



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA TREC

PROVA FINALE

**"M&A: analisi del processo e il caso Valeant Pharmaceuticals International,
Inc."**

RELATORE:

CH.MO PROF. ANDREA FURLAN

LAUREANDO: DALLA PALMA DANIEL

MATRICOLA N. 1113025

ANNO ACCADEMICO 2017– 2018

RINGRAZIAMENTI

Alla mia famiglia un grazie di cuore, per avermi sostenuto lungo l'intero percorso e per aver reso possibile la realizzazione di questo importante obiettivo.

Un grazie speciale a Daniela, per non avermi mai fatto mancare il suo amore e per avermi sopportato e supportato in ogni decisione lungo questi tre anni indimenticabili.

Al mio relatore il Professor Andrea Furlan, per il tempo donatomi e per la qualità dei consigli ricevuti.

Dedico questo importante traguardo a tutte quelle persone che hanno sempre creduto nelle mie potenzialità. Grazie!

Daniel

INTRODUZIONE	5
<i>CAPITOLO I: Gli elementi, il contesto e i soggetti che caratterizzano le M&A</i>	7
1.1 <i>Quali sono i fattori che spingono le aziende a perseguire la crescita?</i>	7
1.2 <i>Le strategie di creazione di valore: analisi dei modelli</i>	8
1.3 <i>Crescita Interna vs Crescita Esterna: analisi delle differenze</i>	11
1.4 <i>Il ruolo dei soggetti esterni ed interni nella scelta da perseguire</i>	13
1.5 <i>Fiscalità e Contabilità delle Operazioni Straordinarie</i>	14
<i>CAPITOLO II: Analisi del processo</i>	18
2.1 <i>Le operazioni preliminari e l'identificazione del target</i>	18
2.2 <i>Metodologie determinative del valore di una azienda</i>	20
2.3 <i>La fase di negoziazione e il timing</i>	22
2.4 <i>Le modalità di finanziamento delle acquisizioni</i>	24
2.5 <i>Il Post Acquisizione: le leve sinergiche e le principali problematiche connesse</i>	27
<i>CAPITOLO III: Il caso Valeant Pharmaceuticals</i>	30
3.1 <i>Overview del settore farmaceutico e analisi del contesto</i>	30
3.2 <i>Valeant Pharmaceuticals International, Inc.</i>	32
3.3 <i>M&A over R&D model, come funziona e cosa ha sbagliato Valeant?</i>	38
3.4 <i>Il processo di fusione con Biovail</i>	39
CONCLUSIONE	43
BIBLIOGRAFIA	45
LIBRI E ARTICOLI	45

SOMMARIO DELLE FIGURE

<i>Figura 1 – Il pentagono della McKinsey</i>	9
<i>Figura 2 - Modello PriceWaterhouseCooper</i>	10
<i>Figura 3 - Internal Audit Objective</i>	19
<i>Figura 4 - Differenze Modello Finanziario e Modello di Mercato</i>	21
<i>Figura 5 - Timing operazione di M&A</i>	24
<i>Figura 6 - Tipologie di pagamento delle operazioni di M&A</i>	25
<i>Figura 7 - Fattori critici post-acquisizione</i>	28
<i>Figura 8 - Andamento profitti settore farmaceutico</i>	30
<i>Figura 9 - Trend investimenti in R&A rispetto ai ricavi</i>	32
<i>Figura 10 - Timeline eventi principali tra il 2009 e il 2016</i>	35
<i>Figura 11 - Andamento Valore Azionario dal 2009 al 2017</i>	36
<i>Figura 12 - Merger Plan</i>	40

INTRODUZIONE

Nella realtà economica moderna si assiste sempre più spesso alla realizzazione di un elevato numero di operazioni di M&A (Merger & Acquisition). Tali operazioni di finanza straordinaria, sono presenti in realtà sin dal diciannovesimo secolo e nel corso degli anni hanno ricoperto un ruolo fondamentale nel processo di crescita aziendale. Le attività di fusione e acquisizione, rappresentano una delle possibili risposte che il mondo aziendale ha sviluppato per gestire il cambiamento e per rispondere con rapidità alle esigenze di crescita del mercato. Partendo da ciò, V. Conca sostiene che: “in corrispondenza di modificazioni strutturali del sistema economico, le imprese sono praticamente obbligate a pianificare il cambiamento per prepararsi nel migliore dei modi alle sfide delle fasi successive, imponendosi di cogliere le opportunità che nascono dalle modificazioni in corso nello scenario competitivo” (Conca, 2010, p. 399). L'altra strategia a disposizione delle aziende per inseguire la crescita è l'investimento e lo sviluppo interno, facendo ricorso alle proprie tecnologie e risorse. Tra le due strade percorribili di sicuro il ricorso alle M&A comporta benefici maggiori in termini di tempo, consentendo alle aziende di raggiungere gli obiettivi più rapidamente rispetto le vie interne. Nonostante ciò il ricorso alle M&A richiede una profonda analisi a monte da parte del management, necessita di numerosi investimenti, una predisposizione e una preparazione aziendale nell'affrontare la crescita in modo proattivo e infine capacità manageriali specifiche di interpolazione tra la propria azienda, le aziende target e i portatori di interesse.

Lo scopo di tale lavoro consiste nell'analizzare a fondo l'attività di M&A partendo dalla ricerca e dalla descrizione degli elementi interessati nell'operazione, passando per l'analisi delle spinte motivazionali a cui l'azienda e il management sono esposti, descrivendo il processo con un focus sul *post-closing* e arrivando ad analizzare il caso specifico di un'azienda farmaceutica Canadese la Valeant Pharmaceuticals International, Inc.

Nel dettaglio, il lavoro è strutturato in tre capitoli e cerca di affrontare il tema in una logica schematica, partendo dal contesto generale e arrivando al caso specifico.

Il primo capitolo è di carattere puramente descrittivo e analizza a livello generico le tematiche in gioco nell'attività di M&A, descrive gli elementi che spingono le imprese a perseguire la crescita, facendo riferimento alla spinta psicologica interiore dei manager e al ruolo ricoperto dagli *Advisor* che non sempre ricercano il bene dell'azienda bensì la soddisfazione degli investitori e dei mercati nel breve.

Nel secondo capitolo si analizza il processo di M&A, partendo dalla fase di ricerca e analisi dei potenziali target, analizzando lo studio delle strategie di negoziazione e le tempistiche di realizzazione. Attraverso la descrizione delle diverse tipologie di finanziamento percorribili e i loro costi, ci si ricollegherà al ruolo dei portatori d'interesse esterni che nella maggior parte dei casi riescono a condizionare l'andamento e la realizzazione dell'operazione, massimizzando i propri interessi e quelli degli investitori. In conclusione, saranno analizzati gli aspetti che concernono la fase di post-acquisizione, tra cui lo studio delle leve sinergiche e le principali problematiche connesse al processo.

Infine, il terzo e ultimo capitolo vuole rappresentare un sunto della ricerca svolta nei capitoli precedenti, portando il caso specifico di Valeant Pharmaceuticals International Inc., una multinazionale farmaceutica che nel corso dell'ultimo decennio ha ricorso enormemente alle attività di M&A, trascurando l'R&D (ricerca e sviluppo) che tendenzialmente rappresenta il *core business* degli investimenti di una azienda del settore farmaceutico. La ricerca esasperante della crescita esterna ha permesso alla società di raggiungere risultati stellari nei mercati mobiliari e di ottenere il riconoscimento internazionale in relazione all'attività manageriale svolta. Tuttavia, Valeant perseguiva la crescita attraverso acquisizioni ostili, sopravvalutando le aziende target, ricorrendo al mercato del debito e restringendo gli investimenti nel settore R&D per avere maggior disponibilità di liquidità. In sintesi, Valeant ha ridotto l'attività di M&A a pura operazione economica, senza tener conto dell'aspetto organizzativo, aziendale e del welfare; questo ha portato la società al tracollo finanziario, obbligandola a soddisfare le esigenze di stabilità finanziaria attraverso disinvestimenti specifici rispetto le acquisizioni sostenute negli anni precedenti registrando minusvalenze importanti.

1.1 Quali sono i fattori che spingono le aziende a perseguire la crescita?

L'impresa è una organizzazione che nasce e si sviluppa attorno ad un obiettivo preciso caratterizzato dalla ricerca di creazione di valore per sé e per l'ambiente in cui opera, cercando di ottenere un vantaggio rispetto ai propri *competitors*. Per perseguire il proprio obiettivo, l'impresa necessita di evolvere e crescere, ma per farlo deve cercare di anticipare i mutamenti del settore, adattandosi al contesto economico in cui opera. La crescita dunque rappresenta un fattore essenziale nella vita dell'impresa e ricopre un ruolo di estrema importanza nella mentalità della classe manageriale. La definizione di obiettivi complessi e sfidanti, che generano interessanti prospettive future, rappresenta il motore trainante dello sviluppo economico-sociale moderno. Per analizzare a fondo gli elementi che spingono le aziende a crescere bisogna prima rispondere ad alcuni quesiti: Quali sono le condizioni fondamentali per la crescita? Quali sono le alternative alla crescita?

Le condizioni fondamentali per competere con successo sono oggi sempre più di carattere immateriale, contrassegnate dalla necessità di avere un management proattivo che ricerchi e collochi in modo dinamico le risorse a disposizione dell'azienda e si sappia muovere secondo i nuovi schemi organizzativi e gestionali. In un ambiente economico come quello in cui viviamo, dove la velocità del cambiamento e la globalizzazione guidano le decisioni, la necessità di non rimanere fermi e ricercare senza tregua l'innovazione o l'identificazione di visioni alternative, per occupare un ruolo di rilievo nel mondo imprenditoriale, risulta essere un fattore vitale. La crescita porta inoltre con sé la necessità di riorientare l'organizzazione dell'impresa verso nuovi obiettivi identificati in: (Conca, 2010, p. 7)

- Sviluppo di nuovi prodotti/servizi e di particolari soluzioni applicative;
- Gestione della relazione con il cliente e il mercato;
- Introduzione di logiche distributive alternative;
- Presidio e sfruttamento della variabile tecnologica;
- Ampliamento del raggio d'azione a livello internazionale.

La sensibilità e l'attenzione del *management* verso questi problemi rappresentano le condizioni fondamentali per la crescita.

Le alternative alla crescita sono definite "strategie di non crescita" e non rappresentano una malattia aziendale, bensì una alternativa strategica. Non crescere significa gestire l'impresa al

fine di mantenere il posizionamento strategico raggiunto che nella maggior parte dei casi, è causato dalla poca propensione al rischio del *management* o per impossibilità finanziarie.

1.2 Le strategie di creazione di valore: analisi dei modelli

Le strategie perseguibili per la creazione di valore sono molteplici e in continuo mutamento. Si presenta dunque, la necessità che il management effettui una ricerca sistematica e continua di tutte le opportunità per accrescere il valore dell'impresa. Per avviare questo processo di ricerca si può far riferimento al modello delle "leve del valore" (Brugger, 1994). In questo modello si descrivono le sei aree nelle quali si può intervenire per generare valore per l'impresa che sono:

- L'area degli obiettivi (efficienza, competitività, gestione finanziaria, etc....);
- L'area della gestione efficiente delle risorse (capitale investito, controllo dei costi, etc....);
- L'area della gestione dello sviluppo (opportunità d'investimento, M&A, etc....);
- L'area della gestione dei mezzi finanziari (sviluppo dei mezzi propri e ottimizzazione della struttura finanziaria);
- L'area della gestione dei rischi aziendali (redditività nel tempo e rafforzamento della struttura interna ed esterna);
- L'area della gestione dei rapporti con gli operatori finanziari (*Advisor*, investitori, politica delle comunicazioni).

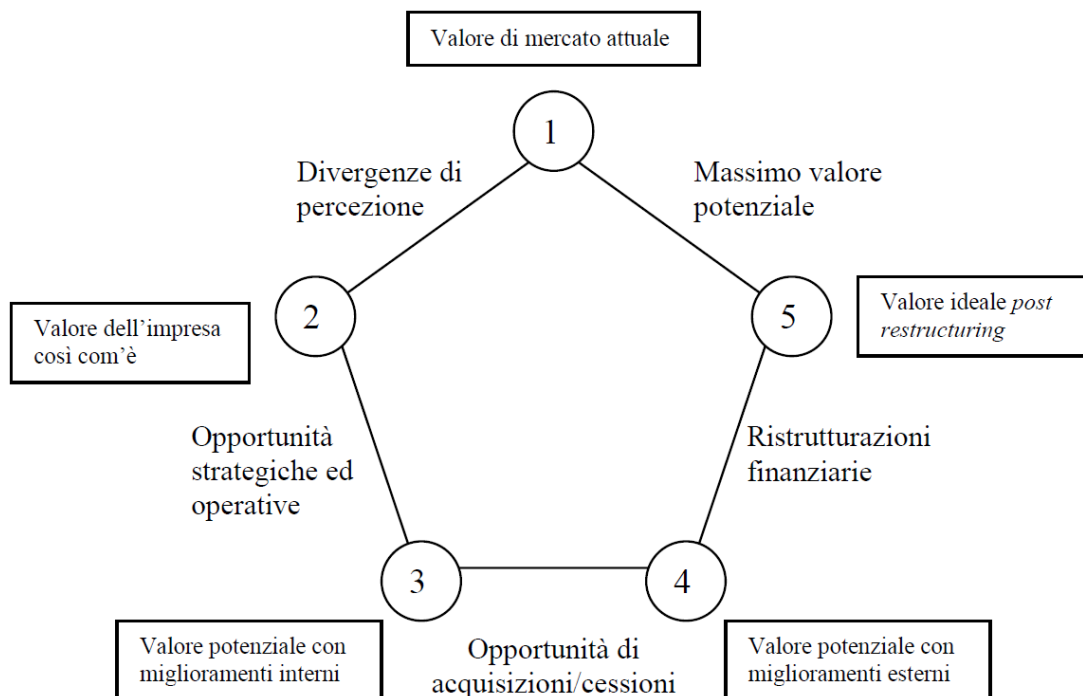
Tra le leve gestionali il modello ricorre alle M&A, tuttavia ciò vuole rappresentare una visione schematica delle procedure da intraprendere per generare valore, ragionando a cascata senza escludere alcun passaggio.

Esistono inoltre altri modelli che risultano essere meno complessi ma altrettanto utili nella loro semplicità e chiarezza; essi generalmente sono sviluppati da primarie società di consulenza internazionale quali per esempio, McKinsey e PriceWaterhouseCoopers, o frutto di ricerche relative alla valutazione degli investimenti, come il modello EVA© (Economic Value Added©).

Il modello del Pentagono McKinsey (Copeland, et al., 1990, p. 35) (schematizzato in **Fig. 1**) per esempio, fa focus sul concetto di differenziale progressivo di valore e parte dall'assunto che qualsiasi decisione del *management* deve essere rivolta alla massimizzazione del valore dell'impresa. Il pentagono individua cinque fasi che si distribuiscono in un processo sistematico, suggerendo al *management* di ragionare secondo due diverse ottiche tra loro sequenziali:

- Una prima ottica di tipo industriale, focus sulle fasi 1,2 e 3;
- Un'ottica tipicamente finanziaria, focus sulle fasi 4 e 5.

Figura 1 – Il pentagono della McKinsey



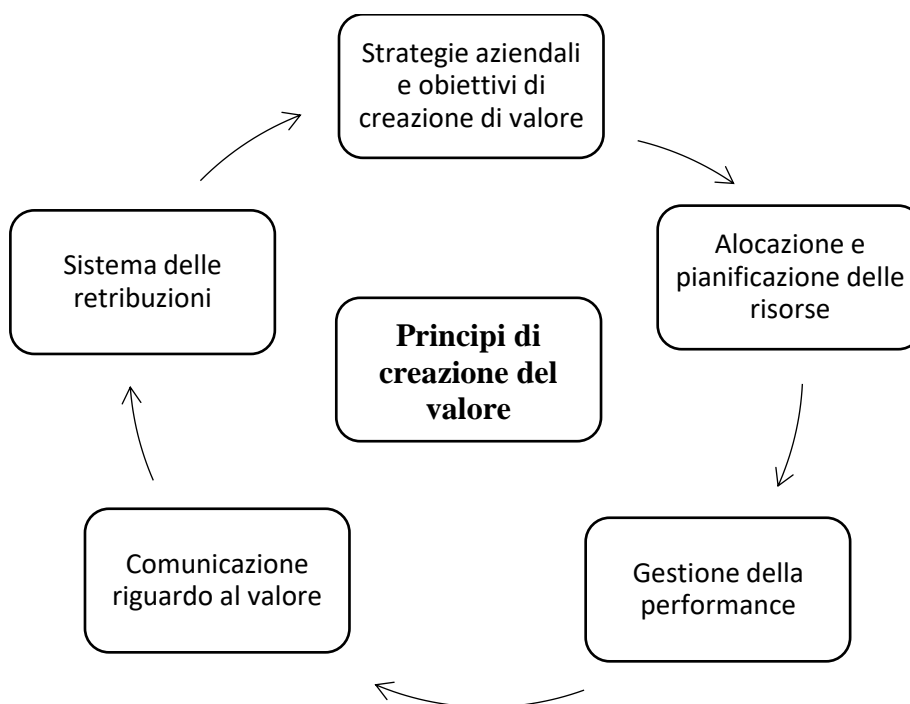
Fonte (Koller, et al., 1990, p. 35)

Nello specifico il modello analizza:

- Valore di mercato attuale, misurato attraverso l'analisi del capitale proprio in relazione al debito dell'impresa;
- Valore dell'impresa così com'è, e cioè il valore dell'impresa che dipende dalle prospettive di redditività future, in assenza di operazioni strategiche;
- Il valore potenziale con miglioramenti interni, sviluppato attraverso la massimizzazione dei flussi di cassa attesi, efficientando la struttura attraverso operazioni sia strategiche sia operative;
- Valore potenziale con miglioramenti esterni, identificato nell'analisi della convenienza ad aumentare o diminuire l'estensione del proprio *portfolio* di attività;
- Il valore ideale post ristrutturazione, e cioè il valore massimo attribuibile in seguito all'intervento finale che è finalizzato a riequilibrare la struttura in relazione al rapporto debito equity.

Il modello proposto da PWC, raffigurato in **Fig. 2**, si differenzia per una maggior complessità tecnica e un maggior grado di astrazione.

Figura 2 - Modello PriceWaterhouseCoopers



Fonte (PriceWaterhouseCooper, s.d.)

Il modello individua elementi simili al modello di Brugger, ricercando maggiormente il valore in ottica strategica e organizzativa, portando all'attenzione del *management* elementi quali:

- Il sistema delle retribuzioni;
- Le attività di comunicazione del valore.

A differenza dei modelli precedenti, sviluppati appositamente per la definizione e l'analisi dei possibili elementi che incrementano il valore aziendale, il modello EVA[®] (Economic Value Added[®]), nasce dalla ricerca per la valutazione di progetti di investimento e analizza i dati aziendali e contabili per determinare con massima oggettività la possibile redditività aziendale. Il primo elemento necessario al calcolo dell'EVA è il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*). Il NOPAT è calcolato come:

$$\begin{aligned}
 \mathbf{NOPAT} &= \text{Reddito Netto (Utile Netto)} - \\
 &\quad \text{proventi non operativi al netto delle imposte} + \\
 &\quad \text{oneri non operativi al netto delle imposte} + \text{oneri finanziari al netto delle imposte}
 \end{aligned}$$

Il secondo elemento è composto da:

- Il Capitale Investito (CI), calcolato come $TOTALE PASSIVO - DEBITI NON FINANZIARI$, come per esempio i debiti verso fornitori o i ratei e i risconti,
- Il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*)

$$WACC = \frac{Equity}{(Equity+Debt)} * Costo_{Equity} + \frac{Debt}{(Equity+Debt)} Costo_{Debt} * (1 - ImposteRedditi\%)$$

Una volta calcolati i valori definiti ai punti precedenti, il calcolo dell'EVA risulta molto semplice ed è:

$$EVA = NOPAT - (CI * WACC)$$

La particolarità di questo modello è la sua accuratezza, facilità e utilità nel processo di comparazione storica in riferimento alla stessa azienda o al settore. Inoltre, il modello esclude eventi

Il tratto comune che emerge dai tre modelli è sintetizzabile in 5 elementi:

- *Ristrutturazione dell'Attivo*, ponendosi l'obiettivo il miglioramento della struttura operativa interna;
- *Ristrutturazione Finanziaria*, attraverso interventi mirati a migliorare i flussi di cassa;
- *Ristrutturazione Societaria*, ridisegnare la struttura, progettandola con l'obiettivo di creare valore mediante lo sfruttamento di opportunità legislative, finanziarie e fiscali;
- *Operazioni sul Mercato Finanziario*, mediante il ricorso al mercato dei capitali (il cosiddetto mercato del *private equity*) per sostenere lo sviluppo aziendale o attraverso il collocamento di titoli sul mercato;
- *Operazioni di M&A*, operazione che sarà analizzata nel capitolo 2.

1.3 Crescita Interna vs Crescita Esterna: analisi delle differenze

Per conseguire positivamente un processo di crescita dimensionale finalizzato alla creazione di valore, un'impresa in una prima approssimazione, può intraprendere 2 diversi percorsi: uno attraverso uno sviluppo per linee interne e uno attraverso linee esterne.

Entrambe le scelte presentano condizioni e problemi peculiari che si manifestano indipendentemente dalla tipologia dell'impresa e dal contesto di riferimento. Tendenzialmente l'opzione della crescita per linee esterne si pone in contrapposizione alla crescita interna, nonostante la decisione rimanga sempre frutto di una attenta analisi di fattibilità e convenienza economica basata su un concetto di oggettività.

In sintesi, le ragioni che caratterizzano la complessità della scelta sono riassumibili in cinque punti: (Conca, 2010, p. 13)

- La numerosità delle variabili in campo;
- L'estensione degli effetti indotti da ogni scelta;
- La diversa numerosità delle alternative poste in essere;
- L'accertamento del profilo di rischio;
- Il grado di reversibilità della scelta.

La crescita interna ha l'obiettivo di sviluppare nuove attività attraverso lo sfruttamento e la valorizzazione dei fattori già presenti nel tessuto aziendale. Gli elementi che risultano vitali per questa tipologia di crescita sono la presenza di capacità, conoscenze, risorse manageriali e tecnologiche tali per cui l'azienda intravede margini di miglioramento e potenziamento che culminino con l'incremento del valore aziendale. La scelta interna sicuramente rappresenta la migliore opzione in relazione alla possibilità del management di definire il livello ottimale dell'investimento, ricercando la massimizzazione del ritorno in relazione al budget a disposizione. Nonostante la crescita interna assicuri una certa stabilità, a lungo termine questo tipo di percorso può rappresentare un grande limite per l'azienda, in quanto richiede molto tempo per essere sviluppato e per raggiungere determinati ritorni. Dal punto di vista giuridico l'operazione coinvolge soltanto un soggetto, l'impresa stessa, a differenza di quanto accade in un percorso di crescita esterna, come vedremo nel paragrafo 1.5.

Di contro la crescita per vie esterne si realizza attraverso operazioni quali: acquisizioni e fusioni (M&A) o accordi aziendali. Mediante questo tipo di percorso, l'impresa può focalizzarsi sulle proprie competenze distintive, non più ricercando la diversificazione interna, bensì andando ad agire esternamente. Rispetto al percorso interno, la crescita esterna rappresenta un via totalizzante, che richiede ingenti esborsi finanziari lasciando poca area d'azione al *management*. Inoltre, la crescita esterna risulta essere un percorso estremamente rigido e di difficile risoluzione a meno di enormi svalutazioni o perdite. Nonostante ciò, le operazioni di M&A hanno trovato negli ultimi anni una diffusione sempre maggiore a livello sia internazionale sia nazionale e il motivo di fondo è sicuramente la ricerca di modalità più rapide per ottenere vantaggi competitivi quali ad esempio le quote di mercato e il know-how che richiederebbero un maggiore arco temporale se sviluppate autonomamente. Inoltre, le ragioni che spingono le aziende ad avviare l'attività di M&A secondo il Professore Joseph L. Bower della Harvard Business School sono: (Bower, 2001)

- To deal with overcapacity through consolidation in mature industries;
- To roll-up competitors in geographically fragmented industries;

- To extend into new products or markets;
- As a substitute for R&D (solo per mercati high-tech);
- To exploit eroding industry boundaries by inventing an industry.

1.4 Il ruolo dei soggetti esterni ed interni nella scelta da perseguire

Nel processo di decisione di crescita aziendale, intercorrono innumerevoli variabili. Come citato in precedenza, sono delineabili alcune variabili generiche relative alla complessità della scelta e altre variabili connesse ai soggetti che si relazionano con l'azienda indirizzandone le decisioni. I soggetti interessati da questa analisi sono chiamati *stakeholders* e sono:

- *Internal Stakeholders*, categoria che racchiude i dipendenti, il management e la proprietà;
- *External Stakeholders*, composti dai fornitori, dalle altre società, i governi, i creditori, gli azionisti e obbligazionisti e infine i clienti.

Come sostiene Ja Seung Koo, analista dell'attività di M&A, gli interessi degli *stakeholders*, il loro potere e la loro struttura comunicativa, sono alla base degli accordi o dei contratti che la società intraprende, talvolta rappresentando un vincolo per le scelte strategiche. Poiché ogni *stakeholders* ha differenti interessi e leve di potere, ogni società deve aver ben chiaro il contesto in cui opera per intraprendere nel modo migliore le proprie strategie e i propri obiettivi. In particolare, possiamo analizzare il comportamento di 3 macro-attori che si relazionano con l'attività dell'impresa: (Koo, s.d.)

- *Employees*: i "dipendenti" ricoprono uno dei ruoli più importanti all'interno dell'organizzazione. Nonostante ciò, spesso vengono esclusi o mal informati rispetto le principali decisioni amministrative come per esempio le attività di M&A. L'autorità decisionale generalmente focalizza le sue attenzioni sulle decisioni del *top management* al fine di ottimizzare le scelte ed evitare che vengano commessi errori, ma dovrebbe esserci sufficiente considerazione anche nei confronti dei dipendenti che rappresenteranno il *core* dell'attività di realizzazione delle sinergie e delle integrazioni;
- *Shareholders*: gli azionisti e obbligazionisti, che traggono beneficio dall'incremento del valore della compagnia, che si manifesta nell'immediato della conclusione dell'accordo e lo realizzano mediante la vendita delle loro quote partecipative. In alternativa possono attendere lo stacco dei dividendi periodici che si concretizzano solo se l'operazione realizza sinergie e migliora le performance delle singole compagnie pre-M&A.

- *Lender*: prestatori di capitale rappresentati da istituti finanziari, banche e fondi di investimento (private equity o venture capital). Nelle forme più generiche il loro profitto si realizza attraverso l'azione di prestito di denaro corrisposto da un ritorno dilazionato nel tempo comprensivo di un tasso di interesse. Più recentemente però, l'attività dei *lender*, si è focalizzata sull'attività di supporto finanziario in relazione al processo più che al prestito dei mezzi finanziari. Tutto coincide però con il fine ultimo dei *lenders* ossia l'ampliamento del portafoglio di attività (detto anche business portfolio). Tuttavia, per trarre un effettivo beneficio, vista la complessità delle M&A, i *lenders* devono comprendere a fondo l'operazione, esaminando attentamente le possibili sinergie e le complicazioni riscontrabili, al fine di evitare operazioni controproducenti, che potrebbero portarli a distruggere ricchezza anziché generarla.

1.5 Fiscalità e Contabilità delle Operazioni Straordinarie

Le operazioni straordinarie si definiscono come operazioni effettuate al di fuori della gestione ordinaria delle società per diverse ragioni, come la modifica della struttura o della forma giuridica dell'impresa, il trasferimento della titolarità o del controllo dell'azienda; alcune possono riguardare le generalità dell'impresa come la cessione e il conferimento d'azienda, altre solo le società come le trasformazioni, le fusioni, le scissioni o il cambio di proprietà (Labory, 2012).

Le fusioni e le scissioni rappresentano operazioni nelle quali avviene una successione nei rapporti giuridici facenti capo alla società fusa o scissa e la loro regolamentazione è simile sia a livello procedurale, sia a livello tributario. Tralasciando le scissioni che non vengono trattate nell'elaborato, le fusioni si possono distinguere in due sottogruppi: (Sandeï, s.d.)

- *Fusioni in senso proprio*, caratterizzate dalla creazione di una nuova società mediante la concentrazione di due o più società;
- *Fusioni per incorporazione*, in cui una delle parti incorpora l'altra senza mutare la propria struttura giuridica.

Inoltre, a seconda del tipo di società che partecipano alla fusione, si possono ulteriormente distinguere due diverse forme:

- *Fusione omogenea*, tra società dello stesso tipo;
- *Fusione eterogenea*, tra società non dello stesso tipo.

La concentrazione è la finalità tipica dell'operazione nell'ottica in cui persegue la crescita dimensionale e il risparmio di costi fissi nonché un valido strumento per attuare una riorganizzazione aziendale. Ne consegue l'importanza anche in relazione alla risoluzione di

stati di crisi aziendali, squilibri economici, eccetera. Generalmente la fusione per incorporazione è la più comune, per ragioni di ordine pratico, in quanto viene mantenuta l'identità giuridica in tutti i suoi aspetti e nel caso di fusioni con società interamente possedute o delle quali si possiede almeno il 90% del capitale, sussistono rilevanti semplificazioni procedurali, contraddistinte da ingenti risparmi sul piano dei costi. La fusione comporta una successione a titolo universale dei beni determinando l'estinzione delle società incorporate e la contestuale sostituzione ad esse della società incorporante. Va sottolineato come il secondo comma dell'art. 2051 c.c. dispone che: *“la partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo”* mentre, ai sensi dell'art. 2051-bis, è ammessa per le società sottoposte a procedure concorsuali. La procedura è complessa: essa parte dal progetto di fusione e si conclude, attraverso step intermedi, con l'atto di fusione redatto da un notaio. Nel progetto di fusione viene richiesta l'indicazione della data a decorrere dalla quale le operazioni della società partecipanti sono imputate nel bilancio della società incorporante, cioè la data di effetto contabile. Ai sensi del comma 1 dell'art. 2051-quarter c.c., l'organo amministrativo di ciascuna società partecipante alla fusione deve redigere una situazione patrimoniale della società con l'osservanza delle norme di bilancio (art. 2423 e seguenti c.c.) riferita a una data non anteriore di oltre 120 giorni a quello di deposito del progetto. L'aspetto contabilmente dell'operazione ricopre un ruolo principale all'interno dell'intero procedimento. Per la società incorporante si richiede avvengano delle rilevazioni sistematiche: (Tancioni, 2016, p. 15)

- *Aumento del capitale sociale*, salvo che la società incorporante non possieda già la totalità delle azioni o quote della società incorporata;
- *Rilevazione delle attività e delle passività delle società incorporate*, alla data di riferimento degli effetti contabili e fiscali della fusione;
- *Rilevazione delle differenze di fusione alla data di decorrenza contabile e fiscale della fusione*;
- *Rilevazione dei fatti di gestione delle società incorporate*, successivi alla data di decorrenza degli effetti fiscali della fusione, al fine della formazione del bilancio annuale post fusione;
- *Ricostruzione dei fondi in sospensione d'imposta*, già indicati nella contabilità delle società incorporate.

Nel processo di rilevazione contabile di una fusione per incorporazione, si devono considerare le eventuali differenze dovute al confronto tra il valore delle partecipazioni possedute dall'incorporante, e/o l'aumento contabile del suo capitale, rispetto al patrimonio netto della

società incorporata conseguito a seguito dell'operazione. Tale aspetto è affrontato in modo diverso in relazione alle regole che gli operatori devono seguire nella redazione del loro bilancio: normativa civilistica o disposizioni previste dai principi contabili internazionali (IAS/IFRS) (Fusa, 2012). Il confronto deve avvenire a valori contabili. Le differenze si possono comunque generare da:

- *Annullamento*, i valori dell'incorporata trovano riscontro nella correlata partecipazione dell'incorporante,
- *Concambio*, i valori dell'incorporata si confrontano invece con l'aumento del capitale dell'incorporante.

Solitamente vengono individuate differenze positive o negative, rispettivamente quando il saldo dei valori dell'incorporata è inferiore o superiore all'aumento del patrimonio netto dell'incorporata e/o alla partecipazione che viene annullata.

Un disavanzo da fusione emerge quando il valore di carico delle partecipazioni è superiore rispetto al patrimonio netto contabile della società incorporata e contabilmente viene riportato o in attivo nel bilancio post fusione, o a diminuzione delle passività, o a incremento dell'avviamento (qualora venisse riconosciuto all'incorporata). Qualora il disavanzo fosse ricondotto a perdite pregresse o ad un *overpayment*, esso dev'essere eliminato riducendo il patrimonio netto post fusione o imputandolo al Conto Economico come previsto dal principio contabile 17 per bilancio consolidato (documento contabile OIC n.4). Viceversa, si ottiene un avanzo qualora il valore di carico è inferiore e contabilmente rappresenterà una voce del passivo, o verrà messo a diminuzione dell'attivo, o imputato a riserva per avanzo da fusione o infine nell'avviamento passivo (se esiste).

Le differenze da fusione sopra indicate, si manifestano anche per i soggetti IAS *compliant* (società quotate, banche e intermediari finanziari, bilanci consolidati di società assicurative non quotate, assicurazioni quotate, etc.) con una distinzione rispetto le norme da applicare se l'operazione è realizzata tra soggetti terzi o appartenenti allo stesso gruppo. Applicando ai primi il principio IFRS n°3 in base al quale il soggetto che acquisisce deve rilevare le attività e passività al *fair value* e comprendere nel proprio CE il risultato di gestione dell'acquisita, rilevando eventuali disavanzi ad avviamento (ad eccezione di situazioni di *overpayment* il cui disavanzo va imputato a CE). Per i secondi invece, vengono classificate come riorganizzazioni interne e non sono soggette all'applicazione dell'IFRS n°3 bensì solo al principio di continuità dei valori.

Dal punto di vista fiscale, l'art. 172 – primo comma del TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi) dichiara che: “la fusione è una operazione fiscalmente neutra, non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze e minusvalenze”. In base a tale articolo, l'operazione

è fiscalmente neutra ai fini delle imposte sul reddito ed è esclusa dal campo di applicazione dell'IVA (ai sensi dell'articolo 2, comma 3, lettera f del DPR 633/72). Tra i vantaggi ricercati dalle società c'è la possibilità di portare in diminuzione del proprio reddito le perdite pregresse delle società incorporate senza limiti di tempo e nella misura non superiore all'80% del reddito per ciascun periodo d'imposta (L. 111/2011), regola che non ha valore per le perdite dei primi tre esercizi che rimangono deducibili per intero (va ricordato che questa possibilità vale solo per le società di capitali e non per le società di persone). Ai sensi del comma 7 dell'art. 172 del TUIR si specifica che il riporto delle perdite sottostà ad alcune condizioni che sono:

- La società che ha generato perdite deve effettivamente esercitare un'attività economica;
- La perdita riportabile non deve eccedere, per ciascuna società, il patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio o situazione contabile considerato al netto da conferimenti in capitale, denaro o natura effettuati nei 24 mesi precedenti (ad eccezione di quelli effettuati dallo Stato o da enti pubblici).

Ai sensi dell'articolo 2 del D.M. del 25.7.2008, se l'incorporata intende riportare in stato patrimoniale maggiori valori attribuiti alle immobilizzazioni immateriali o materiali (affrancamento), dovrà pagare un'imposta sostitutiva che verrà definita a scaglioni (es, se maggiori valori entro il limite dei €5 milioni, imposta al 12%).

I benefici fiscali maggiori però si ottengono in campo internazionale, in quanto aziende di grandi dimensioni hanno la capacità e la forza economica per poter creare società ad hoc chiamate *SPV (special purpose vehicles)* attraverso le quali possono decidere dove situare la loro sede fiscale ricercando tassazioni agevolate o particolari leggi che consentono loro di abbattere il cuneo fiscale post fusione.

Dal punto di vista del cessionario d'azienda, i vantaggi fiscali ricercabili sono ben pochi e difficili da ottenere. L'operazione di cessione sottostà a tassazione diretta che colpisce solo l'eventuale plusvalenza ottenuta, calcolata come differenza tra: il corrispettivo pattuito, al netto degli oneri accessori diretti (spese notarili, perizie, provvigioni, ecc.), comprensive dell'avviamento e il valore netto dei beni componenti l'azienda (immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e i beni costituenti l'inventario). Se la differenza è positiva si ha una plusvalenza viceversa, se è negativa si ha una minusvalenza. Ai sensi dell'articolo 86 del DPR 917/86, plusvalenze e minusvalenze sono rilevanti ai fini delle imposte. La plusvalenza rientra nella categoria di redditi d'impresa ed è tassabile ai fini IRPEF (Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche) e IRES (Imposta sul Reddito delle Società) ed è esclusa dalla base imponibile IRAP (Imposta Regionale sulle Attività Produttive). Il regime fiscale varia anche

in funzione della natura giuridica della società cedente, sia essa di capitali o di persone e in base al periodo di possesso dell'azienda ma non verrà analizzato approfonditamente in quanto trascende dalle finalità dell'elaborato.

CAPITOLO II: Analisi del processo

Come detto la crescita rappresenta un elemento fisiologico presente nel DNA di tutte le imprese e l'attività di M&A è considerata una delle più rapide, seppur rischiose, strategie di crescita attuabili. La storia ci consegna un insieme di considerazioni contrastanti tra loro, che non delineano una valutazione positiva univoca delle M&A, anche a causa degli innumerevoli fallimenti che hanno segnato la mente degli operatori economici. Per aumentare le possibilità di successo, l'attività di M&A richiede organizzazione e meticolosità, valutando nel dettaglio il valore e il ruolo pre e post operazione. Nel capitolo precedente abbiamo analizzato i fattori che spingono le aziende a ricercare la crescita, le strade percorribili e brevemente il ruolo di alcuni *stakeholders*, fino ad arrivare all'analisi dell'aspetto fiscale dell'operazione. In questo capitolo analizzeremo le macro-fasi che contraddistinguono il processo di acquisizione; forniremo una descrizione del processo preliminare, della fase di negoziazione e dell'integrazione *ex post*; in conclusione riassumeremo quali sono le principali leve sinergiche attuabili dall'impresa e le problematiche a esse connesse.

2.1 Le operazioni preliminari e l'identificazione del target

L'attività di M&A inizia con la prima macro-fase definita strategia preventiva volta a identificare gli obiettivi della società, ricercare gli eventuali punti di debolezza interni da potenziare e si conclude con la definizione precisa del percorso da seguire. Il processo preliminare, se svolto in relazione allo studio di un settore parallelo o complementare, richiede il supporto di un soggetto esterno, un *Advisor*. Il suo compito è quello di fornire un'analisi oggettiva, conferendo una visione alternativa al *management*.

Il processo che l'*Advisor* avvia viene anche identificato come "*internal audit (IA)*" e viene ben sintetizzato in **Fig. 3** frutto della ricerca e dell'esperienza della Ernest&Young, uno dei maggiori *players* internazionali nell'ambito delle consulenze;

Figura 3 - Internal Audit Objective

IA objective	Assess corporate strategy process	Assess the risks to the organization	Assess business case process
Process	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Alignment with corporate vision for growth ▶ Evaluate process for targeting acquisitions ▶ Management effort on value-creating initiatives: <ul style="list-style-type: none"> ▶ Near- and medium-term goals for which the M&A team can be held accountable ▶ M&A strategy formal documentation 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Identification and prioritization of potential risks related to targeted merger/acquisition: <ul style="list-style-type: none"> ▶ People ▶ Customers ▶ Business operations ▶ Finance and IT infrastructure ▶ Evaluate and/or assist mitigation actions 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Costs identified and projections clearly stated ▶ Synergies identified and projections clearly stated (value and timing) ▶ Consideration of dis-synergies unavailable (e.g., benefit plans, facilities) ▶ Assumptions for exit costs accurately applied in the business case ▶ ROI projections and monitoring process

Fonte (Ernest&Young, s.d.)

I risultati dell'*audit*, rappresentano il perno centrale dell'intero processo perché guideranno le scelte future dall'identificazione dei possibili *target*. Inoltre, l'operazione consentirà all'*Auditor*, di individuare una prima serie di aziende, ossia possibili *target* a cui seguirà un processo di *screening* finalizzato alla raffinazione delle scelte. “Con la ricerca delle alternative disponibili si entra in un momento completamente diverso, perché si passa da una situazione ideale, in cui l'oggetto è un progetto ancora astratto, a una situazione concreta, in cui ci si deve misurare con la realtà del mercato” (Conca, 2010, p. 93). L'identificazione dell'obiettivo dipende dalla profonda conoscenza del mercato, dei concorrenti, dei clienti e dei fornitori, e in generale di tutte le imprese. Per delineare efficacemente il contesto e quindi identificare con precisione il profilo ideale delle aziende *targets*, è importante considerare alcune variabili come: (Hiremath, 2017)

- *Product fit*, l'adeguatezza dei prodotti e servizi che l'azienda target ha rispetto ai prodotti e ai servizi già presenti nel portafoglio dell'azienda potenziale *buyer*;
- *Financial metrics*, non si necessita che l'azienda *target* sia profittevole ma che risulti sinergicamente vantaggiosa la sua acquisizione per l'acquirente in riferimento ad alcuni parametri valutativi;
- *Geography*, ricerca delle variabili geografiche quali leggi o tassazioni che rendono più conveniente l'operazione;
- *Ownership*, studio della tipologia societaria del *target* al fine di identificare possibili complicazioni o vantaggi.

Il successo nella ricerca e selezione del giusto *target* sarà decretato in particolare dall'implementazione di un disegno strategico articolato, coerente ed organico in tutte le sue fasi. L'intero processo inoltre, richiede di tener conto di variabili quali fattori ambientali o il

contesto competitivo, ma anche elementi non direttamente controllabili come il rischio sistematico e la ciclicità delle attività aziendali. Un fattore ancora più critico è rappresentato dal *timing*, che scandisce le tempistiche lungo l'intero processo e che analizzeremo nel paragrafo 2.3.

2.2 Metodologie determinative del valore di una azienda

Finanziariamente un elemento critico che il *buyer* si trova ad affrontare riguarda la determinazione del valore del *target*. L'attività si sviluppa su due rami: la valutazione finanziaria oggettiva e la valutazione soggettiva, quest'ultima frutto dello studio delle possibili sinergie realizzabili.

Il primo elemento in assoluto dev'essere la determinazione del valore oggettivo del *target*, ignorando qualsiasi possibile sinergia realizzabile. Lo studio dei processi valutativi sono al centro di numerose ricerche che hanno coinvolto studiosi quali: L. Guatri, M. Massari, P. Iovenitti e G. Brugger. Fra i principali metodi valutativi ricercati e sintetizzati ricordiamo: metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto reddituale-patrimoniale, il metodo finanziario e il metodo di mercato. Ogni metodo ha i suoi vantaggi e svantaggi ma nonostante ciò la scelta avviene a seconda della tipologia di operazione e di ottica dell'acquirente. Il modello finanziario e il modello di mercato sono tra i più applicati nonostante, come si legge nella **Fig. 4**, abbiano anch'essi dei difetti non trascurabili.

Figura 4 - Differenze Modello Finanziario e Modello di Mercato

	Logica	Caratteristiche	Vantaggi	Svantaggi
Finanziario	Determinano il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa futuri	- Si distinguono in metodi levered e unlevered - Influenza del terminal value nella valutazione complessiva	- Metodo ritenuto più razionale - Evidenzia le capacità dell'azienda di produrre flussi finanziari - Valuta dinamicamente la gestione	- Aumento delle variabili in gioco - Difficoltà di stima delle ipotesi che influenzano i flussi di cassa - I flussi di cassa stimati oltre un certo periodo di tempo sono meno affidabili
	Determinano il valore di una azienda sulla base del prezzo di mercato di società/transazioni comparabili	- I multipli si possono suddividere in asset side o equity side - Bisogna prestare attenzione alla differenza tra prezzo e valore - Spesso vengono impiegati come metodi di controllo	- Di semplice comprensione ed applicazione - Esprimono prezzi rappresentativi derivanti da negoziati di mercato	- Metodi di dubbia razionalità scientifica - Difficoltà nel trovare comparatori omogenei - I prezzi di borsa registrano possibili distorsioni legate a fenomeni particolari
Mercato				

Il Modello Finanziario, in particolare, conosciuto anche come *discounted cash flow*, determina il valore di un'azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima può generare negli esercizi futuri. Come riportato in tabella, il modello si suddivide in due metodi:

- *Metodo Unlevered*, che attualizza i flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse all'azienda (azionisti, obbligazionisti o fornitori di debito), calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al WACC;
- *Metodo Levered*, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, scontati ad un tasso che riflette il grado di rischio (flussi al netto del debito).

Senza inoltrarci in dettagli che trascendono le finalità del lavoro, ricordiamo un esempio di calcolo del valore d'azienda o *Equity Value*, basato su un modello di crescita costante definita in *g* così come individuato da Gordon nel 1956 (Gordon & Shapiro, 1956).

Asset Side:

$$EnterpriseValue = \sum_{t=0}^T \frac{FCFOperations_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFO_{t+1}}{(1+WACC)^t}$$

Equity Side:

$$EquityValue = \sum_{t=0}^T \frac{FCFEquity_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_{t+1}}{(1+K_e)^t}$$

2.3 La fase di negoziazione e il timing

La seconda macro-fase prende il via in seguito all'identificazione dell'azienda target e riguarda l'avvio, la gestione e la conclusione definitiva della trattativa. Le attività di ricerca e analisi svolte nella fase precedente sono le fondamenta per la buona riuscita dell'operazione ma non bastano; infatti l'operazione necessita anche di un'efficacia strategica negoziale. Proprio in questa attività si ricorre nuovamente al supporto di un soggetto esterno, l'*Advisor*, che dovrà gestire le operazioni in modo coordinato e preciso. L'*Advisor*, dovrà necessariamente essere composto da un team di professionisti con competenze sia tecniche sia psicologiche. Il vantaggio che si ottiene dal supporto esterno è sintetizzabile in 3 punti:

- *Anonimato*, possibilità dunque di non esporsi direttamente, evitando reazioni o azioni di disturbo da parte dei concorrenti;
- *Informalità*, grazie alla quale l'azienda può esplorare genericamente più società;
- *Concretezza*, qualora il venditore sia predisposto a valutare seriamente la proposta, l'*Advisor*, ricopre un ruolo di sicurezza e concretezza delle intenzioni dell'acquirente.

Il *management* interno in questa fase ricopre solo un ruolo marginale, fornendo supporto all'*Advisor* nel costante dialogo con la controparte. Secondo alcuni autori come R. Fisher e W. Ury, i principi base che regolano una trattativa efficace vanno ricercati in 4 specifiche condizioni: (Fisher & Ury, 2005)

- Scindere le persone dai problemi;
- Evitare l'uso di criteri di valutazione soggettivi;
- Separare il consenso sul problema dagli accordi sulle procedure;
- Considerare la durata prevista della relazione.

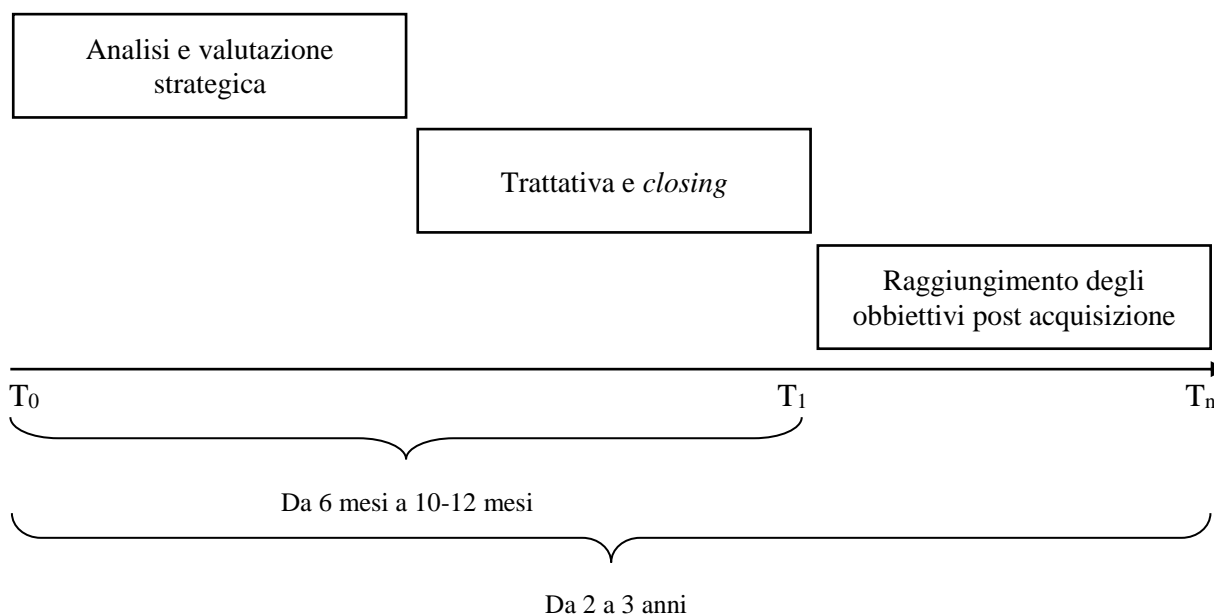
Il primo punto è di particolare rilevanza, in quanto ci permette di distinguere due mondi e modi di agire completamente differenti, preferendone uno all'altro; il primo è il mondo tipico della Piccola-Media impresa nelle quali generalmente le decisioni vengono prese

dall'imprenditore direttamente e sono frutto di valutazioni prettamente soggettive, mentre il secondo gruppo è il mondo delle società a carattere manageriale, tipicamente americane, nelle quali c'è una separazione tra proprietà e management che consente un'attività oggettiva e basata sulla ricerca.

Una volta avviati i primi contatti, le aziende identificate subiscono un'ulteriore scrematura, frutto dell'analisi delle risposte ricevute. I fattori da considerare hanno a che fare con le sinergie realmente attuabili, la valutazione della probabilità di realizzare un accordo, le stime di prezzo nonché le problematiche da affrontare in relazione alle tempistiche. Identificata l'azienda si procede alla stesura di un *confidential agreement*, una lettera che ha il compito di esplicitare lo stato di avanzamento della trattativa e dare un inquadramento formale all'operazione, il tutto senza entrare nei dettagli operativi. Uno degli elementi fondamentali che la *confidential agreement* propone è la firma di accordi *standstill*, con i quali l'azienda *target* si impegna formalmente a non intavolare dialoghi con terzi per un determinato periodo di tempo. Una problematica che però l'accordo può generare riguarda *l'insider trading*, che consiste nell'uso indesiderato e inadeguato delle informazioni che riguardano la trattativa e che sono soggetti ad accordi di non riservatezza.

Ciò che risulta di centrale importanza una volta riscontrate le possibilità reali di realizzazione dell'operazione a seguito alla *confidential agreement* è la cosiddetta *due diligence (DD)*, che ricopre nuovamente di responsabilità l'*Advisor*. L'attività di *DD* consente al *buyer* di conoscere in maniera più approfondita l'azienda *target* e viceversa, creando sintonia e interazione tra le due parti. Il processo è ovviamente articolato e richiederebbe uno studio approfondito in separata sede, ma ciò che risulta fondamentale analizzare ora ha a che fare con il *timing*, perché come diceva *Benjamin Franklin*, "il tempo è denaro" e nel nostro caso rappresenta una variabile fondamentale sotto molti punti di vista. Dal momento in cui prende vita l'idea dell'acquisizione al momento nel quale l'operazione si conclude possono passare molti mesi e succedersi cambiamenti in grado di diminuire la coerenza e l'attrattiva del progetto iniziale; l'unica soluzione è la pianificazione dettagliata dei tempi specifici di ogni fase e la definizione di un tempo complessivo, entro il quale il processo deve concludersi.

Figura 5 - Timing operazione di M&A



Fonte (Conca, 2010, p. 46)

Come descritto da V. Conca e frutto di una ricerca avviata dai principali operatori del settore, la **Fig. 5** riporta graficamente i tempi ritenuti normali per lo svolgimento dell'intero processo. La chiusura della prima fase rientra in un periodo massimo non superiore ai dodici mesi, mentre i tempi previsti per l'ottenimento dei risultati del processo, pur variando in funzione degli obiettivi sottostanti, prevedono un orizzonte medio di due-tre anni. Alcuni operatori istituzionali ritengono inoltre che il superamento dei limiti temporali, rappresenti un segnale negativo per il successo dell'operazione. Come detto in precedenza l'intero processo è seguito da uno o più *Advisor* che assumono un ruolo determinante imponendo tempi e ritmi per ogni operazione, garantendo efficienza.

2.4 Le modalità di finanziamento delle acquisizioni

Sotto il profilo finanziario, le decisioni di acquisizione sono a tutti gli effetti assimilabili a un processo di investimento e, di conseguenza, come abbiamo visto seguono le normali regole di analisi e di valutazione a cui vengono sottoposti tali progetti. L'operazione fa registrare una uscita di cassa immediata che verrà corrisposta da una entrata dilazionata nel corso del tempo. Il fabbisogno iniziale inoltre generalmente necessita di un esborso notevole e le difficoltà nell'ottenimento di tale somma in molte occasioni porta persino alla rinuncia del progetto. Il fabbisogno ha l'obiettivo di soddisfare due diverse tipologie di spesa, diretta e indiretta; la prima imputabile all'acquisto effettivo della società, la seconda riconducibile alla gestione dell'acquisizione, al finanziamento del circolante e ai costi di realizzazione delle sinergie

delineate nella fase preliminare. Prima di analizzare le alternative di finanziamento disponibili, occorre fare una breve regressione sulle differenti tipologie di condizioni di pagamento che si riscontrano sul mercato. Facendo riferimento allo studio svolto da S. Sudarsanam, professore di Finance&Accounting alla Cranfield School of Management, possiamo identificare 6 diverse tipologie di pagamento tra loro complementari, descritte in ordine decrescente dalla più semplice e rapida alla più complessa e sono:

Figura 6 - Tipologie di pagamento delle operazioni di M&A

Liquidità (cash)	Liquidità in cambio delle azioni possedute, in una o più tranches
Pagamento differito (earn-out)	Liquidità in cambio delle azioni possedute in più tranches differite nel tempo in relazione a determinati criteri di performance conseguiti dall'acquisita
Scambio azionario (stock)	Una quantità di azioni dell'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio
Liquidità per il tramite di azioni sottoscritte (vendor placing)	Una quantità delle azioni dell'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio che viene poi venduta a un investitore istituzionale per contanti
Obbligazioni (debt)	Una quantità di obbligazioni emesse dell'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio
Obbligazioni convertibili, warrant o azioni privilegiate	Una quantità di azioni convertibili, o warrant o azioni privilegiate emesse dell'acquirente per ogni azione posseduta determinata in funzione di un rapporto di scambio e convertibili in azioni ordinarie dell'acquirente a condizioni specificate

Fonte: (Sudarsanam, 1995, p. 177)

Le metodologie preferite variano a seconda del periodo, anche se la storia ci consegna un mondo in cui le transazioni hanno sempre privilegiato l'uso del contante (*all cash*). Infatti, tra il 1980 e il 1984, in media oltre la metà delle acquisizioni vennero effettuate in contanti, media confermata tutt'oggi nonostante la crisi di liquidità vissuta tra il 2008 e il 2010. Le maggiori difficoltà però le si riscontrano in riferimento alla struttura del mercato e alla regione, in Italia nel 2008 il 94% delle operazioni veniva effettuato in contanti (Zephyr Bureau Van Dijk, 2009) mentre nel resto del mondo solo il 60% delle operazioni era regolato in cash (Mergerstat, 2009).

Passando ora ad analizzare le diverse fonti di finanziamento, possiamo identificare circa cinque modalità più frequentemente utilizzate che differenziano tra loro in termini di costo, di ammontare e di durata. Le principali tra esse sono: (Conca, 2010, pp. 327-336)

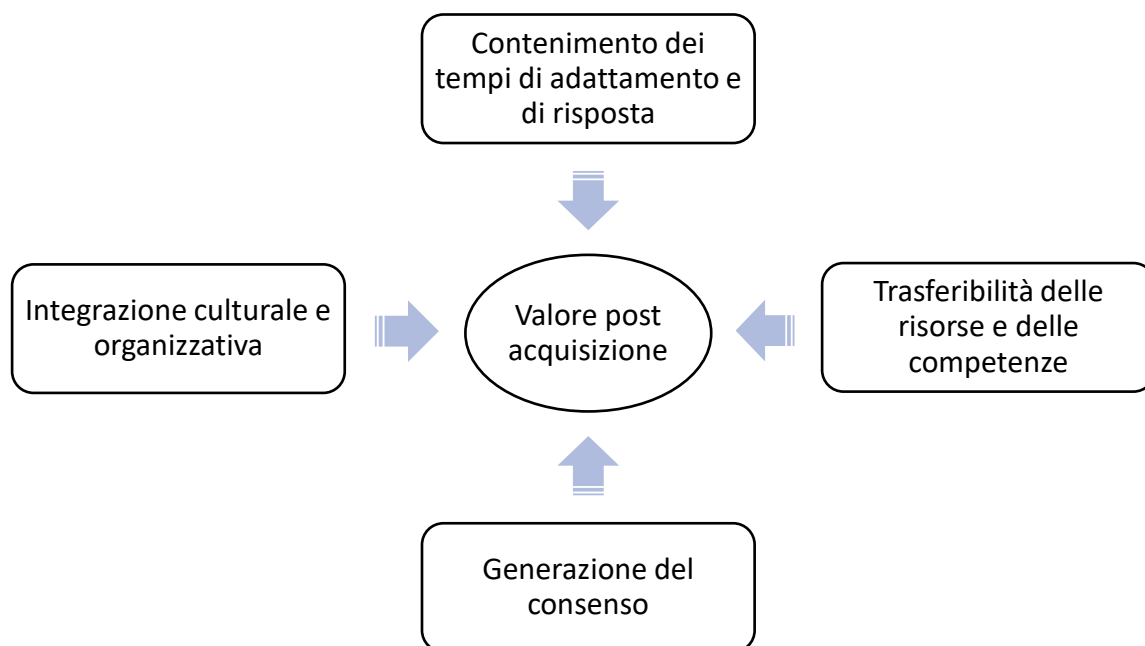
- *Autofinanziamento*, rappresenta il ricorso alle risorse internamente disponibili e identifica la forma più comunemente utilizzata, anche se consente una copertura spesso parziale. Le caratteristiche di rapidità di accesso e di riservatezza ne fanno una forma privilegiata e strategica, ma meno conveniente rispetto ad altre forme. Distinzione particolare è l'identificazione delle risorse come elementi presenti nella società acquirente o nella società da acquisire; non sono inusuali le situazioni in cui nel *post-closing*, la società acquirente proceda a un disinvestimento mirato per recuperare parte delle risorse utilizzate nell'acquisizione. La ricerca di questa attività inoltre, porta l'acquirente a ricercare nelle aziende anche asset non strategici o funzionali post acquisizione proprio per procedere con il disinvestimento.
- *Debito*, una forma di finanziamento tradizionale che ricopre un ruolo integrativo e non integrale. Può essere intrapreso attraverso canali differenti che fanno ricorso a soggetti differenti. Nel ricorso al debito è di fondamentale importanza la ricerca di un promotore dell'operazione e che semplifichi il processo di accesso al debito. Esistono diverse tipologie di debito che si differenziano per la durata, il costo e l'ammontare. Tra i più comuni mutui e i più innovativi prestiti *revolver*, troviamo forme di debito quali carte commerciali o prestiti obbligazionari particolari, assistiti da garanzie reali. Tra essi rientrano prestiti *zero coupon bonds* o i *pay in kind bonds*, i primi caratterizzati da un pagamento della cedola al momento terminale, mentre per quanto concerne i secondi la cedola viene pagata con i titoli di nuova emissione.
- *Equity*, utilizzato nella sua forma diretta con il ricorso all'aumento di capitale, attraverso l'emissione di nuove azioni. Il ruolo della componente azionaria è fondamentale per i riflessi di natura psicologica e finanziaria in riferimento al progetto. Molte ricerche sono state fatte su questa tipologia di finanziamento, identificando alcuni elementi critici come la tipologia di azione emessa, la composizione dell'azionariato e le previsioni dell'impatto di una maggior quantità di azioni sugli utili futuri.
- *Private Equity*, inteso come attività di investimento effettuata da investitori istituzionali in capitale di rischio di società con interessanti prospettive di crescita al fine di valorizzare l'investimento in un arco temporale di 3-5 anni attraverso la realizzazione di un *capital gain*. Uno dei principali vantaggi del private equity è la visione strategica che contraddistingue i gestori dei fondi che, a differenza degli istituti finanziari ragiona con ottica imprenditoriale, ricercando la massimizzazione del potenziale ricorrendo a una forte analisi valutativa delle garanzie e dei progetti. Il vantaggio diventa considerevole nelle situazioni in cui l'intervento del fondo chiuso

porta alla *way out* della quotazione in borsa, che rappresenta il vero salto di qualità dell'impresa.

2.5 Il Post Acquisizione: le leve sinergiche e le principali problematiche connesse

L'ultima macro-fase del processo di acquisizione si svolge dopo la chiusura formale del contratto. Si tratta di una fase completamente nuova e con caratteristiche uniche che la differenziano dalle fasi precedenti. Ciò che gli studiosi hanno potuto desumere dallo studio delle operazioni di M&A passate è che per aumentare le probabilità di successo in questa fase è necessaria una valutazione *ex ante* sulla compatibilità degli asset organizzativi, e di una progettazione di risorse e competenze specifiche per gestire il processo. Va detto però che questa problematica non si presenta in tutte le operazioni di M&A ma è specifica solo per operazioni in cui l'obiettivo è combinare le due entità aziendali. Esenti da questa problematica come sottolinea V. Conca sono le operazioni tipicamente effettuate da investitori istituzionali i cui fini sono solo in ottica di diversificazione. L'integrazione post acquisizione è una fase come detto cruciale che determinerà la riuscita o il fallimento degli obiettivi di crescita e sviluppo dell'azienda, per questo motivo è indispensabile che il processo sia sottoposto, come del resto per le fasi precedenti, alle normali regole di pianificazione aziendale. Il ruolo del *management* assume una criticità fortissima, poiché a esso è delegato il successo dell'operazione, a partire dal momento iniziale della valutazione. Lungo questa fase gli sono richieste competenze come *leadership* e forti *capacità organizzative*. Le ricerche della creazione di valore, che muoveva le ambizioni di crescita nella fase di ricerca delle opportunità, si ripresenta nella fase post-acquisizione come ricerca delle sinergie, diventando il fulcro di tutte le operazioni che si intraprendono lungo l'intera fase. I fattori critici che orientano le decisioni del *management* sono riassumibili in:

Figura 7 - Fattori critici post-acquisizione



Fonte (Conca, 1993)

Il modello proposto in **Fig. 7**, espone quattro aree di intervento, che vengono definite come “imperativi organizzativi”, ovvero come le leve prioritarie per un’efficace gestione del processo. Il modello non presuppone una priorità all’interno delle quattro leve bensì un’attenzione simultanea che porta a un’integrazione omogenea al fine di ottimizzare i tempi e trarre il massimo beneficio in termini di valore. Tuttavia, ogni leva presenta degli ostacoli: (Conca, 2010, pp. 206-212)

- Per l’integrazione organizzativa e culturale si possono identificare due tipologie di barriere, primarie che hanno un’origine di tipo culturale, mentre le barriere secondarie derivano dai modelli di comportamento delle persone e dalle procedure organizzative interne. La presenza di differenze culturali è un fenomeno assai ricorrente in quanto si sviluppa nel tempo e risente dei legami che si creano tra azienda e individuo. È importante sottolineare come la cultura aziendale rappresenti quell’insieme di valori, idee, comportamenti, consuetudini che costituiscono l’ossatura portante del modo di pensare e di decidere dell’impresa, e quindi ne caratterizza il *modus operandi*;
- La generazione del consenso, può scaturire da un atteggiamento partecipativo e costruttivo del management e dell’intera struttura organizzativa aziendale, evitando situazioni impositive che si dimostrano nel lungo termine poco efficaci. Tra i metodi più comunemente utilizzati per la generazione ricordiamo il ruolo dell’*opinion leader*,

la creazione di un efficace piano di comunicazione o attraverso l'incentivazione del *management*, nella forma di premi, bonus o *stock options*;

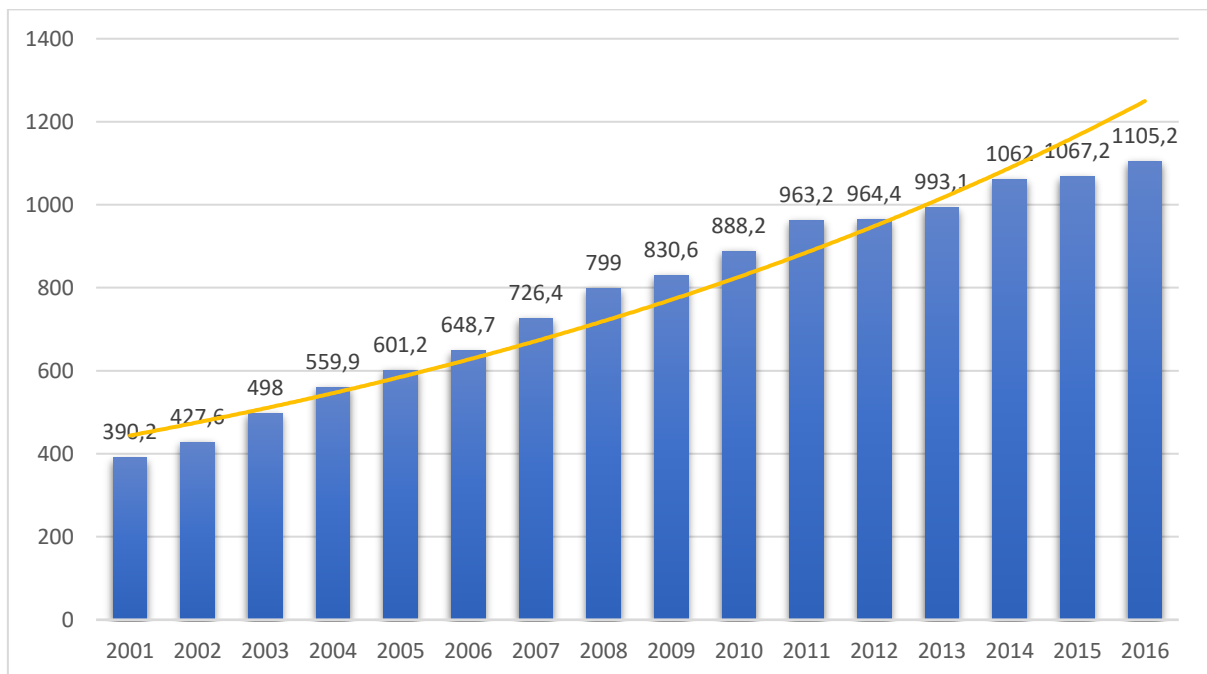
- Il trasferimento delle risorse e delle competenze lo si cerca di realizzare attraverso la creazione di un *flusso osmotico* che intercorre tra le due unità organizzative; le maggiori difficoltà le si riscontrano nella appropriabilità del know how da parte della nuova struttura, facendo un distinguo tra risorse *hard* e risorse *soft*. Tra gli elementi più critici ci sono il trasferimento delle competenze manageriali di gestione operativa, che rappresentano un fattore importante di successo specie tra business fra loro connessi;
- I tempi di adattamento e di risposta, sottolineano la necessità di prevedere, e possibilmente contenere i tempi entro i quali la nuova struttura integrata possa entrare in funzione. Tra le maggiori difficoltà riscontrate si registrano errori formali di identificazione degli elementi fondamentali che certamente non sono vincoli o risultati economici di breve periodo, bensì il processo dovrebbe focalizzarsi sulla gestione del piano di integrazione, indipendentemente dai risultati, che verranno in automatico dal momento in cui la macchina ha iniziato a funzionare correttamente.

Un filo conduttore lungo tutte le leve lo ricopre l'importante strumento della comunicazione, che richiede una minuziosa programmazione e definizione di variabili come, la scelta dei destinatari, le sequenze temporali e le fasi del processo, gli attori e le modalità di impostazione dei messaggi. Il ruolo della comunicazione secondo autori come R.J. Burke, professore di Organizational Psychology presso l'Università del Michigan, diventa tanto più critico quanto maggiore è la distanza culturale tra le due società e quindi ne deriva che le risorse che dovranno essere impiegate dovranno essere adeguate e coerenti con la complessità della situazione.

3.1 Overview del settore farmaceutico e analisi del contesto

L'industria farmaceutica gioca un ruolo fondamentale nello sviluppo di medicinali e vaccini per ridurre l'incidenza di malattie, per trattare le malattie e per migliorare la qualità della vita della gente. Il principale contributo dell'industria farmaceutica riguarda però la sua partecipazione nello sviluppo tecnologico attraverso la ricerca per soddisfare completamente la domanda di *healthcare* della popolazione. Il mercato globale di farmaci cresce al ritmo del 4,9% medio-annuo come si vede dalla **Fig. 8**, e ci si aspetta arrivi a \$1.300 miliardi entro il 2020 (INTERNATIONAL TRADE ADMINISTRATION, 2016).

Figura 8 - Andamento profitti settore farmaceutico



Fonte – Adattato da (Statista, 2017)

Nonostante le enormi prospettive di crescita del mercato, le società farmaceutiche sono costantemente sotto attacco in particolare da gruppi di protesta a difesa dei pazienti soggetti a malattie rare, i quali contestano i costanti rialzi dei prezzi e la contemporanea interruzione/riduzione dei fondi alla ricerca, accusando anche il governo di favorire questo processo; oltre a ciò, le riforme sulla tassazione, in particolare quella Americana, rischia di rallentare e complicare le attività di M&A tra i gruppi, i quali tenderanno a evitare di over-pagare i *target* allo scopo di ridurre il costo dell'operazione. Il problema principale del settore però è connesso ai brevetti i quali, come riporta la ResultsHealthCare, tra il 2017 e il 2021 metteranno a rischio \$147 miliardi di vendite, potenzialmente interrompendo l'ascesa dell'industria. (Rangachari, et al., 2017)

I fattori chiave che guidano la domanda di farmaci sono legati in primis al beneficio dell'uso di terapie orali, che hanno influenzato lo sviluppo dei nuovi farmaci, ma soprattutto all'incremento dell'incidenza di malattie croniche.

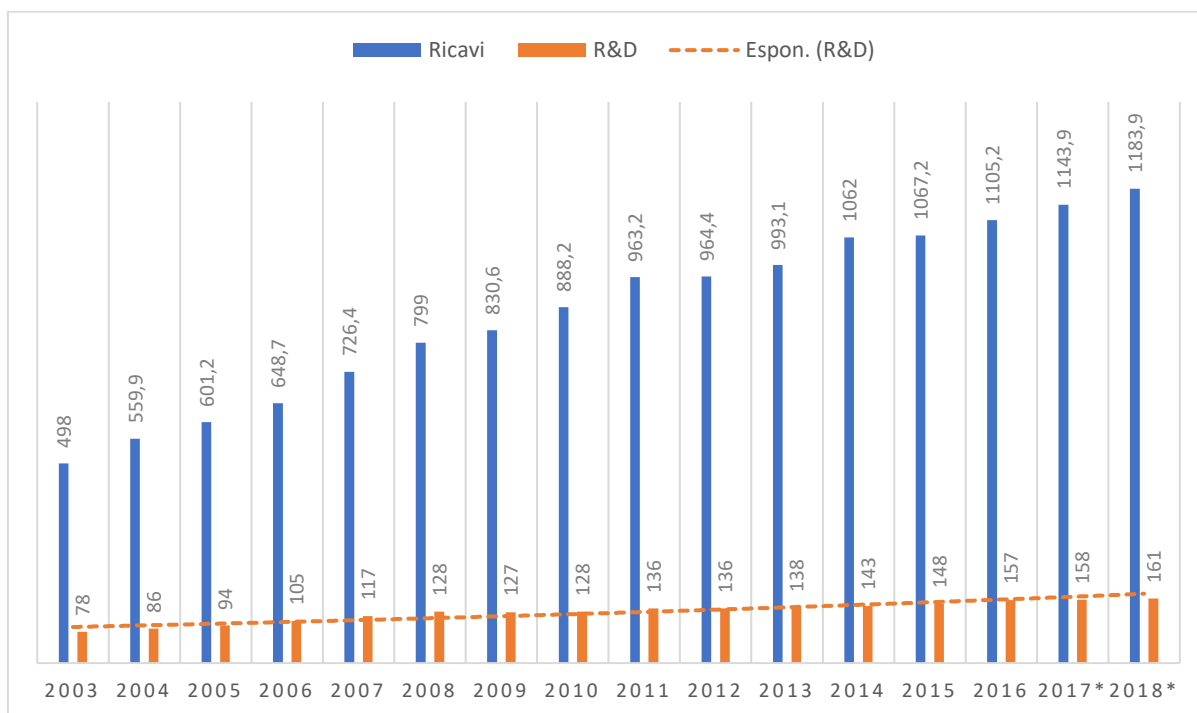
Gli elementi che stanno invece contribuendo al cambiamento del settore a livello industriale sono: (Abban, 2017)

- budget sanitari soggetti a una forte pressione rialzista, dovuta come detto in precedenza all'incremento dell'incidenza di malattie croniche e all'invecchiamento delle popolazioni in particolare nei paesi ricchi;
- l'incremento della domanda di farmaci dai paesi emergenti;
- l'innovazione dei medicinali sta influenzando il regolatore nel diventare più cauto e restrittivo nelle procedure di approvazione dei nuovi medicinali;
- maggior attenzione da parte della popolazione all'incremento dei prezzi dei medicinali.

Una delle sfide più complesse che il settore sta affrontando è lo sviluppo di una strategia multi-channel, destinata all'identificazione del miglior mezzo comunicativo per veicolare le corrette informazioni sui prodotti al cliente. Questo problema è sorto a causa della scorretta attività di promozione svolta dai monopolisti del settore negli anni passati che ha drammaticamente ridotto la fiducia del consumatore.

Il rischio principale per le aziende farmaceutiche è la gestione dell'attività di R&D. Le attività di ricerca e sviluppo sono la linfa vitale del settore farmaceutico. La scoperta di nuovi farmaci è ad alta intensità di conoscenza e ricerca e la sua competitività e profittabilità dipende dal flusso continuo di invenzioni e innovazioni. L'ultima fase della *pipeline*, e per alcune compagnie la più importante, è la commercializzazione dei nuovi farmaci, un passaggio che deve permettere all'azienda di ottenere le risorse tali da sostenere lo sviluppo e il vantaggio competitivo acquisito sugli altri e farlo perdurare nel corso del tempo. Nel corso degli anni gli investimenti in R&D però hanno subito una brusca riduzione a partire in particolare dalla crisi economica del 2007 come si può vedere in **Fig. 9**, soprattutto in relazione all'ammontare di fatturato del settore.

Figura 9 - Trend investimenti in R&D rispetto ai ricavi



Fonte – Adattamento da (Statista, 2018) (Evaluate, 2017)

Nonostante ciò, l'industria farmaceutica può guardare al futuro positivamente poiché le opportunità ci sono e ci saranno. In particolare, più di 220 medicinali sono in attesa di essere introdotti nel mercato entro il 2021 a seguito delle consuete valutazioni. La maggior parte delle strutture produttive sarà decentralizzata, permettendo lo sviluppo di nuovi business e incrementando il numero di mercati di riferimento; l'attività di *outsourcing* ci si aspetta apporti un incremento del fatturato globale di circa \$105 miliardi entro il 2021. Una delle soluzioni alla riduzione delle vendite a causa della commercializzazione dei farmaci generici post scadenza è la creazione di un *portfolio* di farmaci generici così da entrare anche in quel mercato. (Rangachari, et al., 2017)

3.2 Valeant Pharmaceuticals International, Inc.

Valeant Pharmaceuticals International, Inc. è una multinazionale specializzata nel settore farmaceutico con sede a Laval, Canada. Nel suo portafoglio prodotti include, farmaci brandizzati, farmaci generici e prodotti specifici per cure neurologiche e dermatologiche. Fondata nel 1959 in California come INC Pharmaceuticals si occupava principalmente della vendita di prodotti chimici e farmaci, rincorrendo la crescita attraverso l'acquisizione di piccole società farmaceutiche. INC divenne conosciuta a seguito della scoperta del farmaco Ribavrin, che nel 1985 ottenne l'approvazione dalla FDA (Food and Drugs Administration)

per il trattamento di malattie polmonari sui bambini. L'anno della prima rivoluzione societaria fu il 2002 con la liquidazione del CEO nonché fondatore Milan Panić e il cambiamento delle politiche aziendali, in particolare agendo su: (Arnold, et al., 2011)

- *centralizzazione degli acquisti globali*, per esercitare maggior potere contrattuale;
- *ristrutturazione del debito*, ricercata attraverso il dilazionamento delle scadenze e la riduzione dell'effettivo tasso di interesse frutto di rii-contrattazione con i prestatori di denaro.

La prima rivoluzione terminò con la modifica della ragione sociale in *Valeant Pharmaceuticals International* e la quotazione nella New York Stock Exchange nel 2003. Questa attività permise a Valeant di raccogliere denaro sufficiente a finanziare le prime grosse operazioni di M&A negli anni seguenti, 2004 e 2005, focalizzate in particolare ad espandere il ramo neurologico. A seguito della scadenza del brevetto sul Ribavirin, Valeant perse buona parte delle sue entrate e questo la costrinse ad avviare una nuova rivoluzione interna a partire dal 2006, ristrutturando il precedente piano strategico incorporando:

- riduzione dei costi;
- aumento dei profitti;
- investimenti nella ricerca e sviluppo (R&D), focalizzando le sue attività in particolare sull'ultimo stadio della *pipeline drugs*.

Per capire meglio cosa rappresenti l'ultimo stadio della *pipeline drugs* va fatto un breve inciso sugli steps che caratterizzano la scoperta di un nuovo farmaco o di una nuova cura, e sono: (Raj & Seetharaman, 2012, p. 30)

- *Drug discovery and pre-clinical test*;
- *Drug development*, caratterizzata dai primi test sugli animali per passare ai test sugli umani;
- *FDA review*, fase cruciale di ricerca dell'approvazioni necessarie alla commercializzazione;
- *Manufacturing and marketing*, fase finale che interessava particolarmente a Valeant, la quale con i nuovi piani strategici contava di delegare le fasi precedenti alle società minori che poi sarebbero diventate target di acquisizioni.

La seconda rivoluzione avviata come detto a partire dal 2006, prese vigore nel 2008 con l'elezione a CEO di J. Michael Pearson che trasformò Valeant radicalmente, apportando all'interno della struttura le metodiche apprese nel corso dei suoi 23 anni presso la *McKinsey*

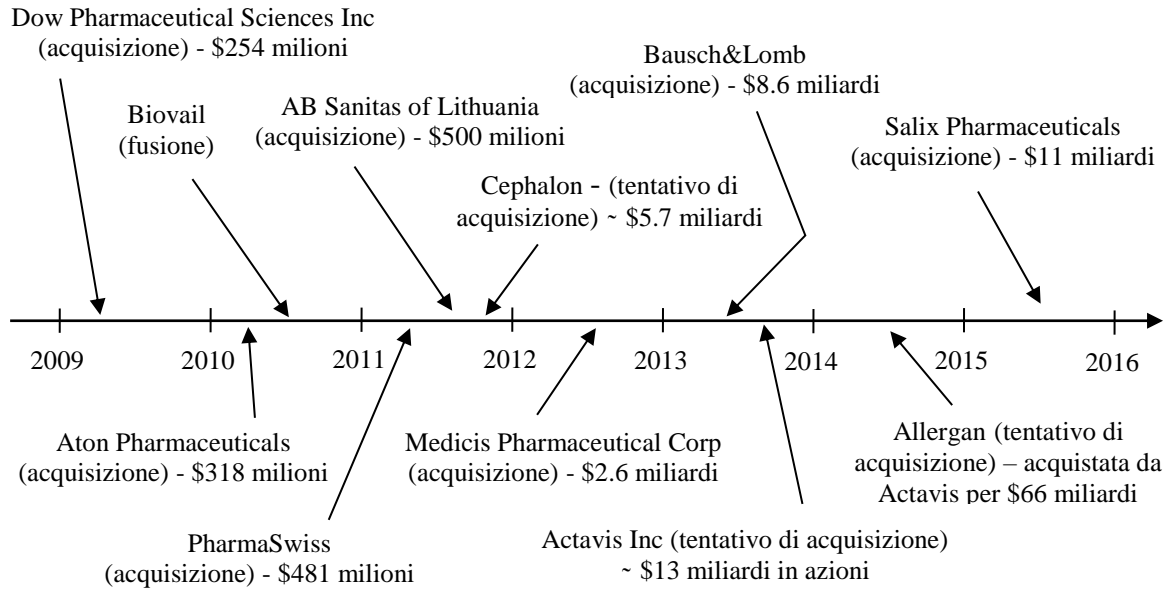
& Company. Prodotti non strategici e investimenti regionali non incontravano la logica di crescita e profittabilità del nuovo *Business Plan* tanto che Valeant abbandonò mercati importanti come il quello Giapponese e chiuse, vendendo, i centri operativi e produttivi situati in Europa e nel Medio Oriente. Sotto la guida di Pearson, la strategia di crescita di Valeant cambiò radicalmente focalizzandosi su:

- gestione e ottimizzazione del processo distributivo dei medicinali e degli strumenti medici;
- attività di M&A focalizzata all'acquisizione di società con farmaci protetti da licenza;
- vendita e sponsorizzazione di farmaci attraverso i medici, soprattutto quelli per i quali essi avevano potere "decisionale", prestando particolare attenzione alla categoria di quelli che godevano di un limitato rimborso statale;
- creazione di una struttura organizzativa decentralizzata, efficiente e agile;
- utilizzo dell'indebitamento per perseguire una politica espansionistica;

Al fine di realizzare tutte le attività di M&A in progetto, e il riacquisto nel mercato mobiliare di parte delle azioni emesse (*buyback*), Pearson ritenne necessario ricercare le fonti di finanziamento a partire dall'interno, tagliando nel 2008 metà degli investimenti in R&D, considerandoli non essenziali, poco funzionali al conseguimento dell'attività in programma e troppo rischiosi. Fu una mossa al quanto inusuale, che stupì il settore farmaceutico, abituato a ricercare maggiori profitti attraverso lo sviluppo di nuovi farmaci. La visione differente approssiata dal nuovo CEO verrà approfondita nel paragrafo 3.3, attraverso l'analisi della scelta e il confronto di due mentalità opposte, lo sviluppo attraverso la ricerca e quello attraverso le acquisizioni.

Valeant nel corso degli anni seguenti tentò numerose operazioni di M&A, delle quali però ne concluse poco più di 20; i fatti più rilevanti succeduti dal 2009 sono riportati in **Fig. 10**. Tra di esse vanno ricordate operazioni di fondamentale importanza come la fusione con BIOVAIL, che sarà alla base di un ampio studio nel paragrafo 3.4, la complessa acquisizione di *Bausch & Lomb*, leader nel settore ottico, acquistata nel 2013 per circa \$8.57 miliardi in contanti (Wayne, 2013), o tentativi di acquisizioni ostili come quello ai danni di Allergan avvenuto nel 2014.

Figura 10 - Timeline eventi principali tra il 2009 e il 2016



Fonte – Adattamento da (Reuters, 2015)

Questa ondata di M&A portò Valeant ad accumulare un debito gigantesco di ben \$30 miliardi nei confronti non solo del settore bancario, ma anche nei confronti di grossi fondi di investimento (vedi *Pershing Square Capital Management*) e investitori minori. Il debito però non sembrava spaventare i mercati visto che gli investitori continuavano a sostenere la società incrementando e sostenendo la crescita del valore aziendale, infatti la società in borsa passò dai 20\$ per azione degli inizi 2009 agli oltre 260\$ per azione di metà 2015. Come si può vedere in **Fig. 11**.

Figura 11 - Andamento Valore Azionario dal 2009 al 2017



Fonte - (Finekobank, s.d.)

Ciò che attirava gli investitori era ovviamente la possibilità di generare ampi profitti, identificando nel modello di business di Valeant una gestione innovativa e migliorativa delle vecchie abitudini che caratterizzavano il settore farmaceutico. Nello specifico identificavano la capacità di: (Damodaran, 2015, p. 5)

- Comprare basso per rivendere alto: gli investitori erano affascinati dalla capacità di Valeant di adattare al settore farmaceutico classiche tecniche di investimento, realizzando operazioni di acquisizione di società che possedevano brevetti su medicinali “sotto prezzati” che successivamente venivano rii-prezzati in base a ciò che il mercato era disposto a pagare;
- La capacità di ottenere debito in relazione all’ampio e stabile *cash flow* che le società farmaceutiche avevano sempre dimostrato una volta raggiunta una certa dimensione;
- L’identificazione della “non sacralità” dell’R&D, identificando l’attività come una mera operazione di investimento e che quindi veniva confrontata con tutte le altre operazioni tra cui le operazioni di acquisizione, che ovviamente promettevano maggiori ritorni;
- La rapida conversione delle acquisizioni in operazioni profittevoli, contrariamente a quanto succedeva generalmente.

Dal grafico però si deduce come a partire dalla metà del 2015, Valeant entrò in una spirale negativa che riportò il valore azionario all'inizio del 2009. Ciò che emerse in quegli anni, grazie a ricerche come la *Citron Research* (Citron, 2015), fu che il piano attuato da J.M. Pearson era ricco di incorrettezze, difficilmente sostenibile e che si basava su concetti eticamente ed economicamente scorretti a partire dalla gestione delle acquisizioni fino ad arrivare alla struttura finanziaria ipotizzata. Ciò che gli investitori non vedevano prima del 2015 erano le modalità con le quali Valeant riusciva a generare enormi profitti, i quali sostenevano l'intero castello di carta. Tra le problematiche principali in relazione alla gestione del processo di integrazione post attività di M&A, Valeant era abituata a decurtare significativamente gli investimenti in R&D dell'acquisita e procedeva con la riduzione fino al 50% degli impiegati, come già accennato in precedenza, ma questo non era tutto. Infatti, Valeant era solita procedere ad un incremento dei prezzi dei medicinali protetti da brevetto, costringendo le persone che ne necessitavano ad accettare gli aumenti, essendo essi impossibilitati ad acquistare un farmaco equivalente. Le commissioni d'inchiesta volute dal senato americano nel 2015 riscontrarono un incremento immotivato del prezzo di 66 farmaci, con un rialzo medio del 66% (Pollack & Tavernise, 2015); il costo di tale incremento fu distribuito equamente tra tutti i cittadini americani, causando loro un aumento del costo delle assicurazioni sanitarie. L'intero sistema purtroppo, era sostenuto dalla particolare struttura distributiva farmaceutica americana, in quanto erano coinvolti medici, farmacie e compagnie assicurative, tutte operanti in un ambiente delimitato che, anche a causa delle riforme legali (si veda la *Obamacare*) risultava sempre più interconnesso; Valeant riuscì ad approfittarne, "corrompendo" il giudizio dei medici, sensibilizzandoli al prezzo e promettendo loro maggiori provvigioni dalla vendita di farmaci più costosi. (Damodaran, 2015, p. 6)

A conclusione di ciò, la svalutazione delle azioni fu di oltre il 90%, facendo perdere miliardi a grossi investitori e ai piccoli e medi azionisti. Questo portò inevitabilmente alle dimissioni di J.M. Pearson nel marzo del 2016, con il subentro momentaneo dell'investitore Bill Ackman, CEO della *Pershing Square Capital Management*, fondo d'investimento che perse oltre \$7 miliardi a causa del tracollo, che tentò invano di risollevarne finanziariamente il gruppo per limitare le sue perdite. Valeant, in seguito alle indagini adoperate dal senato americano, ha avviato un processo di cambiamento strategico interno rilevante, nominando Joseph Papa nel 2016 come nuovo CEO, i quali moniti erano: l'attenzione al disinvestimento degli asset aziendali, la riduzione del debito e la riorganizzazione interna al fine di realizzare una crescita omogenea.

3.3 M&A over R&D model, come funziona e cosa ha sbagliato Valeant?

Il confronto tra ricerca e sviluppo e l'attività di fusione e acquisizione, sono state oggetto di numerose ricerche e elaborati economici; tra questi il modello proposto da Gordon M. Phillips, professore presso la University of Southern California and NBER, e da Alexei Zhdanov, professore presso la University of Lausanne and Swiss Finance Institute, risulta particolarmente indicato per analizzare e descrivere ciò che accade nel settore farmaceutico, nel nostro caso facendo un focus sulla strategia, descritta in precedenza, perseguita dalla Valeant Pharmaceuticals. Il modello si chiama: “*R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity*” pubblicato su RFS Advance Access il 27 ottobre 2012. Le prerogative del modello sono riassumibili in 4 punti (Phillips & Zhdanov, 2012):

- Le possibilità di subire una acquisizione, spinge la ricerca dell'innovazione sia per le *small firms* sia per le *large firms*, questo però si riduce all'aumentare delle dimensioni delle società, in quanto le *large firms* potrebbero trovare più conveniente acquisire le *small firms* che hanno avuto successo nella loro attività di ricerca. Inoltre, la possibilità di subire una acquisizione incrementa le probabilità di successo dell'attività di ricerca;
- Il modello dimostra come l'attività di R&D nelle *large firms* è meno pro-ciclico rispetto alle *small firms*, infatti mentre le *small firms* sono motivate a investire di più in ricerca a seguito di un aumento della domanda, questo non è necessariamente vero per le *large firms*, infatti rispetto a un leggero aumento delle vendite, gli investimenti in R&D tendono a diminuire proprio a causa della minor pro-ciclicità economica e finanziaria.
- Il maggior potere di contrattazione delle *small firms* le porta ad essere maggiormente aggressive rispetto all'innovazione, al fine di incrementare le probabilità di ricevere una acquisizione.
- Il modello dimostra come e quanto sia fondamentale la struttura e la composizione del settore di riferimento, infatti un numero maggiore di *small firms* induce un minor investimento in ricerca delle *large firms*.

Le assunzioni che stanno alla base del modello sono che la spesa per la ricerca e sviluppo sia fissa, e quindi uguale per ogni operatore, il contesto competitivo consenta le acquisizioni e infine che la probabilità di successo nell'attività di R&D sia data dalla funzione $1/n$ dove n è il numero delle società che investono in R&D.

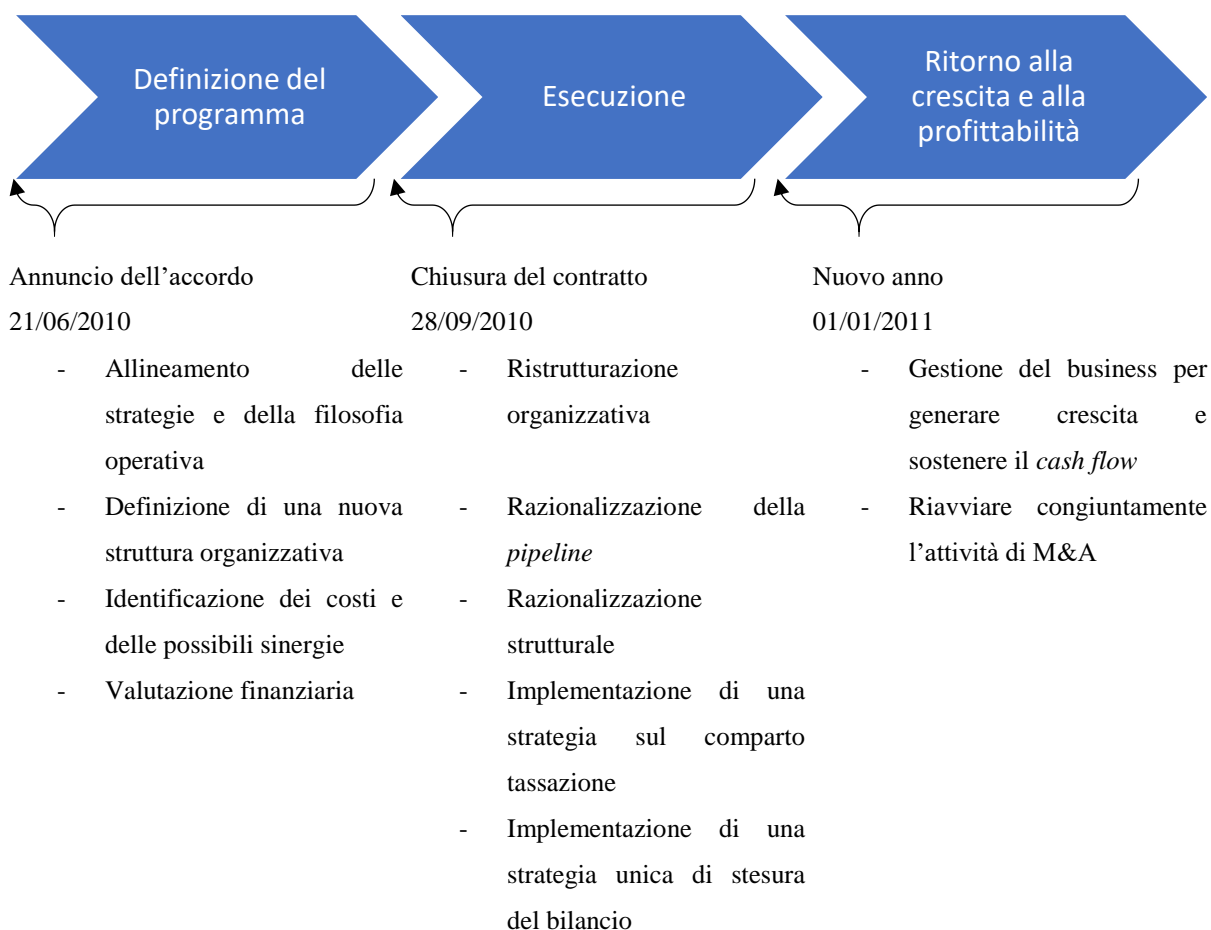
L'attività di acquisizione operata dalle *large firms* dev'essere sempre e comunque svolta in regime di sostenibilità, per salvaguardare gli interessi di tutte le parti in gioco, dagli

stakeholders, ai shareholders fino alle banche che detengono il debito della società, il cui ammontare è legato ai risparmi dei cittadini. Le prerogative di Valeant nel 2008 con l'avvio della propria attività di M&A erano valide e il mercato gliel'ha riconosciute, detto ciò come analizzato in precedenza Valeant ha ricorso eccessivamente al debito e non riuscendo a sostenerlo con le vendite, ha deciso di incrementare il costo dei farmaci ai consumatori. Questa spirale inflazionistica però l'ha portata sull'orlo del fallimento, mettendo in seria difficoltà l'economia americana e di conseguenza i risparmi delle famiglie.

3.4 Il processo di fusione con Biovail

Tra le prime operazioni effettuate da Valeant in seguito all'avvio del proprio ciclo di M&A, va ricordata e analizzata approfonditamente la fusione con Biovail, una delle più grandi società farmaceutiche Canadesi. La fusione fu ufficializzata in giugno 2010, anche se i primi contatti tra le due società risalivano agli inizi del nuovo ciclo, avviato come discusso da M.J. Pearson nel 2008, infatti nell'agosto del 2009 Valeant intavolò con Biovail l'acquisizione del suo comparto neurologico. Il dialogo tra le società continuò fino al 2010, quando, le intenzioni societarie mutarono in favore di una fusione, che venne confermata dalla mutua firma di un accordo *standstill* nel febbraio. Nei mesi successivi si susseguirono una serie di incontri conoscitivi, guidati dagli *Advisors*, che avevano il compito di discutere dell'eventuale procedimento da seguire, nonché delle potenziali sinergie attuabili al fine di creare valore per le società e per gli azionisti. L'operazione venne approvata dai *boards* di entrambe le società, che sottoscrissero il piano finanziario programmato, il 20 giugno 2010. La tempistica di sviluppo dell'accordo e la chiusura del contratto fu molto rapida, anche grazie alle consulenze finanziarie e gestionali che i due gruppi hanno ricevuto; come riportato da Reuters Valeant fu seguita dalla Goldman Sachs e da Jefferies and Co, mentre Biovail fu consigliata da Morgan Stanley. (Jordan & Dey, 2010) L'intero processo è stato riassunto in **Fig. 12**, la quale rende evidente i passaggi principali.

Figura 12 - Merger Plan



Fonte (Arnold, et al., 2011)

La fusione completata il 28 settembre 2010 è stata realizzata mediante l'utilizzo di una società sussidiaria o *SPV* da parte di Biovail, la quale avrebbe inglobato Valeant, fondando una nuova società a nome di "Valeant Pharmaceuticals International, Inc." con sede in Canada. Stando agli accordi inoltre, i bilanci consolidati preacquisizione di Biovail saranno considerati come i dati storici ufficiali della nuova società nascente, andando quindi ad includere i risultati finanziari di Valeant solo per i periodi successivi la conclusione della fusione. (Ernest&Young, 2011)

Con la fusione la strategia di Valeant Pharmaceuticals International, Inc. mutò, come descritto nel report annuale del 2010; infatti, il nuovo team finanziario realizzò un nuovo modello di *business* il cui obiettivo era la ricerca di una crescita sostenibile e profittevole e che, contemporaneamente gli permettesse, attraverso la riduzione al minimo degli investimenti in ricerca e sviluppo di incrementare il proprio ruolo commerciale.

Il programma prevedeva di raggiungere gli obiettivi di crescita in quattro modi:

- Attraverso la creazione di accordi commerciali e piani di collaborazione per condividere i costi di sviluppo e aumentare il potere contrattuale;
- Diffondere in nuovi mercati medicinali già sviluppati e presenti nei paesi ricchi;
- Acquisizione di *dossier* e brevetti per medicinali generici, che richiedono una limitata attività di avviamento e di produzione, e
- Procedere alla vendita della capacità di sviluppo interne a terzi, così da permettere l'assorbimento degli elevati costi di gestione interni.

Il programma definito in via prospettica però era ovviamente soggetto a vari rischi e incertezze tra cui vennero identificate alcune tra le seguenti criticità: (Ernest&Young, 2011)

- L'estrema competitività dell'industria farmaceutica poteva mettere in seria difficoltà la sostenibilità finanziaria del gruppo, in quanto i competitors potrebbero sviluppare o acquisire con maggior efficienza o a costi inferiori nuovi medicinali in relazione ai nostri target di business;
- Il possibile fallimento del processo integrativo tra Valeant e Biovail, causato in particolare dall'ampliamento delle tempistiche previste, potrebbe condizionare i risultati futuri del gruppo; nello specifico Valeant temeva di incontrare:
 - o Difficoltà nell'integrazione dell'area R&D, nell'area di produzione, nonché di distribuzione, vendita, nell'attività di marketing e promozione e nell'integrazione dei sistemi software interni;
 - o Problematiche e intoppi nella difficile gestione di un business più complesso;
 - o Difficoltà nell'identificare ed eliminare le operazioni ridondanti nonché gli asset definiti "*underperforming*" rispetto agli obiettivi aziendali;
 - o Difficoltà nel processo di fusione dei diversi standard valutativi, della cultura aziendale e delle metodiche di remunerazione;

La compagnia per questo secondo punto aveva ipotizzato di incorrere in costi indiretti in un range tra \$135 e \$180 milioni di dollari, nonostante ciò, come riportato a pagina 14 della sezione "*General Information*" del bilancio 2010, Valeant avvertiva gli azionisti di possibili spese extra derivanti da variabili che andavano oltre il loro controllo e che comunque avrebbero potuto impattare negativamente nelle tempistiche e quindi richiedendo maggiori risorse finanziarie.

Valeant comunicò che, per completare l'operazione di fusione avrebbe dovuto ricorrere in modo significativo al debito, il quale avrebbe potuto modificare il modo in cui la compagnia conduceva la propria attività di business e limitarla nella realizzazione del proprio piano di crescita; venne inoltre specificato che in un'eventuale situazione di crisi economica, il gruppo avrebbe potuto incontrare difficoltà nell'ottenimento di nuovo debito finanziario, mettendo a rischio la sostenibilità dell'intero gruppo. Inoltre, l'eccessivo utilizzo del debito, che ha generato una pessima reputazione al gruppo, li ha esposti a tassi di interesse elevati che richiedevano il pagamento di cifre elevatissime e il mantenimento di un *cash flow* elevato e stabile.

Al di là delle preoccupazioni e delle possibili complicazioni, la fusione fu particolarmente voluta da Valeant per le sensibili detrazioni di cui avrebbe beneficiato spostando la sua sede in Canada, soprattutto in previsione delle successive operazioni di M&A. Valeant infatti contava di poter risparmiare più del 50% della propria spesa in tasse, passando da una tassazione Americana del 35% a una tra il 10% e il 15% di quella Canadese. Il punto più critico dell'intera operazione fu la gestione *post-closing* dei dipendenti; M.J. Pearson nel nuovo piano industriale del 2011 indicò come ridondanti le posizioni di 1.100 operai (circa il 25% della forza lavoro combinata delle due società) ponendosi l'obiettivo di eliminarle al fine di efficientare la struttura e beneficiare di enormi risparmi in spesa (Arnold, et al., 2011). Inoltre, Valeant come per le operazioni di M&A ridimensionò la spesa in R&D, eliminando 8 importanti programmi di ricerca a favore del finanziamento delle successive acquisizioni (Arnold, et al., 2011). Infatti, il *Business Plan* aveva in programma la realizzazione di altre 5 acquisizioni nel 2011, di cui solo 3 effettivamente realizzate quali: iNova (\$625 milioni), PharmaSwiss (\$481 milioni) e AB Sanitas of Lithuania (\$500 milioni) (Reuters, 2015).

CONCLUSIONE

Lungo l'intero percorso di realizzazione di quest'opera, attraverso la ricerca delle fonti, ho colto come la complessità delle variabili in gioco è talmente elevata da impedire la realizzazione di un modello univoco e infallibile di M&A. Va detto però che esistono alcune ricerche, realizzate da leader nel settore delle consulenze, come per esempio la *Bain&Company*, che vanno a identificare alcuni denominatori comuni che caratterizzano gli acquirenti di successo, nonché identificano la miglior struttura organizzativa a supporto dell'operazione. La loro ricerca, realizzata attraverso lo studio di 10.000 acquisizioni e sviluppata in collaborazione con Valter Conca, è sintetizzata nella *M&A Learning Curve*. Gli elementi principali sono sintetizzati in: (Conca, 2010, p. 242)

- *Compatibilità dimensionale del target*: lo studio identifica maggiori possibilità di successo se grandi società acquisiscono società di dimensioni minori, definendo *big deals* i “bocconi” più piccoli;
- *La frequenza delle operazioni*: lo studio sottolinea come la frequenza dei *deals*, incida positivamente sul successo delle operazioni successive;
- *Il comportamento dei vincenti*: dalle interviste operate sui CEO/CFO emergono alcune peculiari coincidenze che sono:
 - L'entrata graduale nel “gioco” delle acquisizioni, senza identificarlo in principio come il *core business* aziendale;
 - La creazione di un team dedicato, che maturi esperienza e si specializzi;
 - Il coinvolgimento sin in principio del *management di linea*, ricercando dunque l'approvazione e il supporto del personale operativo;
 - La definizione di un processo strutturato;
 - Il non farsi prendere dalla *'febbre del deal'*, quindi sviluppare la capacità di identificare un *deal* scorretto e fare un passo indietro.

Va sottolineato però, che difficilmente tutti questi aspetti vengano assimilabili nel modo corretto; questo genera una enorme vastità di possibili scenari. Nel caso specifico di Valeant Pharmaceuticals International, Inc. quello che è risultato particolarmente deleterio per la propria attività fu:

- L'eccessiva rapidità con la quale Valeant ha ridefinito il proprio *business core*, abbandonando la ricerca e sviluppo quasi completamente e trasformandosi in una pseudo società finanziaria;

- Il *management* fu preso dalla “*febbre del deal*”, e questo portò la società a decidere di over pagare le *target* senza valutarne attentamente l’effettivo valore;
- L’incapacità dimostrata, correlata alla inesperienza societaria, rispetto la gestione di una complessità crescente; la complessità rappresenta storicamente una lama a doppio taglio, in quanto in momenti economicamente positivi, gli investitori hanno una visione positiva di ciò che non comprendono, viceversa durante le situazioni di crisi la mancanza di chiarezza viene interpretata negativamente;
- E in conclusione, l’inumanità con la quale hanno ricercato le fonti di finanziamento, facendo ricadere il costo dell’attività di M&A interamente sulle spalle dei malati, in particolare di quelli che non possono vivere senza i loro farmaci (Damodaran, 2015);

BIBLIOGRAFIA

LIBRI E ARTICOLI

ABBAN, J., 2017, *Pharmaceutical Industry Industry Overview: Trends, Risks, Opportunities & Deals*. InvestmentBank [Online], 2017.

Disponibile su: <<https://www.investmentbank.com/pharma-industry-overview/>>

ARNOLD, J., FOREHLICH, K., MCBRIDE, M., PARKER, S., UTTERBACK, A., CHAPMAN, R., CHRISTIAN, G., 2011, *Valeant Pharmaceuticals International, Inc. Arizona State University* [Online], 2011. Disponibile su:

<<https://www.cengage.com/management/webtutor/ireland3e/cases/valeant.pdf>>

BOWER, J.L., 2001, *Not All M&As Are Alike – and That Matters*. Harvard Business School [Online], 2 Aprile 2001. Disponibile su: <<https://hbswk.hbs.edu/item/not-all-mas-are-alikeand-that-matters>>

BRUGGER, G., 1994, *L'Analisi delle Strategie di creazione di valore delle imprese*. ItaliaOggi, 1994, N°20

CITRON, 2015, *Valeant: Could this be the new Enron?*. CitronResearch [Online], 21 Ottobre 2015. Disponibile su: <<https://citronresearch.com/wp-content/uploads/2015/10/Valeant-Part-II-final-c.pdf>>

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J., 1990, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. A cura di New York: Wiley.

DAMODARAN, A., *Valeant Pharmaceuticals' Dizzying Fall From Investors' Good Graces*. Forbes [Online], 11 Novembre 2015. Disponibile su: <<https://www.forbes.com/sites/aswathdamodaran/2015/11/11/valeant-pharmaceuticals-plunge-valuation/#51b37d43e56>>

ERNEST&YOUNG, 2011, *Valeant Pharmaceuticals International, Inc. – Annual Report 2010*. Valeant [Online], Mississauga. Disponibile su: <<http://ir.valeant.com/annual-reports-archive>>

ERNEST&YOUNG, *Role of IA during M&A*. Ernest&Young Internal Document [Online]. Disponibile su: <<https://www.ey.com/gl/en/services/advisory/role-of-ia-during-m-a>>

EVALUATE, 2017, *World Preview 2017, Outlook to 2022. EvaluatePharma* [Online], Giugno 2017. Disponibile in: < <http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/WP17.pdf> >

FINECOBANK, 2018, *Grafico valore azionario Valeant Pharmaceuticals. Fineco PowerDesk*.

FISHER, R., URY, W., 2007, *L'Arte del Negoziato*. Edizione: IV. A cura di Milano: Mondadori. Citato in: *Le Acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, a cura di VALTER CONCA, 2010, pp. 99.

FUSA, E., 2012, *Differenze di fusione. Rilevazione in bilancio e aspetti fiscali: problematiche riscontrabili*. Il Fisco, n°24, 2012.

GORDON, M., SHAPIRO, E., 1956, *Capital Equipment Analysis. The Required Rate of Profit. Management Science* [Online], Disponibile su: < <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.3.1.102> >

GORDON, M.P., ZHDANOV, A., 2012, *R&D and Incentives from Mergers and Acquisition Activity*. The NATIONAL BUREAU of ECONOMIC RESEARCH, Agosto 2012. Disponibile su: < <http://www.nber.org/papers/w18346> >

HIREMATH, A., 2017, *What are the key metrics to look at for M&A target identification?*. Quora [Online], 28 Dicembre 2017. Disponibile su: < <https://www.quora.com/What-are-the-key-metrics-to-look-at-for-M-A-target-identification> >

INTERNATIONAL TRADE ADMINISTRATION, 2016, *2016 Top Markets Report Pharmaceuticals – Overview and Key Findings. International Trade Administration* [Online], 2016. Disponibile su: < https://www.trade.gov/topmarkets/pdf/Pharmaceuticals_Executive_Summary.pdf >

JORDAN, P., DEY, E., 2010, *Drugmaker Biovail to buy Valeant in \$3.3 billion deal*. Reuters [Online], 11 Giugno 2010. Disponibile su: < <https://www.reuters.com/article/us-biovail-valeant/drugmaker-biovail-to-buy-valeant-in-3-3-billion-deal-idUSTRE65K1LA20100621> >

KOO, J.S., *Stakeholders'Influence on Mergers and Acquisitions: A Research Review and Complementary Research Design*. Arskiu [Online]. Disponibile su: < <http://www.arskiu.net/book/pdf/1468033000.pdf> >

LABORY, S., 2012, *Operazioni Straordinarie*. Treccani Dizionario di Economia e Finanza [Online], 2012. Disponibile su: < http://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ >

MERGERSTAT, 2009, *M&A Activity Report: vari anni*. Citato in: *Le Acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, a cura di VALTER CONCA, 2010, pp. 326.

POLLOCK, A., TAVERNISE, S., 2015, *Valeant's Drug Price Strategy Enriches It, but Infuriates Patients and Lawmakers*. The New York Times [Online], 4 Ottobre 2015. Disponibile su: < <https://www.nytimes.com/2015/10/05/business/valeants-drug-price-strategy-enriches-it-but-infuriates-patients-and-lawmakers.html> >

PRICEWATERHOUSECOOPER, 1998, *Le esperienze di M&A presentano fortune alterne*. Citato in: *Le Acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, a cura di VALTER CONCA, 2010, pp. 10.

RAJ, J.R., SEETHARAMAN, A., 2012, *A study of decrease in R&D spending in the pharmaceutical industry during post-recession*. ResearchGate [Online], Ottobre 2012, Volume 5, N°4. Disponibile su: < https://www.researchgate.net/publication/272477050_A_study_of_decrease_in_RD_spending_in_the_pharmaceutical_industry_during_post-recession >

RANGACHARI, V., MEKIC, D., NEWRZELLA, A., 2017, *Results Healthcare, Pharma & Biotech 2017 - Review of outsourced manufacturing*. ResultsHealthcare [Online] 26 Gennaio 2017. Disponibile su: < <http://resultshealthcare.com/wp-content/uploads/2017/01/Results-Healthcare-Pharma-Biotech-2017-Review-of-outsourced-manufacturing-Whitepaper.pdf> >

REUTERS STAFF, 2015, *TIMELINE-Deals, and doubts, mark Valeant's acquisition history*. REUTERS [Online] 26 Ottobre 2015. Disponibile su: < <https://www.reuters.com/article/valeant-pharmacies-timeline-idUSL1N12N1PL20151026> >

SANDEI, C., 2017, *Spa Operazioni Straordinarie – Slide*.

STATISTA STAFF, 2017, *Pharmaceutical market worldwide revenue since 2001*. Statista [Online], 2017. Disponibile su: < <https://www.statista.com/statistics/263102/pharmaceutical-market-worldwide-revenue-since-2001/#0> >

STATISTA STAFF, 2017, *Total global pharmaceutical research and development (R&D) spending from 2008 and 2022*. Statista [Online], 2017. Disponibile su: < <https://www.statista.com/statistics/309466/global-r-and-d-expenditure-for-pharmaceuticals/> >

SUDARSANAM, S., 1995, *The essence of M&A*. A cura di Londra: Prentice-Hall, pp. 177.

TANCIONI, V., 2016, *Nota Operativa N. 10/2016*. Fondazione Accademia Romana di Ragioneria [Online] 2016. Disponibile su: < <http://www.accademiaromanaragioneria.it/it/sites/default/files/Nota%20operativa%20n.10.pdf> >, pp. 15.

VALTER, C., 1993, *La Gestione ex-post dei processi di M&A*. *ItaliaOggi*, Giugno 1993. In: *Le Acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, a cura di VALTER CONCA, 2010, pp. 205.

VALTER, C., 2010, *Le Acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Volume: III, a cura di Milano: Egea.

WAYNE, A., 2013, *Valeant agrees to buy Baush&Lomb in \$8.7 Billion Deal*. Bloomberg [Online] 28 Maggio 2013. Disponibile su: < <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-05-27/valeant-agrees-to-buy-bausch-lomb-for-4-5-billion-cash> >

ZEPHYR, BUREAU VAN DIJK, 2009, *Dati interni*. Citato in: *Le Acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, a cura di VALTER CONCA, 2010, pp. 326.