 2015.

Credit Suisse ha calcolato un intervallo di valori finali (i flussi di cassa a regime) per la società, esclusi i prodotti pipeline, applicando multipli compresi tra 9,5x e 13,5x alla stima del management dell'impresa sull'utile netto unlevered 2016 della società.

Goldman Sachs ha calcolato un intervallo di valori finali (esclusi i Pipeline Products) al 31 dicembre 2015 applicando tassi di crescita perpetui compresi tra lo 0,0% e il 2,0% alle stime aggiornate del management dell'impresa dei flussi di cassa liberi unlevered per il 2015 (esclusi i flussi contanti provenienti dai prodotti Pipeline).

Ciascuno dei consulenti ha utilizzato come tassi di sconto dei valori compresi tra il 7,5% e il 9,5%, che riflettono le stime del costo medio ponderato del capitale della Società per attualizzare le stime al valore attuale al 31 dicembre 2010.

Analisi DCF di ciascuno dei prodotti della pipeline.

I consulenti hanno eseguito congiuntamente le analisi DCF per ricavare una serie di indicazioni del valore attuale per azione per ciascuno dei prodotti pipeline sulla base delle previsioni aggiornate del management della società sui flussi di cassa liberi previsti nel periodo dal 2011 al 2020. I consulenti hanno calcolato congiuntamente un intervallo di valori finali impliciti per ciascuno dei prodotti pipeline, applicando intervalli di tassi di crescita perpetua alle stime dei flussi di cassa liberi unlevered per il 2020 da ciascun prodotto pipeline come segue:

- per alemtuzumab, tassi di crescita perpetuità compresi tra (10) % e (5) %;
- per mipomersen e ataluren, tassi di crescita perpetuità compresi tra (2,0) % e 2,0%.

Utilizzando tassi di sconto compresi tra il 7,5% e il 9,5%, i consulenti hanno scontato al valore attuale al 31 dicembre 2010 sia le stime dei flussi di cassa liberi unlevered della società per ciascuno dei prodotti della pipeline nel periodo dal 2011 al 2020 sia l'intervallo dei valori finali che hanno derivato congiuntamente per ciascuno dei prodotti pipeline, per ricavare un intervallo di valori aziendali per ciascuno dei prodotti pipeline. I consulenti hanno diviso l'intervallo di valori aziendali calcolati per ciascun prodotto pipeline per il numero di azioni in circolazione della società al 31 dicembre 2010 per ricavare una serie di indicazioni sul valore attuale per azione per ciascuno dei prodotti pipeline.

Analisi DCF dell'azienda inclusi i prodotti pipeline

Credit Suisse e Goldman Sachs hanno calcolato ciascuno un intervallo di valori illustrativi per azione, compreso il valore dei prodotti pipeline, aggiungendo le rispettive indicazioni di valore minimo e massimo per azione (esclusi i Pipeline Products) e le indicazioni di valore minimo e massimo per azione da essi derivati congiuntamente per ciascuno dei prodotti pipeline. I risultati sono riassunti nel grafico seguente:

	Illustrative per Share Values
DCF Analysis of the Company (Excluding Pipeline Products)	
Credit Suisse Analysis	\$55.80 - \$ 75.30
Goldman Sachs Analysis	\$56.58 - \$ 88.66
Joint DCF Analysis by Financial Advisors of Pipeline Products	
alemtuzumab MS	\$11.93 - \$ 16.63
mipomersen	\$ 1.94 - \$ 4.10
ataluren	\$ 1.11 - \$ 2.49
DCF Analysis of the Company Plus Pipeline Products	
Credit Suisse Analysis	\$70.79 - \$ 98.52
Goldman Sachs Analysis	\$71.56 - \$111.88

I consulenti finanziari hanno calcolato i premi azionari impliciti e gli sconti, rappresentati dai seguenti importi, rispetto al prezzo di chiusura delle azioni alle date specificate:

- \$ 69,00, il corrispettivo per azione inizialmente offerto dall'offerente;
- \$ 74,00, l'importo del corrispettivo in contanti, senza considerare il CVR;
- \$ 79,58, l'importo del corrispettivo in contanti più \$ 5,58, un valore intrinseco corretto per le probabilità del CVR, calcolato attualizzando al valore attuale le stime corrette per le probabilità dei pagamenti per CVR, derivate sulla base delle stime del management aziendale sulla probabilità e la tempistica di raggiungimento delle milestones del CVR e l'applicazione di un tasso di sconto dell'8,5%.

I prezzi di chiusura delle azioni a cui i consulenti finanziari hanno confrontato il prezzo di offerta iniziale, l'importo del corrispettivo in contanti e il valore del corrispettivo di esempio erano i prezzi di chiusura delle azioni in ciascuna delle seguenti date:

- 1° luglio 2010 (\$ 49,86), il giorno prima che fossero emerse voci di mercato che indicavano che Sanofi era interessata a una potenziale grande acquisizione negli Stati Uniti;
- 22 luglio 2010 (\$ 54,17), il giorno prima che alcuni organi di stampa riferissero che Sanofi aveva adottato un approccio di acquisizione informale alla Società;
- 14 febbraio 2011 (\$ 71,77), il giorno di negoziazione precedente il giorno prima dell'annuncio dell'Operazione.

Questa analisi ha indicato che il prezzo dell'offerta iniziale, l'importo del corrispettivo in contanti e il valore del corrispettivo Illustrativo riflettono i seguenti premi/sconti:

% Premium/Discount to Closing Share Prices on:	Initial Offer Price (\$69.00)	Cash Consideration (No CVR) (\$74.00)	Illustrative Consideration Value (\$79.58)
July 1, 2010 (\$49.86)	38%	48%	60%
July 22, 2010 (\$54.17)	27%	37%	47%
February 14, 2011 (\$71.77)	(4)%	3%	11%

2.3.11 Conflitti tra il management di Genzyme e i suoi azionisti

La maggior parte degli azionisti di Genzyme non condivideva l'atteggiamento del Consiglio di Amministrazione nell'opporsi in maniera continua alle offerte di Sanofi-Aventis, rifiutando ogni negoziazione.

Aveva fatto molto scalpore anche il concorso per procura avviato dall'azionista attivista miliardario Carl Icahn, che aveva avviato a seguito degli eventi negativi che avevano colpito Genzyme tra il 2009 e il 2010, proponendo una nuova lista di amministratori. Egli aveva tentato di destituire Henri Termeer, CEO di Genzyme fin dal 1983, che secondo l'azionista non era stato in grado di gestire i problemi dell'impresa. Alla fine, sono arrivati a un accordo, il 9 giugno 2010, in base al quale il Consiglio di Genzyme ha accettato di nominare due amministratori designati da Icahn.

Nonostante ciò, alcuni investitori erano ancora preoccupati e, tra l'altro, Whitworth e Icahn detenevano allora rispettivamente il 3,8% e il 4,9% di Genzyme, quindi ci sarebbero potuti essere altri tentativi e lanci di nuove battaglie per procura per cercare di ottenere un consiglio più ricettivo all'accordo.

A seguito del rifiuto alla negoziazione da parte dell'impresa che andava contro il principale compito di massimizzare il valore per gli azionisti, l'11 agosto 2010 viene depositato il primo di numerosi ricorsi collettivi in merito a violazioni del dovere fiduciario da parte del consiglio di Genzyme in relazione all'esame da parte del Consiglio di una potenziale vendita della società.

Secondo la legge del Massachusetts, in qualsiasi situazione in cui gli amministratori di una società quotata in borsa intraprendono una transazione che risulta in un cambiamento nel controllo aziendale oppure in una rottura del patrimonio della società, gli amministratori hanno l'obbligo fiduciario di ottenere il valore più alto ragionevolmente disponibile per gli azionisti della società, compreso un premio significativo al prezzo più alto ottenibile sul mercato.

Gli amministratori e i dirigenti non possono compiere atti che:

- I. potrebbero incidere negativamente sul valore fornito agli azionisti della società;
- II. disincentivare offerte alternative per l'acquisto del controllo della società o dei suoi beni;
- III. pregiudicare il loro dovere di garantire il valore più alto ragionevolmente disponibile per gli azionisti della società;
- IV. fornire ai funzionari e/o amministratori un trattamento preferenziale a spese o separato dagli azionisti pubblici.

A causa delle azioni ingiustificate del consiglio di Genzyme, il 29 agosto 2010 Sanofi viene costretta a rendere pubblica la sua offerta di acquistare Genzyme per \$ 69 per azione.

Dopo il secondo rifiuto di Genzyme a trattare, comunicato a Sanofi il 30 agosto 2010, Matrix Asset Advisors, un gruppo di investitori di Genzyme, che deteneva circa 261.000 azioni, ha inviato una lettera al Consiglio della società esortandolo a sedersi al tavolo con Sanofi e a perseguire la vendita della società. Nella lettera

era scritto che il Consiglio doveva soppesare i valori attuali della proposta in contanti a breve termine di Sanofi, o di altre che sarebbero potute emergere, rispetto all'approccio più lungo e più rischioso di provare a mantenere la propria rotta. Inoltre, nel cercare di convincere il Consiglio, rimarcava che fosse chiaro il fatto che l'offerta di \$ 69 per azione era semplicemente un punto di partenza per le negoziazioni e che la loro valutazione sarebbe potuta aumentare significativamente.

Il Chief Investment Officer e presidente di Matrix, David Katz, ha affermato in un'intervista che se Genzyme avesse iniziato le negoziazioni a \$ 69 per azione, sarebbe stato possibile raggiungere un consenso a un prezzo medio di \$ 70 per azione. Se fosse stato coinvolto un altro offerente Genzyme probabilmente avrebbe raggiunto anche un prezzo minimo di \$ 80 per azione. Secondo lui, era sufficiente avviare una negoziazione, piuttosto che aspettare un'offerta di apertura più alta.

Già nell'aprile del 2010 Matrix aveva inviato una lettera al Consiglio di Genzyme esortando la società a destituire Termeer dalla carica di CEO, supportando il concorso per procura di Icahn, e a considerare l'ipotesi della vendita di Genzyme a un'azienda farmaceutica globale.

La preoccupazione degli azionisti era ben che giustificata, come osservato anche da un articolo del 31 agosto 2010, in cui il Wall Street Journal riferiva che Genzyme avrebbe potuto correre un serio rischio non impegnandosi in una trattativa con Sanofi. In particolare, l'articolo riportava che la strategia di Genzyme a lungo le si sarebbe ritorta contro. Impedire a Sanofi di svolgere le due diligence, avrebbe causato una limitazione al prezzo dell'offerta. Le autorità di regolamentazione avevano costretto Genzyme a rallentare la produzione di farmaci chiave, lasciando l'azienda a rischio fino al ripristino delle scorte, probabilmente alla fine del 2011. Questa preoccupazione era in gran parte responsabile del calo del prezzo delle azioni di Genzyme.

Il 4 ottobre 2010, il Dow Jones Newswires ha pubblicato un articolo riportando che Matt Loucks, portfolio manager in Sit Investment Associates, che possedeva circa 252.000 azioni di Genzyme, era sempre più frustrato dalla posizione di Genzyme. Il lancio dell'Opa da parte di Sanofi aveva evidenziato i mancati

progressi verso un accordo e aveva aumentato la probabilità di arrivare a un'offerta finale che avrebbe aumentato solo di pochi dollari il prezzo corrente delle azioni di Genzyme. Per questo motivo, Loucks stava pensando di ridurre la posizione della sua impresa in Genzyme perché avrebbe potuto investire con maggiore profittabilità in altre opportunità.

Genzyme aveva elencato, nell'Allegato 14 D-9, depositato presso la SEC il 7 ottobre 2010 da Genzyme, alle pagine 30-32, i cinque fattori che aveva considerato nella scelta di non raccomandare l'offerta ai suoi azionisti:

- I. l'offerta di \$ 69 per azione di Sanofi non riusciva a compensare gli azionisti per il valore unico del business di Genzyme, leader del settore;
- II. l'offerta opportunistica di Sanofi non riconosceva il potenziale di creazione di valore del piano verso il 2015, composto da cinque punti, che la società stava attuando;
- III. l'offerta non rifletteva la preziosa pipeline di Genzyme;
- IV. il prezzo dell'offerta non compensava adeguatamente gli azionisti di Genzyme rispetto all'importanza strategica e al vantaggio finanziario dell'operazione per Sanofi;
- V. l'offerta era finanziariamente inadeguata sulla base delle opinioni di Credit Suisse e Goldman Sachs.

Queste dichiarazioni non sono però risultate sufficienti per gli azionisti, perché non spiegavano la decisione di non impegnarsi con Sanofi in negoziati costruttivi, per esempio, fornendo completa due diligence come mezzo per indurre Sanofi ad aumentare la propria offerta. Il consiglio non aveva mai spiegato il motivo per cui non avesse preso in considerazione neanche l'effettuazione di un controllo di mercato per determinare se altre parti fossero state disposte a offrire più di Sanofi per acquisire la società. In assenza di tali informazioni, gli azionisti di Genzyme non sono stati in grado di valutare adeguatamente il valore della società sul mercato e, quindi, l'adeguatezza dell'offerta.

Anche i pareri forniti dai consulenti finanziari, Credit Suisse e Goldman Sachs, ad ottobre 2010, sono stati considerati come fuorvianti e incompleti dagli azionisti di Genzyme. Infatti, nei documenti pubblicati, i consulenti non davano alcuna conoscenza di quali informazioni avessero preso in considerazione per eseguire

la loro analisi, su quali dati e input abbiano basato tale analisi. Senza queste informazioni, gli azionisti di Genzyme non erano stati in grado di valutare in modo indipendente la conclusione di Credit Suisse e Goldman Sachs secondo cui l'offerta era inadeguata e decidere quale peso attribuire all'opinione dei consulenti.

Termeer chiedeva solamente un aumento del prezzo dell'offerta, ma si rifiutava di fornire a Sanofi qualsiasi informazione confidenziale significativa che sarebbe potuta essere utile per aumentare la propria offerta. L'approccio di Genzyme all'offerta, comunque, non è stato sorprendente, dato l'obiettivo espressamente dichiarato della società di respingere Sanofi ed evitare ad ogni costo la vendita della società.

Il 10 dicembre 2010 il legale di un azionista di Genzyme invia una lettera per esortare i dirigenti a intraprendere delle azioni per favorire le richieste degli azionisti e puntare alla massimizzazione del valore. Le richieste erano:

- accettare di stipulare un accordo di riservatezza con Sanofi per consentire a Sanofi l'accesso ai materiali di due diligence;
- accettare di condurre un'analisi di mercato per determinare se altre parti fossero interessate ad acquisire Genzyme;
- comunicare agli azionisti di Genzyme tutte le informazioni riguardanti il valore intrinseco della società e il processo da essa intrapreso per valutare l'offerta;
- confermare che la società non avrebbe applicato alcuna misura difensiva o anti acquisizione.

Gli azionisti, vedendo il proprio management continuare a rifiutare le offerte, sono consapevoli che se Sanofi avesse deciso di abbandonare la sua iniziativa le azioni di Genzyme sarebbero scese ben al di sotto di 69 \$. Quindi, molti di loro hanno intentato un'azione legale nei confronti dell'azienda.

Due azionisti di Genzyme, ad ottobre, hanno citato in giudizio il consiglio di amministrazione della società presso la corte federale di Boston chiedendo a un giudice di ordinare all'impresa di prendere in considerazione l'offerta di Sanofi. Secondo gli avvocati di un altro azionista, Bernard Malina, che a sua volta aveva intentato una causa il mese precedente, i direttori di Genzyme stavano negando

agli investitori il diritto di ottenere il valore massimo per le loro azioni. Oltre a loro, almeno altri tre azionisti di Genzyme avevano avviato una causa nei tribunali statali del Massachusetts per la gestione dell'offerta di Sanofi.

A parere dell'azionista William Field, espresso nella sua causa del 18 settembre, Genzyme avrebbe dovuto essere costretta a nominare un comitato speciale per valutare l'offerta di Sanofi o per cercare altre offerte, visto che la gestione dell'offerta da parte del Consiglio di Amministrazione aveva negato agli azionisti di Genzyme un processo equo e adeguato per valutare, negoziare e ottenere il valore più alto ragionevolmente disponibile per le loro azioni. Sia la causa di Field che quella di Malina miravano ad ottenere lo status di class action e additavano al Consiglio e al management di Genzyme la colpa di averli sfavoriti e non aver fatto in modo che potessero ricevere la migliore offerta possibile, rifiutando di fare disclosure e fornendo dati non proprio veritieri.

Infatti, secondo gli azionisti, Termeer e il Consiglio di Amministrazione non stavano adottando le misure necessarie per massimizzare il valore per gli azionisti. Quest'ultimi cercavano di sollecitare il Consiglio di Amministrazione affinché avviasse con Sanofi un processo di offerta equo e aperto, al fine di massimizzare i loro rendimenti, e, per farlo, avrebbe dovuto consentire all'offerente di condurre le operazioni di due diligence.

La denuncia sosteneva che gli imputati non avessero rivelato alcuni fatti sostanziali in relazione alla proposta di acquisizione della società da parte di Sanofi-Aventis e che gli imputati avessero depositato presso la SEC il documento 14 D-9 il 7 ottobre 2010 e successivamente lo avessero diffuso agli azionisti di Genzyme, cui si raccomandava di non offrire le loro azioni a Sanofi. Gli imputati sono stati accusati del tentativo di trincerarsi nelle loro attuali posizioni di potere e controllo sulla società, a discapito degli azionisti. Si affermava inoltre che il 14 D-9, e le successive modifiche allo stesso, contenevano omissioni e/o errori sostanziali in violazione della sezione 14 e della sezione 20 del Securities Exchange Act del 1934.

Ci sono stati anche alcuni casi, inconsueti, di azionisti che si sono opposti alla possibilità che la trattativa andasse a buon fine. Ad agosto 2010, nonostante non fosse stato ancora raggiunto un accordo tra le due imprese, un azionista di

Genzyme aveva cercato di lanciare un attacco preventivo per bloccare la potenziale acquisizione. Questo fu un caso particolare perché le società non avevano ancora divulgato un'offerta né tantomeno avevano iniziato trattative. La causa è stata intentata presso la Middlesex Superior Court a Woburn da Alan Kahn, sostenendo, per suo conto e per conto di altri investitori, che i direttori della società di biotecnologia di Cambridge avrebbero violato il loro dovere fiduciario vendendo la società a Sanofi. Nella denuncia si affermava che, sulla base di una valutazione preliminare che utilizzava le informazioni pubblicamente disponibili, il corrispettivo offerto nella transazione proposta era inadeguato. La legge del Massachusetts però era sempre più poco ricettiva alle mozioni di ingiunzione che cercano di interferire con importanti transazioni societarie, in particolare laddove tali mozioni avrebbero cercato di interferire con i voti degli azionisti; infatti la mozione è stata poi respinta il 23 marzo 2011.

2.4 Accordo finale

2.4.1 Genzyme considera l'offerta revisionata di Sanofi-Aventis

Il 22 dicembre 2010, il Wall Street Journal aveva riferito in un articolo¹⁷ che Genzyme, di fronte a un'offerta pubblica di acquisto ostile, alla crescente insoddisfazione degli azionisti e alla realtà che aveva scoraggiato tutti gli altri potenziali offerenti, aveva iniziato ad ammorbidire la sua posizione nei confronti dell'offerente, accendendo un barlume di speranza tra i dirigenti di Sanofi sulla possibilità di poter trovare una soluzione per superare le reciproche differenze nella valutazione di Genzyme.

L'8 gennaio 2011, Sanofi annuncia una struttura dell'accordo revisionata che, secondo il Wall Street Journal, avrebbe valutato Genzyme a circa \$ 80 per azione; la cifra includeva una struttura nota come diritti di valore contingente, o CVR, utilizzata spesso quando acquirenti e venditori non riescono a concordare un prezzo di acquisto e che di solito entra in funzione dopo che un'azienda acquisita ha raggiunto gli obiettivi di vendita o normativi prefissati.

¹⁷ L'articolo in questione si intitola "Is Genzyme Ready to Cave to Sanofi?"

Il 31 gennaio 2011, Genzyme ha depositato un emendamento n. 19 per programmare il 14D-9/A ovvero il documento da depositare presso la Securities and Exchange Commission (SEC) con cui una società target risponde a un'offerta pubblica di acquisto presentata da una parte interessata. Le trattative in corso con Sanofi erano quindi progredite al punto che il Consiglio di Genzyme aveva autorizzato la società a stipulare un accordo di riservatezza con Sanofi al fine di consentire all'offerente di condurre la due diligence.

Nella riunione del 15 febbraio 2011, il Consiglio di Genzyme ha stabilito conveniente l'offerta rivista e la fusione; ha disposto che l'accordo di fusione potesse essere sottoposto all'approvazione degli azionisti e ha raccomandato l'accettazione dell'offerta revisionata e dell'accordo di fusione da parte degli azionisti.

Nelle prime ore del mattino del 16 febbraio 2011, Sanofi-Aventis e Genzyme hanno sottoscritto l'Accordo di Fusione e hanno emesso un comunicato stampa congiunto annunciando l'operazione. Genzyme, il giorno stesso, ha depositato il modulo 8-K, che è richiesto dalla SEC quando le società devono annunciare eventi significativamente rilevanti per gli azionisti. In questo modo Genzyme annunciava di aver stipulato un accordo e un Piano di Fusione con Sanofi in base al quale Sanofi aveva accettato di modificare la sua offerta precedentemente avviata e si impegnava ad acquisire tutte le azioni ordinarie in circolazione di Genzyme attraverso un'offerta pubblica di acquisto di \$ 74 per azione in contanti, pagando circa \$ 20,1 miliardi, e un diritto CVR (per un massimo totale di \$ 3,8 miliardi) in conformità con l'accordo preso. Il diritto per gli azionisti a ricevere questo pagamento extra, chiamato diritto di valore contingente (CVR), era legato al successo, ancora incerto, che avrebbero avuto i volumi di vendite di Lemtrada e quelli di produzione di altri due prodotti, Cerezyme e Fabrazyme. Il diritto dava la possibilità di ricevere pagamenti in contanti da \$ 0 a \$ 14 per CVR ed era scambiabile sul mercato e valido fino al 31 dicembre 2020.

Il Consiglio di Genzyme ha considerato una serie di questioni a supporto della sua decisione, tra cui:

- I. La situazione finanziaria e le prospettive della società.

- II. La revisione delle alternative strategiche, incluso il valore potenziale per gli azionisti, calcolato dall'impresa e dai suoi consulenti finanziari, che si sarebbe ottenuto rimanendo una società per azioni indipendente, nonché i potenziali benefici, rischi e incertezze associate a tale alternativa.
- III. A tal riguardo il Consiglio ha stimato che l'offerta rivista e la fusione avrebbero con più probabilità apportato un maggior valore per gli azionisti rispetto alle altre alternative strategiche, incluso il rimanere indipendenti, pagando un dividendo straordinario o implementando uno spin-off del business del alemtuzumab.
- IV. Indagini, per comprendere se eventuali terzi avessero potuto interessarsi in un accordo con Genzyme, proponendo condizioni più favorevoli rispetto a quelle di Sanofi, che hanno definito come evento di bassa probabilità. Il consiglio ha inoltre ritenuto che, sebbene l'Accordo di Fusione poneva alcune limitazioni alla capacità di Genzyme nel sollecitare proposte di acquisizione da parte di terzi, nel caso in cui una terza parte avesse offerto condizioni più favorevoli, sarebbe stato possibile per Genzyme fornire informazioni e negoziare con tale terza parte ed eventualmente risolvere l'Accordo di Fusione al fine di stipulare un accordo rispetto a una proposta superiore, dopo, però, aver dato a Sanofi l'opportunità di corrispondere alla proposta superiore e al pagamento a Sanofi di una tassa di risoluzione di \$ 575 milioni.
- V. Le trattative con Sanofi. Il fatto che i negoziati tra Genzyme e Sanofi fossero durati diversi mesi e avessero portato a un aumento del prezzo di offerta iniziale fino ad arrivare a \$ 74,00 e un CVR per azione, ha portato il consiglio di amministrazione di Genzyme a ritenere che l'offerta revisionata rappresentasse il prezzo più alto ragionevolmente ottenibile per gli azionisti della società nel breve termine.
- VI. Sanofi aveva dichiarato che avrebbe avuto a sua disposizione disponibilità liquide e mezzi sufficienti per pagare tutte le azioni portate in adesione ai sensi dell'offerta revisionata, per effettuare pagamenti in relazione ai premi di capitale della target, e per portare a compimento la fusione, e le operazioni non erano condizionate al fatto che Sanofi avesse ricevuto finanziamenti da terzi.

- VII. Il Consiglio della Società ha ritenuto che l'offerta revisionata rappresentasse in modo equo il valore delle Azioni. Sia il corrispettivo in contanti per azione di per sé, che combinato con il valore intrinseco stimato di \$ 5,58 per ciascun CVR emesso, costituivano dei premi significativi rispetto al recente prezzo di mercato delle Azioni:
- un premio di circa il 48% (calcolato sulla base del corrispettivo in contanti) e il 60% (calcolato sulla base del corrispettivo in contanti più il valore intrinseco stimato del CVR) sul prezzo di chiusura per azione del 1° luglio 2010, ultimo giorno di negoziazione prima che diventassero pubbliche le voci sull'interesse di Sanofi in una transazione da 20 miliardi di dollari con una società statunitense;
 - un premio di circa il 37% (calcolato sulla base del corrispettivo in contanti) e del 51% (calcolato sulla base del corrispettivo in contanti più il valore intrinseco stimato del CVR) sul prezzo di chiusura per azione del 22 luglio 2010, ultimo giorno di negoziazione prima che le voci su una potenziale acquisizione di Genzyme da parte di Sanofi diventassero pubbliche.
- VIII. L'andamento del prezzo delle azioni e le informazioni relative ai trend recenti e passati, inclusi i prezzi massimi e minimi delle azioni in 52 settimane prima delle voci pubbliche sull'interesse di Sanofi nella società, che erano rispettivamente di \$ 59,39 e \$ 47,16, e il prezzo più alto di sempre pari a \$ 83,25.
- IX. Il rischio di perdere questa opportunità, infatti, il Consiglio aveva valutato la possibilità che, in caso di rifiuto dell'Accordo di Fusione, probabilmente non avrebbe potuto esserci un'altra opportunità per gli azionisti di Genzyme di ricevere un'operazione a prezzo comparabile e che il prezzo di mercato, a breve termine, delle azioni sarebbe potuto scendere al di sotto del valore del prezzo di offerta.
- X. La certezza sul valore e sulla liquidità, dato che, una parte sostanziale del corrispettivo corrisposto sarebbe stato in contanti e ciò avrebbe fornito certezza di valore e liquidità agli azionisti della società rispetto ad azioni o ad altre forme di corrispettivo.

- XI. La partecipazione degli azionisti al potenziale futuro di alemtuzumab, data dall'inclusione dei CVR nel prezzo dell'offerta, che avrebbe dato agli azionisti della società la possibilità di partecipare al potenziale rialzo futuro e alla crescita del valore a lungo termine di alemtuzumab.
- XII. La concessione dell'opzione di top-up.

L'opzione di top-up è concessa dal consiglio di amministrazione di una società target a un acquirente, in un'offerta pubblica di acquisto, al fine di facilitare il più rapido compimento della fusione, attraverso la cosiddetta fusione "short form", ovvero in forma abbreviata. In questo caso la fusione avviene in due step; al primo step l'acquirente acquisisce azioni tramite l'offerta pubblica di acquisto, e, al secondo step, con l'utilizzo dell'opzione di top-up, l'acquirente acquista azioni di nuova emissione della società target in modo che, queste nuove azioni combinate con le azioni già ottenute al primo step, costituiscano un numero di azioni sufficienti per soddisfare la soglia richiesta per completare la fusione in forma abbreviata. L'esercizio dell'opzione di top-up può avvenire solo dopo la chiusura dell'offerta pubblica di acquisto.

Nell'esercizio delle opzioni di top-up, Sanofi avrebbe dovuto pagare un prezzo per azione pari al maggiore tra il prezzo di chiusura delle azioni sul Nasdaq l'ultimo giorno di borsa aperta precedente l'esercizio dell'opzione di top-up o il corrispettivo in contanti dell'acquisizione. Il numero di azioni acquistate, sommato al numero di azioni possedute dall'offerente, deve essere tale da portare Sanofi a possedere una azione in più del 90% di tutte le azioni in circolazione, immediatamente dopo l'emissione delle azioni, consentendo così l'attuazione della fusione in forma abbreviata.

Una fusione in forma abbreviata combina una società controllante e una controllata, che è sostanzialmente di proprietà della controllante. Ciascuna entità può essere designata come superstite della fusione. I requisiti per una fusione in forma abbreviata sono stabiliti negli statuti del governo applicabili. Gli statuti in genere impongono che la controllante debba possedere almeno il 90% della controllata prima di poter utilizzare una fusione in forma abbreviata ed è un approccio utilizzato in genere per evitare che gli azionisti della controllata debbano approvare l'accordo.

Il Consiglio di Genzyme ha inoltre considerato una serie di rischi e aspetti potenzialmente negativi in merito all'offerta revisionata e all'Accordo di Fusione. Questi problemi includevano quanto segue:

- I. Partecipazione limitata alla crescita futura o agli utili. Di fatto, gli azionisti dell'impresa avrebbero smesso di partecipare alla crescita futura degli utili della società o di beneficiare di qualsiasi futuro aumento del suo valore se non attraverso i CVR; di conseguenza, gli azionisti avrebbero perso la possibilità di partecipare a un prezzo delle azioni che in futuro sarebbe potuto aumentare a un valore superiore al prezzo dell'offerta revisionata.
- II. Rischio e incertezza associati ai CVR. Questi eventuali pagamenti intermedi erano incerti e soggetti al rischio che nessuno degli obiettivi del piano CVR sarebbero stati raggiunti da Sanofi, inclusi gli obiettivi di produzione di Cerezyme e Fabrazyme, la tempestiva approvazione da parte della FDA di alemtuzumab e i livelli di vendita di alemtuzumab.
- III. Incertezza sul completamento della transazione ed eventuali effetti negativi legati a questo evento. Sebbene la società si aspettasse che l'offerta e la fusione si sarebbero realizzate, non vi era alcuna garanzia che ciò fosse avvenuto in maniera certa. E nel caso in cui le operazioni non fossero più state effettuate ci sarebbe stato un effetto negativo potenziale sull'attività di Genzyme, sul prezzo delle azioni e sull'attrattiva dell'impresa.

La maggiore considerazione riflessa nell'offerta revisionata è il risultato del fatto che il Consiglio di Genzyme aveva finalmente accettato di fare ciò che gli azionisti hanno chiesto per mesi, vale a dire, fornire a Sanofi le necessarie informazioni non pubbliche e negoziare in maniera costruttiva.

Oltre alle malattie rare, Genzyme aveva costruito solide attività nell'ambito della endocrinologia renale, ematologia-oncologia e biochirurgia che erano complementari alle attività di Sanofi-Aventis e includevano prodotti altamente differenziati e leader di mercato. Sanofi-Aventis aveva perciò pianificato un processo di integrazione con Genzyme con l'obiettivo di creare dei piani di miglioramento di queste attività e a supporto era stato formato un comitato direttivo per l'integrazione. Coerentemente con l'approccio di Sanofi-Aventis in

altre transazioni, Genzyme ha mantenuto il proprio marchio aziendale nella nuova divisione chiamata Sanofi-Genzyme, fino al 2022, anno in cui Sanofi ha deciso di adottare un nuovo logo e riunire tutte le sue divisioni sotto l'unico brand Sanofi.

Il CEO di Genzyme Henri Termeer, dopo la chiusura dell'operazione, si è dimesso dalla carica di Presidente del Consiglio, Presidente e Amministratore delegato ma ha fornito consulenza all'integrazione nel ruolo di co-presidente del comitato direttivo dell'integrazione con Christopher Viehbacher. L'acquisizione di Genzyme da parte di Sanofi-Aventis, nel frattempo, aveva già ricevuto l'autorizzazione antitrust dalla Commissione Europea e dalla Federal Trade Commission degli Stati Uniti.

Durante tutta la trattativa i principali consulenti finanziari di Sanofi sono stati Evercore Partners e J.P. Morgan mentre Weil, Gotshal & Manges LLP sono stati i suoi consulenti legali. I consulenti finanziari di Genzyme sono stati Credit Suisse e Goldman Sachs, Ropes & Grey LLP il suo consulente legale, mentre Wachtell, Lipton, Rosen & Katz sono stati i consulenti legali per gli amministratori indipendenti di Genzyme.

2.4.2 Completamento dell'acquisizione

Sanofi-Aventis ha annunciato l'8 aprile 2011 di aver completato le operazioni di acquisizione di Genzyme Corporation, che così è diventata una società interamente controllata da Sanofi-Aventis. Alla data del 4 aprile, erano state offerte l'84,6% del totale delle azioni ordinarie circolanti di Genzyme. Per consentire ai restanti azionisti di Genzyme di offrire le proprie azioni, Sanofi-Aventis ha annunciato l'apertura di un successivo periodo di offerta a partire dal 4 aprile fino al 7 aprile 2011.

L'offerta è quindi scaduta il 7 aprile alle ore 18:00, orario di New York City, e le azioni ordinarie di Genzyme, validamente portate in offerta, sono state 237.312.826, pari a circa l'89,4% delle azioni in circolazione di Genzyme. Tutte le azioni che sono state portate in offerta sono state accettate. Sanofi-Aventis, possedendo più del 90% delle azioni in circolazione di Genzyme, ha quindi esercitato l'opzione di top-up e successivamente ha effettuato, senza alcuna

votazione o assemblea degli azionisti di Genzyme, una fusione in forma abbreviata l'8 aprile 2011.

Nella fusione ciascuna delle restanti azioni ordinarie di Genzyme non portate in adesione all'offerta, sono state annullate, ad eccezione delle azioni detenute da Genzyme, Sanofi-Aventis, o dalle loro controllate, e convertite nel diritto a ricevere i \$ 74 per azione in contanti e un diritto di valore contingente per azione. L'unica differenza tra offrire o non offrire le proprie azioni, se l'accordo di fusione viene completato, è che chi ha offerto le proprie azioni riceve prima il pagamento.

A partire dalla chiusura del mercato giorno 8 aprile 2011, le azioni ordinarie di Genzyme hanno cessato di essere negoziate sul mercato azionario NASDAQ. I CVR sono stati quotati sul mercato Nasdaq con il simbolo del ticker "GCVRZ" e hanno iniziato a poter essere negoziati a partire dal 4 aprile 2011. I CVR sono stati scambiati per la prima volta lunedì 4 aprile, con un forte sconto rispetto al loro valore ottimale, a \$ 2,30 ciascuno e il prezzo è salito a \$ 2,35, contro un pagamento massimo possibile di \$ 14. Il pagamento massimo sarebbe offerto ai titolari del diritto solo all'approvazione delle autorità di regolamentazione del farmaco sperimentale Lemtrada e al raggiungimento degli obiettivi di vendita più ambiziosi entro il 2020. Il forte sconto sul prezzo CVR negoziato riflette il lungo lasso di tempo e i rischi associati a Lemtrada, che era già venduto con il marchio Campath per il cancro ma doveva ancora essere approvato nella sclerosi multipla.

Sanofi-Aventis ha finanziato l'acquisizione di Genzyme con i proventi derivanti dall'emissione di obbligazioni negli Stati Uniti per \$ 7 miliardi, dall'emissione di commercial paper statunitensi per \$ 7 miliardi, da un prelievo di \$ 4 miliardi dal finanziamento ponte negoziato nell'ottobre 2010, e \$ 2,4 miliardi dalla liquidità disponibile. A seguito di tutti questi finanziamenti, Sanofi-Aventis ha previsto di arrivare a un costo medio di finanziamento per l'acquisizione, nel 2011, inferiore al 2%, al lordo delle imposte.

2.4.3 Controversie post acquisizione

Al momento della fusione, Genzyme ha stimato che ogni diritto sul valore contingente valesse \$ 5,58 e ha raccomandato ai suoi azionisti di approvare l'accordo di fusione. Gli azionisti hanno approvato la fusione, ma alcuni in seguito

hanno manifestato preoccupazione per i loro diritti di valore contingente e poca fiducia riguardo la diligenza con cui Sanofi ha lavorato per il raggiungimento della loro parte dell'accordo.

Gli azionisti erano venuti a conoscenza del fatto che, al momento della fusione, Sanofi stava lavorando già autonomamente ad un farmaco per la sclerosi multipla, Aubagio. In una causa intentata lunedì 9 novembre 2015, gli investitori hanno affermato che Sanofi ha scelto di concentrarsi sullo sviluppo e la promozione del proprio farmaco Aubagio, generando così profitti slegati da alcun pagamento di diritti CVR.

American Stock Transfer & Trust Company, il consulente che ha rappresentato i titolari dei diritti di Genzyme, ha sostenuto che Sanofi non aveva adempiuto agli obblighi concordati ai sensi dell'accordo, ritardando intenzionalmente l'approvazione del farmaco contro la sclerosi multipla e, di conseguenza, gli investitori, secondo le stime, non hanno ricevuto almeno \$ 708 milioni. Sanofi è stata accusata di non aver seguito la raccomandazione della FDA sulla progettazione degli studi clinici, secondo cui Genzyme avrebbe dovuto condurre una sperimentazione clinica in doppio cieco con Lemtrada. In uno studio clinico in doppio cieco, né i ricercatori né i soggetti sanno se è stato somministrato Lemtrada, un altro farmaco o un placebo. Genzyme invece ha fatto il contrario, conducendo la prova con entrambi i soggetti e i ricercatori consapevoli del trattamento che veniva somministrato. Di conseguenza, quando Genzyme ha presentato la sua domanda per Lemtrada alla FDA nell'estate del 2012, essa è stata respinta nel dicembre 2013 perché l'impresa non aveva presentato prove sufficienti da studi adeguati e ben controllati a dimostrazione che i benefici del farmaco fossero maggiori di qualsiasi possibile effetto avverso.

La FDA ha poi approvato Lemtrada nel novembre 2014, oltre sette mesi dopo il termine di approvazione specificato nell'accordo sui diritti. E, tra l'altro, Lemtrada non era stato approvato per ogni utilizzo, ma solo come terapia di terza linea da utilizzare dopo che altri trattamenti fossero stati provati e si fossero rivelati inutili. L'approvazione limitata, secondo gli azionisti di Genzyme, è stata quindi una conseguenza del fatto che Sanofi non ha mai affrontato i problemi di sicurezza della FDA e quindi ciò ha limitato il potenziale di vendita di Lemtrada.

Un altro aspetto contestato è stato il tempo impiegato affinché Lemtrada ottenesse l'approvazione della FDA. Tra i dieci farmaci per la sclerosi multipla più venduti nel 2013, il processo di approvazione della FDA ha richiesto in media tredici mesi, meno della metà dei ventinove mesi necessari per l'approvazione di Lemtrada. Sanofi è stata quindi accusata di aver deliberatamente ignorato il suggerimento della FDA sulla gestione della prova clinica di Lemtrada, portando al primo rifiuto da parte dell'ente. Con il ritardo nell'approvazione di Lemtrada, il prezzo dei diritti di valore contingente di Genzyme è diminuito in modo significativo. Nell'aprile 2011, subito dopo l'acquisizione, i diritti venivano scambiati fino a \$ 2,63. Soprattutto con l'avvicinarsi della scadenza per l'approvazione della FDA, il valore ha cominciato a scendere fino a chiudere a \$ 0,77 per azione l'8 novembre 2013 su un volume di oltre 30 milioni di azioni.

Le prospettive di Lemtrada andavano sempre diminuendo, dato che il farmaco nel settembre 2017 avrebbe anche perso la protezione brevettuale. Una volta scaduto il brevetto, Sanofi non avrebbe più dovuto adempiere a nessuno dei pagamenti promessi al raggiungimento dei traguardi concordati.

Aubagio, il farmaco per la sclerosi multipla di Sanofi, invece, ha avuto un percorso di mercato molto più agevole. La FDA lo ha approvato in poco più di un anno e Sanofi ha creato una forza vendita per commercializzare Aubagio quasi immediatamente. Le stime di Genzyme, precedenti alla fusione, su Lemtrada erano molto positive, si prevedeva infatti che sarebbe stato un farmaco di successo e avrebbe portato a \$ 3,5 miliardi di picco nelle vendite. Dopo un anno di presenza sul mercato, il farmaco ha generato vendite però solo per \$ 36,8 milioni mentre Aubagio per \$ 179,5 milioni; nel 2018 Lemtrada è riuscito a raggiungere i \$ 402 milioni, rimanendo purtroppo a nemmeno un quinto del valore che era stato previsto e nel frattempo Aubagio è arrivato a \$ 1,6 miliardi.

La colpa degli scarsi volumi di vendita è stata, in definitiva, attribuita a Sanofi, accusata di aver commercializzato molto di più Aubagio, dedicandogli maggiore attività di marketing.

Otto anni dopo aver acquisito Genzyme, Sanofi ha dovuto infine pagare \$ 315 milioni per risolvere la causa promossa dagli ex azionisti di Genzyme su Lemtrada. Sanofi ha continuato a non voler ammettere alcuna responsabilità o

illecito ma ha comunque dovuto pagare \$ 208 milioni agli ex azionisti, \$ 107 milioni a un gruppo di investitori che ha finanziato l'azione legale, mentre UMB Bank ha ricevuto una commissione indeterminata.

2.5 Andamento delle imprese nel periodo post acquisizione

Sanofi, come altre aziende farmaceutiche, ha dovuto affrontare la concorrenza dei generici per molti dei propri farmaci più importanti, essendo al tempo stesso soggetta a pressioni sul contenimento dei costi da parte sia di clienti terzi che delle autorità sanitarie. Quindi, a partire dal 2009, Sanofi decide di affrontare queste sfide, implementando una nuova strategia, per arrivare a ricavi più stabili e sostenibili e alla crescita degli utili.

La strategia di Sanofi era incentrata su tre obiettivi:

- I. maggiore innovazione nella ricerca e sviluppo;
- II. adattamento della struttura aziendale alle opportunità e alle sfide future;
- III. ricerca di opportunità di crescita esterna tramite l'acquisizione di imprese che dispongono già di un know-how.

Il primo obiettivo consiste in un cambiamento di focus, la società, infatti, vuole puntare meno alla performance dei medicinali di successo, quelli con oltre \$ 1 miliardo di vendite globali, per dedicarsi di più alle attività di ricerca e sviluppo, il secondo riguarda la ricerca di una maggiore diversificazione che è stata messa in atto investendo in sei piattaforme di crescita, i mercati emergenti, il diabete, i vaccini, l'assistenza sanitaria per i consumatori, la salute degli animali e infine quella relativa ai prodotti innovativi.

Il terzo obiettivo comprende tra l'altro l'acquisizione di Genzyme nel 2011, che ha fatto entrare Sanofi nel mondo delle malattie rare. L'acquisizione di Genzyme, secondo le previsioni, avrebbe portato i primi risultati per Sanofi, a livello di maggiori profitti, già dal primo anno successivo al completamento dell'operazione, grazie al nuovo portfolio di prodotti per il trattamento delle malattie rare e una più forte presenza nel settore delle biotecnologie. Nel 2011, Genzyme ha generato un fatturato netto per l'intero anno di 3,1 miliardi di euro,

di cui 2,4 miliardi di euro sono stati consolidati da Sanofi a partire dalla data di acquisizione.

Nel 2008, il 61% delle vendite era relativo ai primi 15 prodotti di Sanofi mentre, nel 2011, il 65% delle vendite è arrivato da Genzyme e dalle piattaforme di crescita. Inoltre, il 30% delle vendite del 2011 hanno riguardato i mercati emergenti dove si è cercato di aumentare l'offerta in segmenti di mercato ad alta crescita, come Generics e Consumer Health Care, completando 17 transazioni e investendo un totale di circa € 3,7 miliardi in acquisizioni, negli ultimi tre anni.

L'acquisizione di Genzyme è stata la seconda più grande mai realizzata, fino ad allora, nel settore delle biotecnologie e avrebbe aiutato Sanofi ad affrontare il calo dei ricavi causato dalla perdita dell'esclusiva su diversi farmaci. L'azienda francese aveva previsto che l'operazione avrebbe potuto aumentare il proprio utile per azione di una cifra compresa tra € 0,75 e € 1 entro il 2013.

Le vendite nette generate dal segmento farmaceutico di Sanofi, nel 2011, sono state di € 27,890 miliardi, in crescita del 4,9%. Tale cambiamento riflette l'impatto positivo del consolidamento di Genzyme; infatti, escludendo Genzyme, il segmento farmaceutico ha registrato un fatturato netto di € 25,495 miliardi, in calo del 4,1%. Le vendite nette dei prodotti Genzyme nel 2011, dalla data di acquisizione, sono aumentate del 7,7% a € 2,395 miliardi. I confronti sono con i ricavi netti registrati da Genzyme nel 2010 per lo stesso periodo.

<i>(€ million)</i>				Change on a
Product	Indication	2011 Reported	2010 Reported	constant structure basis and at constant exchange rates (%)
Cerezyme®	Gaucher disease	441	—	+11.1%
Myozyme®/Lumizyme®	Pompe disease	308	—	+27.4%
Fabrazyme®	Fabry disease	109	—	+9.4%
Renagel®/Renvela®	Hyperphosphatembosis	415	—	+10.2%
Synvisc®	Atherothrombosis	256	—	+14.7%
Other Genzyme products		866	—	-2.2%
Total Genzyme		2,395	—	+7.7%

La tabella seguente illustra le vendite nette dei prodotti farmaceutici più venduti da Sanofi-Aventis per l'esercizio chiuso il 31 dicembre 2011, in particolare possiamo vedere l'andamento della vendita dei farmaci derivanti dall'acquisizione di Genzyme, a partire dalla data di acquisizione:

Therapeutic Area / Product Name	2011 Net Sales (€ million)	Drug Category / Main Areas of Use
Renagel® (sevelamer hydrochloride) / Renvala® (sevelamer carbonate)	415 ⁽¹⁾	Oral phosphate binders <ul style="list-style-type: none"> • High phosphorus levels in patients with chronic kidney disease, or CKD, on dialysis
Synvisc® / Synvisc-One® (hylan G-F 20)	256 ⁽¹⁾	Viscosupplements <ul style="list-style-type: none"> • Pain associated with osteoarthritis of the knee

Therapeutic Area / Product Name	2011 Net Sales (€ million)	Drug Category / Main Areas of Use
Diabetes		
Lantus® (insulin glargine)	3,916	Long-acting analog of human insulin <ul style="list-style-type: none"> • Type 1 and 2 diabetes mellitus
Apidra® (insulin glulisine)	190	Rapid-acting analog of human insulin <ul style="list-style-type: none"> • Type 1 and 2 diabetes mellitus
Amaryl® (glimepiride)	436	Sulfonylurea <ul style="list-style-type: none"> • Type 2 diabetes mellitus
Insuman® (insulin)	132	Human insulin (rapid and intermediate acting) <ul style="list-style-type: none"> • Type 1 and 2 diabetes mellitus
Rare Disease		
Cerezyme® (imiglucerase for injection)	441 ⁽¹⁾	Enzyme replacement therapy <ul style="list-style-type: none"> • Gaucher disease
Fabrazyme® (agalsidase beta)	109 ⁽¹⁾	Enzyme replacement therapy <ul style="list-style-type: none"> • Fabry disease
Myozyme®/Lumizyme® (alglucidase alpha)	308 ⁽¹⁾	Enzyme replacement therapy <ul style="list-style-type: none"> • Pompe disease

Però, leggendo il rapporto annuale, redatto ai sensi del Securities Exchange Act del 1934, per l'anno fiscale terminato il 31 dicembre 2011, Sanofi-Aventis ha rilasciato delle dichiarazioni in cui manifestava preoccupazione e incertezza sul raggiungimento degli obiettivi programmati. Nel documento afferma di non essere certa di riuscire a rinnovare adeguatamente il proprio portafoglio di prodotti, sia attraverso la ricerca e sviluppo che attraverso acquisizioni e alleanze strategiche, poiché, a seguito dell'acquisizione di Genzyme, l'impresa ha contratto dei debiti ingenti che avrebbero potuto limitare la flessibilità aziendale. Di conseguenza gli obiettivi strategici di lungo termine non sarebbero stati pienamente realizzati con certezza e la crescita sarebbe stata a tassi inferiori a quelli previsti.

Sanofi, dopo l'acquisizione, ha implementato un programma di risparmio sui costi e si aspettava che questo, insieme alle sinergie create dall'unione con Genzyme, avrebbe generato ulteriori risparmi sui costi incrementali entro il 2015. Un altro

dubbio riguardava proprio questo programma di risparmio sui costi, la cui riuscita non era più sicura e ciò avrebbe influenzato negativamente i risultati finanziari dell'impresa.

Si è più volte detto che, per avere successo nell'industria farmaceutica, settore molto competitivo, è necessario impegnare risorse sostanziali in ricerca e sviluppo, al fine di creare nuovi prodotti che prendano il posto di quelli che rischiano la scadenza dell'esclusiva, data da brevetti o da leggi, o che riescano ad affrontare la concorrenza di quelli nuovi che potrebbero essere percepiti come superiori. Nel 2011 Sanofi ha speso € 4,811 miliardi in ricerca e sviluppo, pari a circa il 14,4% del proprio fatturato netto.

La ricerca e il successivo sviluppo di un prodotto è un processo costoso, che dura in genere dai 10 ai 15 anni dal momento della scoperta al lancio in commercio. È un processo molto incerto perché si può investire, erroneamente, in piattaforme tecnologiche non ottimali, in aree terapeutiche di poco successo e fallire sia nel tentativo di costruire una pipeline solida che in quello di soddisfare esigenze mediche non ancora soddisfatte. I campi della ricerca e soprattutto della biotecnologia sono altamente competitivi e caratterizzati da cambiamenti tecnologici significativi e rapidi. Dato l'alto numero di imprese che lavorano sugli stessi obiettivi, un prodotto considerato inizialmente promettente può perdere il proprio potenziale se un concorrente raggiunge prima il mercato con un altro prodotto. Inoltre, le decisioni relative agli studi da effettuare possono avere un impatto significativo sulla strategia di marketing di un determinato prodotto. Effettuare molti studi approfonditi può dimostrare i vantaggi aggiuntivi di un prodotto, facilitando la sua commercializzazione, ma tali studi sono costosi e richiedono tempo e possono ritardare la presentazione del prodotto alle autorità sanitarie per ottenerne l'approvazione.

I continui investimenti nel lancio di nuovi prodotti e nella ricerca e sviluppo possono quindi comportare un aumento dei costi senza un aumento proporzionale dei ricavi e ciò può influire negativamente sui risultati operativi. Ciascuna autorità di regolamentazione può anche imporre i propri requisiti al fine di concedere una licenza per commercializzare il prodotto, compresa la richiesta di studi clinici locali, e può ritardare o rifiutare di concedere l'approvazione, anche

se un prodotto è già stato approvato in un altro paese. Infine, l'ottenimento dell'approvazione normativa per la commercializzazione non è una garanzia che il prodotto raggiunga il successo commerciale. Dopo ogni approvazione all'immissione in commercio del prodotto, la necessità medica soddisfatta dal prodotto e il tasso di rimborso corrispondente vengono valutati da altre agenzie governative che in alcuni casi possono richiedere studi aggiuntivi, inclusi studi comparativi, che possono sia ritardare la commercializzazione del nuovo prodotto che aumentare i suoi costi di sviluppo.

Per quanto riguarda il campo delle malattie rare, nella fase iniziale di ricerca e sviluppo dei farmaci si producono quantità relativamente piccole di materiale. Quindi, anche se un prodotto candidato riceve tutte le approvazioni necessarie per la commercializzazione, si potrebbe non essere in grado di aumentare con successo la produzione a un costo ragionevole e si potrebbero non ricevere ulteriori approvazioni in tempo sufficiente per soddisfare la domanda del prodotto.

Una quota sostanziale dei ricavi e dei proventi del gruppo Sanofi continuava a dipendere dall'andamento di alcuni prodotti di punta, che nel 2011 rappresentavano il 37,6% dei ricavi consolidati. Tra questi prodotti c'è Lantus, prodotto leader del gruppo con un fatturato di € 3.916 milioni nel 2011, ovvero l'11,7% dei ricavi consolidati del gruppo nell'anno.

Le vendite di Cerezyme, il prodotto enzimatico sostitutivo per i pazienti con malattia di Gaucher, anch'esso tra i prodotti di punta, sono state pari a € 441 milioni, al di sotto del livello abituale delle vendite a causa dei problemi legati agli impianti, però comunque in aumento dell'11,1%. Inoltre, la popolazione di pazienti con malattia di Gaucher è limitata e i cambiamenti nei metodi di trattamento dei pazienti con tale malattia potrebbero limitare la crescita, o comportare un calo delle vendite di Cerezyme. Myozyme/Lumizyme ha registrato una forte crescita, del 27,4% a € 308 milioni, sostenuta principalmente dalla performance di Lumizyme negli Stati Uniti e dalla crescita dei volumi nel mondo. Infine, la crescita delle vendite di Fabrazyme è stata del 9,4% a € 109 milioni.

In generale, la riduzione delle vendite di uno o più prodotti di punta o la loro crescita poteva influire molto sull'attività, sui risultati operativi e sulla situazione

finanziaria di Sanofi. La carenza di Cerezyme e Fabrazyme aveva creato, e continuava a creare, opportunità per i concorrenti e comportato una diminuzione del numero di pazienti che utilizzavano questi prodotti e una perdita della quota di mercato complessiva dei pazienti Gaucher e Fabry. Anche se erano riusciti a tornare a regime con i livelli di produzione e disponibilità dei due farmaci, non vi era alcuna garanzia che i pazienti sarebbero tornati a utilizzare quei prodotti. Infatti, se un farmaco innovativo di un concorrente nello stesso mercato fosse diventato disponibile come generico, un certo numero di pazienti sarebbe potuto passare a una terapia alternativa a basso costo.

Per quanto riguarda la ricerca di opportunità di crescita esterna, spesso vi è l'impossibilità di integrare, in modo rapido ed efficiente, le attività legate a nuova acquisizione, e ciò può causare la perdita di dipendenti chiave o costi di integrazione superiori al previsto. Questo potrebbe ritardare gli obiettivi di crescita e ostacolare il raggiungimento delle sinergie attese.

Sanofi, per integrare Genzyme aveva capito che bisognava:

- affrontare i problemi di produzione e i vincoli di fornitura che avevano influito negativamente sull'attività di Genzyme negli ultimi anni;
- garantire la continua osservanza del consent decree stipulato da Genzyme con la FDA nel maggio 2010, relativo allo stabilimento di produzione di Allston, Massachusetts;
- affrontare l'esito di procedimenti legali e di altro genere in corso di cui Genzyme è parte, inclusi contenziosi con gli azionisti e contenziosi in materia di brevetti;
- preservare e sviluppare l'impegno di Genzyme nella comunità delle malattie genetiche;
- realizzare il potenziale della pipeline di ricerca e sviluppo.

L' integrazione efficace di Genzyme, nei tempi previsti, era necessaria per ottenere i benefici previsti dalla transazione.

Sanofi ha anche sottolineato il fatto che, volendo diventare un leader globale e diversificato nel settore sanitario, era esposta a una serie di nuovi rischi inerenti a settori dove era stata poco presente oppure completamente nuovi. Per esempio, il business della salute degli animali e quello legato ai prodotti per il trattamento delle malattie, che essendo utilizzati da un numero limitato di pazienti, sono spesso costosi da sviluppare ed è difficile sostenerne il costo unitario.

Dal periodo successivo all'acquisizione di Genzyme, l'insieme dei prodotti di Sanofi ricopriva tutta la filiera del farmaco, dal principio attivo ai farmaci innovativi, alle nuove soluzioni biotecnologiche, ai prodotti maturi e alle soluzioni di automedicazione. Sanofi ha inoltre diviso le sue attività in quattro Business Unit di riferimento, General Medicines, Specialty Care (Sanofi-Genzyme), Vaccini e Consumer Healthcare, che vanno dalla prevenzione fino al trattamento e hanno priorità di crescita ben precise.

Olivier Brandicourt, che ha rivestito la carica di CEO in Sanofi dal 2015 al 2019, ha affermato che la divisione biotecnologica di Cambridge dell'azienda è stata uno dei principali motori di crescita nel 2015 e ha garantito la forte crescita della pipeline dell'azienda e in particolare dei farmaci per la sclerosi multipla. Le vendite di Aubagio in quel periodo sono aumentate del 78% ed è diventato il farmaco per via orale per la sclerosi multipla in più rapida crescita negli Stati Uniti, rappresentando una forte concorrenza per Biogen che deteneva ancora il farmaco più venduto per la sclerosi multipla ovvero Tecfidera. A Boston, nel Massachusetts, Genzyme è rimasto un fattore trainante per l'occupazione, leader nel settore biotecnologico, e i ricavi di Genzyme nel 2015 hanno raggiunto i \$ 4 miliardi.

Sanofi-Genzyme è la business unit globale di Sanofi per le cure specialistiche, guidata da David Meeker, e si occupa di malattie rare, disturbi ematici rari, neurologia, immunologia e oncologia. L'obiettivo di Sanofi Genzyme è quello di essere leader nel settore delle cure specialistiche, sviluppando trattamenti altamente specializzati e puntando alla ricerca continua in modo da scoprire terapie più efficaci o con metodi di somministrazione più sostenibili dai pazienti. L'attività di Sanofi-Genzyme sulle malattie rare è focalizzata su prodotti per il

trattamento di malattie genetiche rare e altre malattie croniche debilitanti, tra cui i disturbi da accumulo lisosomiale ovvero disturbi metabolici causati da carenze enzimatiche. I prodotti più venduti per le malattie rare sono le terapie enzimatiche sostitutive, quali Cerezyme per il trattamento della malattia di Gaucher, Fabrazyme per il trattamento della malattia di Fabry e Myozyme / Lumizyme per il trattamento della malattia di Pompe.

Nel 2016 Sanofi ha anche lanciato un piano di riorganizzazione interna, annunciando di voler dividere le proprie attività in cinque unità: farmaci generici e mercati emergenti, specialty care, diabete e malattie cardiovascolari, Sanofi Pasteur dedicata ai vaccini e Merial per la salute degli animali.

Dal punto di vista di Genzyme invece, una delle difficoltà maggiori, dovute all'integrazione, è stato l'adattamento alla gestione logistica di Sanofi. Infatti, le due imprese avevano delle strutture di supply chain completamente diverse, come affermato da Jim Calarese, direttore dei sistemi di supply chain di Sanofi-Genzyme. La catena di approvvigionamento di Sanofi era focalizzata sull'impianto e al contrario, quella di Genzyme era di natura completamente end-to-end. In genere, la supply chain nel campo farmaceutico è estesa, i tempi di consegna sono lunghi e ci sono delle complesse norme governative e tutto ciò crea delle sfide impegnative per le imprese. A seguito dell'acquisizione Genzyme ha dovuto assumere la produzione di alcuni prodotti che originariamente erano stati sviluppati da Sanofi e quindi ha, man mano, dovuto integrare i nuovi prodotti nella propria visione end-to-end, nel proprio processo di vendita e operativo.

Negli ultimi anni Sanofi ha fatto diversi tagli del personale, nonostante nel 2020 abbia avuto anche un aumento del fatturato legato alla vendita di farmaci antidolorifici durante la pandemia da Covid-19. Sanofi aveva anche deciso nello stesso anno di aumentare il dividendo pagato agli azionisti per un totale di circa € 4 miliardi. Ciò ha portato a molta insoddisfazione tra i dipendenti.

Nel 2022 Sanofi ha deciso di rinnovarsi e le business unit Sanofi Pasteur e Sanofi Genzyme, così come tutti gli altri brand acquisiti dalla società, rientreranno sotto l'unico nome e l'unica identità di Sanofi.

3. Conclusioni

In definitiva, si può dire che le scalate ostili non devono essere viste come un evento negativo perché se le trattative sono condotte adeguatamente e vanno a buon fine, apportano benefici sia all'acquirente che all'impresa target.

C'è, però, la possibilità che il cambio di management comporti la sostituzione di un manager capace, che guida la sua impresa in maniera efficiente ed equa, che è apprezzato dalla maggioranza degli azionisti e che porta avanti una strategia di gestione che garantisce una performance aziendale di successo. In tal caso, il take-over può seriamente mettere in difficoltà gli equilibri dell'impresa.

Da qui la necessità di garantire dei mezzi di difesa che possano essere utilizzati all'occorrenza o preparati con largo anticipo e che diano la possibilità agli azionisti e al management di reagire all'incursione.

Allo stesso tempo bisogna considerare la possibilità opposta, ovvero che l'impresa target sia guidata da un manager incapace ed opportunista, e quindi è di fondamentale importanza monitorare queste azioni perché il management potrebbe utilizzare gli strumenti difensivi a proprio esclusivo vantaggio, e contro la volontà degli azionisti, conducendo l'impresa alla rovina.

Le disposizioni anti acquisizione, in generale, possono contribuire alla stabilità e al miglioramento della performance finanziaria di lungo termine delle imprese, incentivando i manager a dare priorità agli obiettivi di lungo termine in modo da massimizzare il valore aziendale.

Le imprese operanti nei settori altamente competitivi, però, sono solitamente più favorevoli a perseguire accordi di fusione e acquisizione.

Il settore farmaceutico e biotecnologico è proprio uno tra i settori più competitivi in assoluto, dove le imprese si trovano ad affrontare varie difficoltà (la già citata scadenza dei brevetti, l'inasprimento della regolamentazione e la diffusione dei farmaci generici); perciò le imprese hanno deciso negli ultimi decenni di rivedere le loro scelte strategiche per allinearle alle complesse condizioni strutturali del settore.

Due sono i principali strumenti che le imprese farmaceutiche adottano per superare le criticità del settore, le “business partnership” e le operazioni di “in/out-licensing” che facilitano l’acquisizione e lo sviluppo della conoscenza necessaria per sostenere i processi innovativi e aiutano ad esternalizzare i processi non core per focalizzare le proprie risorse in quelle attività ritenute centrali.

Le grandi imprese farmaceutiche sono consapevoli dell’importanza del ruolo delle piccole imprese biotecnologiche per l’innovazione e per il valore delle potenziali sinergie che si potrebbero creare, e nel tentativo di raggiungere un vantaggio competitivo sviluppano delle partnership strategiche come nel caso di Sanofi e Genzyme.

Il calo della produttività della Ricerca e Sviluppo è uno dei probabili motivi che spingono le grandi aziende farmaceutiche ad investire miliardi di dollari per finanziare le operazioni di acquisizione. Perciò, queste imprese si trovano a dover tagliare i costi di Ricerca e Sviluppo interni per pianificare un nuovo modello di business incentrato sull’acquisizione di nuove fonti di conoscenza specialistiche esterne, che derivano soprattutto dalle piccole e medie imprese biotech.

Nel caso studio su Sanofi e Genzyme, è emerso come l’impresa statunitense biotech, sotto la crescente insofferenza degli azionisti, si sia convinta a trattare con l’offerente e attraverso la minaccia di avere a disposizione, e poter adottare, degli strumenti di difesa sia riuscita ad ottenere un’offerta maggiore. Difatti Genzyme non ha applicato alcuno degli strumenti che aveva pianificato di attuare, ma tramite il continuo rifiuto delle offerte ritenute eccessivamente basse e portando avanti una campagna di convincimento nei confronti degli azionisti sull’inadeguatezza dell’offerta, che a suo dire non riconosceva il giusto rendimento per le loro azioni, è riuscita a guadagnare tempo e ad ottenere un accordo che riconoscesse un premio maggiore del 10% rispetto all’offerta iniziale, più un diritto CVR agli azionisti.

Se avesse continuato a lungo a rifiutare qualsiasi tipo di negoziazione, avrebbe rischiato un dietrofront da parte di Sanofi o un attivismo da parte degli azionisti, già abbastanza preoccupati, ma, diversamente, sarebbero anche potute arrivare altre offerte, magari maggiori, da altri contendenti.

È quindi necessario trovare il corretto trade-off nella strategia di negoziazione tra offerente e target, per non far perdere l'opportunità ai propri azionisti di realizzare un buon rendimento dalla vendita delle loro quote e per non cedere ad offerte opportunistiche che sottostimano il valore della società.

Rimane, comunque, valido il fatto che gli strumenti di difesa sono utili e fanno bene alle aziende quando sono utilizzati nel modo giusto dalle imprese e il management non ne abusa a proprio favore, rispettando le volontà dei propri azionisti.

Bibliografia

John A. Pearcell, Richard B. Robinson Jr, "Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth", *Business Horizons* Volume 47, Issue 5, September–October, 2004

Malhotra, Shavin & Morgan, Horatio M. & Zhu, Pengcheng, "Corporate governance and firms' acquisition behavior: The role of antitakeover provisions," *Journal of Business Research*, Elsevier, vol. 118(C), 2020

Malhotra, Shavin & Morgan, Horatio M. & Zhu, Pengcheng, "Corporate governance and firms' acquisition behavior: The role of antitakeover provisions," *Journal of Business Research*, Elsevier, vol. 118(C), 2020

Nicholas F. Carline, Sridhar Gogineni, "Antitakeover provisions and investment in mergers and acquisitions: A causal reevaluation", *Journal of Corporate Finance*, Volume 69, 2021

Nicholas F. Carline, Sridhar Gogineni, "Antitakeover provisions and investment in mergers and acquisitions: A causal reevaluation", *Journal of Corporate Finance*, Volume 69, 2021

Ozkan Ozfidan, b.s., m.a., "The effects of antitakeover provisions on managerial performance", 2000

Ozkan Ozfidan, b.s., m.a., "The effects of antitakeover provisions on managerial performance", 2000

Paolo Tenuta, Domenico Rocco Cambrea, "Consiglio di amministrazione e valore d'impresa", *Impresa progetto – Electronic Journal of Management*, n.1, 2016

Paolo Tenuta, Domenico Rocco Cambrea, "Consiglio di amministrazione e valore d'impresa", *Impresa progetto – Electronic Journal of Management*, n.1, 2016

Richard S. Ruback, "An Overview of Takeover Defenses", 1987

Richard S. Ruback, "An Overview of Takeover Defenses", 1987

Robert M. Grant, "Contemporary Strategy analysis", ninth edition, 2006

Robert M. Grant, "Contemporary Strategy analysis", ninth edition, 2006

Souther, Matthew E Elsevier B.V, "The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds", *Journal of financial economics*, 2016

Souther, Matthew E Elsevier B.V, "The effects of takeover defenses: Evidence from closed-end funds", *Journal of financial economics*, 2016

Tatyana Sokolyk, "The effects of antitakeover provisions on acquisition targets", *Journal of Corporate Finance*, 2011,

Xueqing L. Ji, "A New Look at Dead Hand Provisions in Poison Pills: Are They Per Se Invalid After Toll Brothers and Quickturn?", 44 *St. Louis U. L.J.* (2000).
John A.Pearcell, Richard B. Robinson Jr, "Hostile takeover defenses that

maximize shareholder wealth”, *Business Horizons* Volume 47, Issue 5, September–October, 2004

Xueqing L. Ji, “A New Look at Dead Hand Provisions in Poison Pills: Are They Per Se Invalid After *Toll Brothers* and *Quickturn*?”, 44 *St. Louis U. L.J.* (2000).

Sitografia

Giugno 2011, <https://www.dirittobancario.it/art/biotech-eldorado-della-ricerca-farmaceutica/>

Allison DeAngelis, Boston Business Journal, 4 Novembre 2019, "Sanofi settles 4-year legal battle over Genzyme drug for \$315M"
<https://www.bizjournals.com/boston/news/2019/11/04/sanofi-settles-4-year-legal-battle-over-genzyme.html>

Andrew Clark, 30 Agosto 2010, "Genzyme rejects Sanofi-Aventis 'bear hug'",
<https://www.theguardian.com/business/2010/aug/30/parmaceuticals-sanofi-aventis-genzyme>

Dani Bancroft, "Sanofi-Genzyme: Still successful 5 years after the acquisition?",
11 Febbraio 2016,

FTA Online News, "La pillola avvelenata Sono strumenti utilizzati dalle società per resistere a tentativi di scalata.,", Milano, 16 Set 2014,
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pillola-avvelenata-189.ht>

GlobeNewswire, "Harwood Feffer LLP Announces It Has Amended Its Class Action Complaint Against Genzyme Corporation", 28 Gennaio 2011,
<https://www.nbcnews.com/id/wbna41314056>

Ilaria Ciancaleoni Bartoli, "Genzyme dice 'no' all'offerta di Sanofi Aventis, ma la partita è solo all'inizio", 01 Settembre 2010,
<https://www.osservatoriomalattie.it/news/attualita/105-genzyme-dice-no-a-allofferta-di-sanofi-aventis-ma-la-partita-e-solo-allinizio>

James Regan, Ben Hirschler, "Sanofi wins control of Genzyme, CVRs fetch \$2.35", 4 aprile 2011

Jef Feeley, Bloomberg News, "Investor suits press Genzyme on buyout", 13 Ottobre 2010,
http://archive.boston.com/business/healthcare/articles/2010/10/13/investor_suits_press_genzyme_on_buyout/

Leonardo Martinelli, Il Sole 24 Ore, “Sanofi-Aventis punta Genzyme”, 4 agosto 2010, <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2010-08-04/sanofiaventis-punta-genzyme-080134.shtml>

Melissa Clow, Kinaxis, Sanofi Genzyme trends in pharmaceutical supply chains, <https://www.kinaxis.com/en/blog/video-sanofi-genzyme-trends-pharmaceutical-supply-chains> -> unione delle due imprese problemi

Nicole Gray, “Sanofi intentionally slowed a drug approval to avoid a \$708M payout, Genzyme shareholder suit alleges”, 11 Novembre 2015, <https://www.biopharmadive.com/news/sanofi-intentionally-slowed-a-drug-approval-to-avoid-a-708m-payout-genzym/408996/>

StanfordLawSchool, “Case Summary. Sanofi: Contingent Value Rights (CVRs) Securities Litigation”, 30 Gennaio 2015, <https://securities.stanford.edu/filings-case.html?id=105150>

Thomas Sullivan, “Sanofi Genzyme Merger Shows Future Value May Not Be All It’s Made out to Be”, 5 Maggio 2018, <https://www.policymed.com/2015/12/sanofi-genzyme-merger-shows-future-value-may-not-be-all-its-made-out-to-be.html>

Vittorio Pelligra, Il Sole 24 Ore, “Scalate ostili e pillole avvelenate. Come passare dall’azzardo morale alla comunità del vantaggio”, 26 dicembre 2021, <https://www.ilsole24ore.com/art/scalate-ostili-e-pillole-avvelenate-come-passare-dall-azzardo-morale-comunita-vantaggio-AEG8gb4>

www.borsaitaliana.it, Comitato per la Corporate Governance, “Codice di Corporate Governance”, Gennaio 2020, <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>

www.bsic.it, “Hostile Takeover Defense Strategies: A Practical Guide”, 4 Aprile 2021, <https://bsic.it/hostile-takeover-defense-strategies-a-practical-guide/>

www.Consob.it, “In caso di offerta pubblica di acquisto”, <https://www.consob.it/web/investor-education/in-caso-di-offerta-pubblica-di-acquisto>

www.Consob.it, “Le OPA in Italia dal 2007 al 2019”,
<https://www.consob.it/documents/46180/46181/dp9.pdf/f8429feb-52f3-43b7-a149-0e035a1b6119>

www.europeanpharmaceuticalreview.com, “Sanofi-Aventis completes acquisition of Genzyme”, 8 Aprile 2011,
<https://www.europeanpharmaceuticalreview.com/news/6539/sanofi-aventis-completes-acquisition-of-genzyme-corporation/>

www.fiercepharma.com, “Genzyme shareholder sues to stop Sanofi acquisition”, 20 Agosto 2010, <https://www.fiercepharma.com/pharma/genzyme-shareholder-sues-to-stop-sanofi-acquisition>

www.ilsole24ore.com, “La big pharma Sanofi-Aventis lancia un'Opa ostile da 18,5 miliardi su Genzyme”, 4 Ottobre 2010, <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2010-10-04/pharma-sanofiaventis-lancia-ostile-101031.shtml>

www.ilsole24ore.com, “Pillole «avvelenate» per chi vuole il controllo”, 27 Ottobre 2008,
<https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/dossier/Finanza%20e%20Mercati/2008/crisi-guide/guida-imprese/pillole-avvelenate.shtml>

www.kpmg.it, “2021 anno record: 98 miliardi di Euro per oltre 1100 operazioni”, 3 Gennaio 2022,

www.kpmg.it, “M&A e crescita dimensionale”,
<https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/01/m-e-a-fusioni-e-acquisizioni.html>

www.kpmg.it, <https://home.kpmg/it/it/home/media/press-releases/2022/01/cs-mergers-acquisitions-q4-2021.html>

www.labiotech.eu, <https://www.labiotech.eu/trends-news/sanofi-genzyme-acquisition/>

www.mecpartners.it, “Negoziazioni di acquisizioni”,
<https://mecpartners.it/it/negoziazioni-acquisizioni/>

www.okpedia.it, L'acquisizione ostile, 2017 <https://www.okpedia.it/acquisizione-ostile-take-over-o-scalata>

www.osservatoriomalattierare.it, "Sanofi – Genzyme, acquisizione fatta. Atteso lo sviluppo di nuovi farmaci biotech per le malattie rare", 16 Febbraio 2011, <https://www.osservatoriomalattierare.it/news/attualita/449-sanofi-genzyme-acquisizione-fatta-atteso-lo-sviluppo-di-nuovi-farmaci-biotech-per-le-malattie-rare>

www.parlamento.it, Parlamento italiano, "Le modifiche al regolamento emittenti in tema di offerta pubblica di acquisto: adeguamento alle norme comunitarie ed alle disposizioni legislative di recepimento", <https://leg16.camera.it/561?appro=274>

www.pharmastar.it, "Alemtuzumab, accordo Bayer - Genzyme inalterato da acquisizione Sanofi", 24 Febbraio 2011, <https://www.pharmastar.it/news/business/alemtuzumab-accordo-bayer-genzyme-inalterato-da-acquisizione-sanofi-5097>

www.pharmastar.it, "Sanofi-Aventis compra Genzyme?", 23 Luglio 2010, <https://www.pharmastar.it/news/business/sanofi-aventis-compra-genzyme-4051>

www.reuters.com, "Factbox: Genzyme has few takeover defenses", 3 Agosto 2010, <https://www.reuters.com/article/us-genzyme-defenses-idUSTRE6725ET20100803>

www.reuters.com, <https://www.reuters.com/article/us-sanofi-idUSTRE7330MX20110404>

www.sanofi.com, <https://www.sanofi.com/en/about-us/governance>

www.sanofi.com, <https://www.sanofi.com/-/media/Project/One-Sanofi-Web/Websites/Global/Sanofi-COM/Home/common/docs/investors/Form-20-F-2021.pdf?la=en&hash=CAAE985DF6C8BE3934517A429AD5ECA8>

www.sanofi.com, https://www.sanofi.com/-/media/Project/One-Sanofi-Web/Websites/Global/Sanofi-COM/Home/en/investors/docs/0000-2999/20F_2011.pdf

www.sanofi.com, <https://www.sanofi.com/en/science-and-innovation/research-and-development>

www.sanofi.com, <https://www.sanofi.com/en/your-health/specialty-care>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001121404/000119312510223033/dex99a5c.htm>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001121404/000119312510222490/dex99a5b.htm>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000732485/000095012310095285/b83112exv99waw21.htm>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000732485/000095012310102731/b83358exv99waw23.htm>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0000732485/000095012310113043/b83753exv99waw26.htm>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001121404/000119312510223033/dex99a5c.htm>

www.sec.gov, U.S. Securities and Exchange Commission,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/732485/000095012311022458/b85369sc14d9za.htm#B85369toc>