

*Dipartimento di Impresa e management Cattedra Strategie  
d'Impresa*

**I processi di M&A: il post fusione e la creazione di  
valore.  
Il caso Takeda-Nycomed e il confronto con la fusione  
tra la Merck e la Serono.**

RELATORE  
Prof. Enzo Peruffo

CANDIDATO

Paola Virgilio  
Matr. 655811

CORRELATORE  
Prof. Franco Fontana

INDICE

INTRODUZIONE.....	4
Capitolo I: Le operazioni di finanza straordinaria	
1.1 Le operazioni di finanza straordinaria.....	9
1.1.1 Definizione e cenni storici.....	9
1.2 Le diverse strategie di crescita alla base delle operazioni di finanza straordinaria.....	15
1.2.1 Crescita interna e crescita esterna.....	15
1.2.2 La crescita esterna e le sue determinanti.....	20
1.2.3 La creazione di valore e l'importanza delle interdipendenze tra i business.....	24
1.3 Le fusioni e le acquisizioni.....	31
1.3.1 M&A: definizione e obiettivi.....	31
1.3.2 M&A: vantaggi e svantaggi dell'operazione.....	34
1.3.3 La fusione per incorporazione.....	38
<b>Capitolo II: Il settore farmaceutico</b>	
2.1 Il settore farmaceutico e le sue caratteristiche.....	52
2.1.1 Il settore farmaceutico: definizione e determinanti.....	52
2.1.2 Il farmaco e il suo approdo sul mercato.....	59
2.1.3 Il brevetto e la procedura di autorizzazione all'immissione sul mercato del farmaco.....	63
2.1.4 Trend del settore farmaceutico: passato, presente e futuro.....	66
2.2 Strumenti per l'analisi di settore.....	71
2.2.1 Come si analizza un settore.....	71
2.2.2 Gli strumenti di analisi di settore applicati alla Takeda.....	77
<b>Capitolo III: La Takeda e le sue scelte strategiche</b>	
3.1 La Takeda: storia e scelte strategiche. Multinazionale e Takeda Italia a confronto.....	84

3.1.1 La Takeda Pharmaceutical Company Limited.....	84
3.1.2 Le scelte strategiche di Takeda e la Nycomed.....	91
3.1.3 La Takeda Italia S.p.a.....	101
3.2 La fusione con la Nycomed.....	105
3.2.1 Aspetto organizzativo.....	105
3.2.2 Aspetto commerciale.....	115
3.2.3 Aspetto amministrativo.....	122
3.3 Creazione di valore e prospettive future.....	125
<b>Capitolo IV: La fusione per incorporazione tra Merck e Serono e il confronto con la fusione Takeda-Nycomed</b>	
4.1 Le due società coinvolte nella fusione del 2007: la Merck e la Serono.....	127
4.2 La fusione.....	134
4.3 Il confronto tra Merck/Serono e Takeda/Nycomed.....	142
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>156</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>159</b>
Sitografia.....	162
Articoli, papers, report delle società di consulenza e interviste.....	165

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro mira a esaminare il ruolo delle operazioni di finanza straordinaria, in particolare delle Merger and Acquisitions (M&A), nel settore farmaceutico, le modalità attuate dalle aziende nelle fasi d'implementazione delle strategie adottate e l'eventuale maggior valore apportato e creato da tali operazioni rispetto alle normali performance delle singole entità. Per analizzare tale tema, che spesso funge da motivazione per le aziende che decidono di intraprendere un simile cammino, ho condotto uno studio sull'incorporazione della Nycomed da parte della società farmaceutica Takeda avvenuta nel 2011 e, in seguito, ho confrontato questo caso con un'altra incorporazione avvenuta in precedenza, nel 2007, tra la farmaceutica Merck e la Serono.

In generale, lo studio di simili operazioni nasce dalla consapevolezza che, in qualsiasi settore siano messe in atto, sono un tema di grande attualità e, nello stesso tempo, non semplice da affrontare. L'analisi proposta mira, in modo particolare, a evidenziare qual è l'impatto che simili operazioni determinano all'interno delle imprese coinvolte e come, attraverso alcuni strumenti di pianificazione strategica, tali decisioni possano effettivamente creare valore per tutti gli stakeholder delle imprese interessate. La scelta di focalizzare l'attenzione sul settore farmaceutico è, invece, dettata non solo da una curiosità personale nei confronti di realtà multinazionali che si occupano di migliorare la salute dell'umanità, ma anche dalla particolarità del settore. Infatti, a guidare le strategie manageriali adottate dalle diverse imprese interagenti nel settore, indipendentemente dalla loro dimensione, non può esserci soltanto una mera logica economica. Le aziende farmaceutiche sono costantemente sottoposte a normative stringenti, al controllo perentorio delle istituzioni e condizionate nelle loro strategie proprio dalla particolarità del business e degli obiettivi da raggiungere. La regolamentazione del mercato farmaceutico varia, inoltre, costantemente e non è uniforme in tutto il mondo. Le operazioni di M&A, infatti, devono essere attentamente monitorate e controllate perché mettono in relazione Paesi diversi con normative differenti, culture, valori e stili imprenditoriali diversi. A questo occorre aggiungere la particolarità del fine delle aziende pharma: la scoperta, lo sviluppo e la commercializzazione di farmaci che possano tutelare e migliorare la salute del genere umano. Un simile fine è raggiungibile soltanto grazie ad un impegno costante delle società nell'investire ingenti risorse economico-finanziarie nell'area Ricerca &

Sviluppo e nel mantenersi sempre aggiornati sugli standard di tecnologia e d'innovazione richiesti dal mercato.

A dimostrazione della costante presenza e dell'attuale rilevanza delle operazioni di M&A nel settore farmaceutico, non è possibile non citare un evento che ha ulteriormente cambiato l'assetto del settore a livello mondiale: il 23 novembre 2015 è stata data al mondo la notizia di una fusione pluri miliardaria avvenuta tra le aziende Pfizer (nota anche per il Viagra) e Allergan (famosa, tra gli altri prodotti, per il Botox)<sup>1</sup> per un valore di oltre 150 miliardi di dollari<sup>2</sup>. L'accordo, reso noto dal Wall Street Journal, evidenzia la straordinarietà di tale operazione, non del tutto esente da polemiche, considerando che l'headquarter della società sarà trasferito a breve in Irlanda, paese fiscalmente favorevole e sede di Allergan<sup>3</sup>. Tale fusione è soltanto l'ultima di una serie di operazioni analoghe che da tantissimi anni caratterizzano il settore e lo rendono sempre più concentrato. Nonostante le limitazioni cui è soggetto, le problematiche intrinseche e i relativi periodi di crisi, il settore dell'Health Care continua a essere, infatti, un business abbastanza florido, e questo giustifica in buona parte il ricorso alle operazioni di finanza straordinaria da parte di alcune imprese che vogliono mantenere o aumentare il loro ruolo all'interno del mercato. Per tale ragione, tra i fattori che hanno accompagnato e agevolato il processo di evoluzione dell'industria farmaceutica dalla fine degli anni Ottanta fino ai giorni nostri, un ruolo rilevante spetta indiscutibilmente alle operazioni di fusione e acquisizione. Le operazioni di M&A, in altri termini, hanno favorito il forte trend di consolidamento in atto, decretando la fine dell'esistenza stand-alone di alcuni gruppi e la nascita e il successo di diversi grandi colossi che in questo momento dominano il mercato mondiale.

Ciò che ho cercato di porre in rilievo, mediante il presente lavoro, è la capacità delle imprese, che attuano un processo di fusione o di acquisizione, di creare valore attraverso le attività e le strategie poste in essere nel periodo post fusione. La creazione di valore attraverso l'implementazione di simili strategie, è, infatti, il fine principale che le aziende coinvolte intendono perseguire.

---

<sup>1</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-11-23/tra-pfizer-e-allergan-fusione-che-vale-oltre-150-miliardi-dollari-070405.shtml?uuid=AChyCSfB>.

<sup>2</sup> <http://www.milanofinanza.it/news/m-a-siglata-la-maxi-fusione-pfizer-e-allergan-201511230924112502>

<sup>3</sup> [http://www.repubblica.it/economia/2015/11/23/news/wsj\\_farmaceutici\\_pfizer\\_e\\_allergan\\_fusione\\_fatta-127956146/](http://www.repubblica.it/economia/2015/11/23/news/wsj_farmaceutici_pfizer_e_allergan_fusione_fatta-127956146/)

Ripercorrendo il tema attraverso l'architettura dell'elaborato, nel primo capitolo, dopo aver offerto alcuni cenni storici inerenti le operazioni di M&A nel passato, l'attenzione si è focalizzata proprio sull'importanza di tali strategie nel processo di creazione di valore per l'azienda che le mette in atto. La società, infatti, cercherà delle motivazioni valide per intraprendere un percorso così complesso, motivazioni che facilmente finiranno per le eventuali e molteplici interdipendenze sussistenti tra i business. Proprio le sinergie esistenti, o eventualmente raggiungibili, tra i business giustificano nella maggioranza dei casi le operazioni straordinarie che altrimenti, analizzando solo l'aspetto economico, non sarebbero convenienti o comunque idonee a perseguire gli obiettivi dell'azienda. La creazione delle sinergie tra i vari business, quindi, è uno dei vantaggi fondamentali per le imprese coinvolte, che propenderanno perciò per un tipo di crescita esterna a scapito di quella organica. Il capitolo, infatti, evidenzia anche le caratteristiche dei due differenti processi di sviluppo, mostrando le determinanti di ciascuno di essi e i vantaggi che spingono le imprese a preferire, in questo momento storico, uno sviluppo per linee esterne. A dimostrazione di quanto detto, nel primo capitolo sono state chiarite, quindi, cosa sono le operazioni di M&A, i loro vantaggi e svantaggi, e, infine, quale tipologia di fusione ha caratterizzato i due casi specifici analizzati nei capitoli seguenti: la fusione per incorporazione.

Prima di analizzare entrambe le fusioni, nel secondo capitolo sarà presentato il settore farmaceutico. Oltre ad evidenziare le sue caratteristiche e le sue peculiarità, derivanti dalla particolare tipologia del prodotto e degli obiettivi da raggiungere, in altre parole la salute dei pazienti, è stato interessante analizzare il ruolo ricoperto dallo Stato all'interno del settore e i diversi meccanismi che, inevitabilmente, condizionano l'andamento del mercato. Un'attenzione particolare, inoltre, è stata dedicata al prodotto delle aziende: il farmaco. Dopo aver rilevato le caratteristiche e le diverse tipologie di prodotto, ho analizzato i processi attraverso cui esso approda sul mercato e le autorizzazioni necessarie affinché possa essere commercializzato. A questo proposito, mi sono soffermata sul fondamentale concetto di brevetto. Avere una copertura brevettuale è, infatti, per l'azienda che la detiene, un vantaggio competitivo consistente nei confronti dei competitor: l'azienda è, così, in grado di proteggere il know-how del processo, della scoperta scientifica, delle competenze necessarie per lo sviluppo del prodotto. Per completezza d'informazione, poi, esporrò i trend passati, presenti e futuri del settore, le proiezioni che sono state compiute a partire dai dati storici disponibili e

dal monitoraggio di eventi contingenti. Per avvalorare tali studi, nel secondo capitolo saranno inseriti anche alcuni strumenti utili per l'analisi di settore e per la loro rilevanza all'interno dell'elaborato stesso. In particolare, effettuerò uno studio, tramite il modello di Porter, immedesimandomi nella farmaceutica Takeda. Tale scelta deriva dalla volontà di capire quali fossero esattamente le condizioni della Takeda nel 2011, anno della fusione con la Nycomed.

Il terzo e il quarto capitolo sono quindi dedicati alla fusione tra le aziende Takeda e Nycomed del 2011 e tra Merck e Serono del 2007. Il capitolo dedicato alla fusione del 2011 è stato redatto attraverso lo studio di dati e documenti ufficiali forniti direttamente dalla Takeda Italia e avvalendomi di diverse interviste rivolte personalmente ai manager responsabili dell'area amministrativa, commerciale e organizzativa. Takeda Italia è stata esaminata come una delle aziende facenti parte della multinazionale giapponese Takeda Pharmaceutical Company Limited che, quindi, ha subito maggiormente una decisione che, effettivamente, è stata presa a livello corporate. Dato il rilevante impatto che la fusione ha avuto soprattutto nella sua fase d'implementazione, dovuto alla presenza sul territorio italiano di stabilimenti e società appartenenti a entrambe le aziende coinvolte, i manager della Takeda Italia hanno fornito l'accesso ai loro data base interni per permettere l'elaborazione di dati utili per la stesura dell'elaborato. Il terzo capitolo, quindi, esamina il caso Takeda Nycomed sotto gli aspetti principali, evidenzia i problemi derivanti dall'implementazione di una strategia corporate nelle diverse realtà del gruppo, in particolare in Italia, e rileva il modo in cui è stato implementato un modello organizzativo e gestionale più efficiente del precedente, creando valore per l'intera multinazionale. L'innegabile creazione di valore mostra, però, delle conseguenze particolari soprattutto in termini di risorse umane. Tale aspetto rappresenta una delle criticità più rilevanti e frequenti del processo di fusione, e documenta ulteriormente la complessità di una simile operazione.

Le criticità e le particolarità del processo di fusione esaminato, sono il motivo che mi ha indotto ad analizzare e a confrontare il caso Takeda con un'altra fusione. Nel quarto capitolo, come si è già detto, è stata analizzata l'incorporazione, avvenuta nel 2007, della farmaceutica Serono ad opera della Merck, due entità con caratteristiche differenti ma con una mission simile. Oltre a esaminare i medesimi aspetti della fusione del 2011, in questo capitolo sono state confrontate le diverse strategie d'implementazione della fusione, la differente gestione delle problematiche derivanti dalla stessa e la diversità

dei risultati ottenuti dal management della Merck rispetto a quelli ottenuti dal management della Takeda. Il confronto rileva anche delle piccole differenze di contesto che, inevitabilmente forse, hanno condizionato la strategia adottata.

L'elaborato, quindi, ha lo scopo di illustrare quanto i processi di fusione e di acquisizione condizionino i diversi settori economici, in particolare il farmaceutico, e come le strategie, una volta implementate, portino, necessariamente, ad uno sconvolgimento radicale e complessivo dell'organizzazione aziendale. In altri termini, ciò che ho voluto dimostrare è come la creazione di valore conseguente a una M&A abbia delle conseguenze non sempre e non soltanto positive, un prezzo, per così dire, da pagare, e che, spesso, tale prezzo non è pagato da chi decide di apportare un simile cambiamento. La strategia, la pianificazione dettagliata e tutti gli accorgimenti messi in atto dalle multinazionali, per quanto sofisticati non sono sufficienti a prevedere la reazione effettiva da parte del mercato. Il confronto con la fusione Merck/Serono, condotto nel quarto capitolo e nelle conclusioni del presente lavoro, servirà a evidenziare proprio le somiglianze e le differenze esistenti tra le scelte strategiche adottate, la differente gestione delle criticità emerse e dei singoli aspetti coinvolti, le inevitabili e diverse conseguenze registrate.

# Capitolo I: Le operazioni di finanza straordinaria

## 1.1 Le operazioni di finanza straordinaria

### 1.1.1 Definizione e cenni storici

Le operazioni di finanza straordinaria<sup>4</sup> sono operazioni che cambiano la struttura delle imprese presenti sul mercato e, di conseguenza, il loro modo di interagire con esso, le loro caratteristiche, i loro punti di forza e di debolezza. Esse sono parte della strategia di crescita delle imprese e si pongono l'obiettivo di creare valore. Le operazioni di finanza straordinaria hanno per oggetto diversi progetti che hanno un'importante componente progettuale e che impattano fortemente sulla vita e sullo sviluppo delle società coinvolte<sup>5</sup>. Sono attuate al fine di riconfigurare, spesso, la struttura aziendale per fornire un'adeguata risposta dell'impresa all'evolversi dinamico del mercato in cui essa compete, sempre per massimizzare il valore del capitale investito<sup>6</sup>. Nella giurisprudenza, per operazioni straordinarie s'intendono "le strategie di sviluppo, d'integrazione e di ristrutturazione che si attuano tramite fusioni e acquisizioni, scorpori, scissioni, quotazioni di titoli in mercati regolamentati o delisting". Tale definizione giurisprudenziale evidenzia come le operazioni di finanza straordinaria siano attuate costantemente da molteplici realtà aziendali per concretizzare le scelte strategiche del top management e per dar vita ad una nuova flessibilità ed efficienza aziendale.

La finanza straordinaria, quindi, comprende tutta una serie di operazioni contraddistinte da alcune caratteristiche<sup>7</sup>:

- *eccezionalità*, per la frequenza e per le conseguenze che producono. Tali operazioni comportano la modifica della struttura finanziaria dell'impresa, della sua proprietà azionaria e una rifocalizzazione del business dell'impresa, oltre che un cambiamento dimensionale e organizzativo.
- *unicità*, perché non sono ripetibili.

Per queste ragioni, le operazioni di finanza straordinaria possono essere definite come operazioni estranee alla gestione ordinaria, mirate al perseguimento, per linee esterne, di

---

<sup>4</sup> M. Nicodemo, *Le operazioni straordinarie*, Manuali Professionali, UTET, 2010

<sup>5</sup> [http://www.bccdegliulivi.it/attachments/102\\_finanza-straordinaria.pdf](http://www.bccdegliulivi.it/attachments/102_finanza-straordinaria.pdf)

<sup>6</sup> <http://www.giur.uniroma3.it/>

<sup>7</sup> G. Bertoli, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, EGEA, 2000

obiettivi di sviluppo (ad esempio la redditività operativa, la quota di mercato...) o di razionalizzazione strutturale<sup>8</sup>. Le operazioni straordinarie producono i propri effetti nel medio e nel lungo termine, condizionando per molto tempo il futuro e lo stesso sviluppo dell'impresa che le ha attuate. A tal proposito, un momento fondamentale è la fase di *valutazione* economico-finanziaria e strategica che le precede<sup>9</sup>. Tutte le operazioni di finanza straordinaria sono attuate attraverso una serie di decisioni – di carattere finanziario, amministrativo, fiscale e di convenienza economica comparata – prese al fine di perseguire obiettivi di sviluppo, di crescita e di consolidamento del potere di mercato<sup>10</sup>. Rispetto alle semplici operazioni di finanza ordinaria, quali, ad esempio, l'acquisizione delle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa, l'impiego della liquidità in eccesso e la gestione della tesoreria, le operazioni straordinarie producono modificazioni strutturali e permanenti sugli asset proprietari delle diverse parti coinvolte, sia attraverso concentrazioni societarie, sia mediante programmi di ridimensionamento (*downsizing*)<sup>11</sup>. Esse, quindi, dipendono dalla capacità prospettica dell'impresa di creare valore per i propri azionisti. Dal punto di vista storico, dal XIX secolo ad oggi, si può notare come il ricorso ad operazioni di finanza straordinaria da parte delle aziende ricorra ciclicamente, alternando periodi di intensa attività con periodi di relativa tranquillità<sup>12</sup>. Martynova e Renneboog<sup>13</sup> hanno analizzato più di un secolo di questi fenomeni, concentrandosi in particolar modo sulle operazioni di M&A. Si è solito denominare *merger waves* i periodi di maggior frequenza di queste particolari operazioni straordinarie. È possibile individuare alcuni anni specifici in cui si sono registrate le diverse *merger waves*:

- a) La prima *merger wave*: 1895-1904.

---

<sup>8</sup> 2011 KPMG Advisory S.p.A, *La creazione di valore nelle Imprese Liguri*, Confindustria Genova, 2011

<sup>9</sup> *La finanza straordinaria. La valutazione d'azienda*, LIUC, 2010-2011

<sup>10</sup> M. Petrocchi, *Le fusioni di società. Disciplina civilistica, tributaria, adempimenti e prassi contabile*, EBC Milano, 1992.

<sup>11</sup> Il *downsizing* è una pratica aziendale che consiste nel ridurre le dimensioni aziendali al fine di minimizzare i costi e aumentare l'efficienza dell'organizzazione. La riduzione della dimensione organizzativa avviene attraverso la contrazione dei livelli gerarchici e la diminuzione delle unità organizzative (R. Lanzoni).

<sup>12</sup> P. A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011

<sup>13</sup> M. Martynova, L. D. R. Renneboog, *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?*, Journal of Banking and Finance, 2008.

Nel 1895 ha inizio la prima ondata di concentrazioni, che coinvolge soprattutto le imprese dei settori minerari e manifatturieri. Il mercato era molto frammentato all'epoca, composto di tante piccole realtà societarie con basse quote di mercato che utilizzavano l'eccesso di capacità produttiva di cui disponevano, favorito da un periodo d'innovazione tecnologica, per fondersi tra di loro e acquisire maggior potere sul mercato. Si attuano soprattutto strategie d'integrazione verticale per consolidarsi sul mercato. Nonostante l'emanazione dello Sherman Act<sup>14</sup> del 1890, il fenomeno non si arresta ed ha il suo picco tra il 1898 e il 1902, arrivando al numero stupefacente (per l'epoca) di 1208 fusioni nel 1899.

b) La seconda merger wave: 1916-1929.

È caratterizzata da un aumento degli investimenti nel mercato dei capitali, dovuti soprattutto alla crescita economica del primo dopoguerra, e da una normativa antitrust molto stringente rispetto agli anni passati. Se è vero che la nuova normativa aveva chiuso delle falle nel sistema, tale situazione non ha impedito il sorgere di oligopoli a seguito di operazioni straordinarie. L'eccesso di tali operazioni ha avuto ripercussioni sui mercati finanziari, portando a un incremento del prezzo delle azioni che culmina nel tragico giovedì nero di Wall Street nel 1929, al quale segue la Grande Depressione. Ciò sancisce la fine della seconda merger wave.

c) La terza merger wave: 1965-1970.

Negli anni '40 si registra un piccolo aumento delle operazioni di fusione al fine di ottenere degli sgravi fiscali. Le fusioni coinvolgono in particolar modo le piccole società e non vi è un aumento significativo delle concentrazioni tale da poter rappresentare un campanello d'allarme per la concorrenza. Tuttavia la situazione non sfugge al Congresso americano, che emenda la Section 7 del Clayton Act<sup>15</sup>, che dichiara contraria alle leggi antitrust l'acquisizione di pacchetti azionari di altre società quando ciò comporta la riduzione del grado di concorrenza nel mercato. Tale modifica, infatti, rinforza la previsione normativa estendendola all'acquisto di beni patrimoniali di una società. Nonostante il rafforzamento della normativa antitrust, gli anni '60 sono

---

<sup>14</sup> Normativa antitrust di rango federale che vieta tutte le tipologie di accordi che restringano irragionevolmente la concorrenza, successivamente emendata dal Clayton Act nel 1914 per vietare alcune pratiche restrittive non proibite dallo Sherman Act.

<sup>15</sup> Emanato nel 1914, il Clayton Act ha cercato di impedire pratiche anticoncorrenziali considerate dannose per i consumatori.

caratterizzati da un'altra ondata di operazioni straordinarie, questa volta di una tipologia differente: si tratta di mergers & acquisitions di tipo conglomerale (cioè operazioni tra aziende che operano in settori o mercati diversi e non correlati tra loro). Durante questo intervallo non era insolito che società di piccole dimensioni acquisissero società di dimensioni più grandi. Tuttavia, nonostante l'elevato numero di operazioni, non vi sono stati effetti apprezzabili sulla concorrenza, e, inoltre, le banche non hanno avuto un ruolo di prim'ordine nel concedere finanziamenti. Il declino della terza merger wave, si deve, ancora una volta, a un'ennesima modifica della normativa antitrust per la difesa della concorrenza contro le operazioni di tipo conglomerale.

d) La quarta merger wave: 1981-1989.

Il segno distintivo della quarta ondata, rispetto alle precedenti, è il ruolo svolto da particolari metodiche di acquisizione e operazioni straordinarie:

1) le *hostile takeover*<sup>16</sup> (scalate ostili), che permettono considerevoli profitti in tempi brevi;

2) le *operazioni di leverage*;

3) le *going private transactions*, operazioni usate per trasformare società, che hanno partecipazioni frammentate tra più soci, in società il cui capitale azionario è interamente posseduto da un solo azionista, o al massimo da un piccolo gruppo di azionisti.

La quarta ondata è caratterizzata, anche, dalla presenza d'impresе di grandi dimensioni che cercano di assicurare, tramite le loro strategie, un'elevata contrazione del mercato. Per tale ragione il periodo è definito come *megamerger wave*.

e) La quinta merger wave: 1992-2000.

La quinta ondata d'attività di operazioni straordinarie si registra a partire dal 1992. In questo periodo l'economia ha conosciuto il più grande periodo di espansione del secondo dopoguerra. Sono coinvolti quasi tutti i settori economici e le imprese di piccole, medie e grandi dimensioni. I manager utilizzano, per crescere velocemente, le operazioni di M&A, ma, per evitare di commettere gli stessi errori del passato, limitano il ricorso eccessivo all'indebitamento e attuano particolari accordi strategici. Dalla metà degli anni '90 in poi il mercato vede lo smodato utilizzo di operazioni di *roll-up*. Tali

---

<sup>16</sup> S. M. Bainbridge, *Mergers and acquisitions*, Thomson Reuters/Foundation press, New York, 2009

operazioni consistono nel fondere le società più piccole e utilizzarle in un business più ampio sfruttando le economie di scala che si originano. In seguito molte delle società nate da tali operazioni dichiaravano bancarotta e venivano acquisite da altre società. L'ondata di operazioni fino al 2000 è di stampo internazionale, per poi diffondersi anche in Europa e in Asia, oltre che negli Stati Uniti, luogo in cui sono nate questo tipo di operazioni. Il fenomeno è quindi iniziato negli Stati Uniti ma, grazie ad un mercato ormai globale, ha avuto effetti mondiali. Questo è il tratto distintivo della c.d. quinta merger wave rispetto alle precedenti. Come le precedenti, anche quest'ultima termina quando l'economia statunitense entra in crisi alla fine del 2000 e attraversa un periodo di recessione che dura circa otto mesi nel 2001.

f) La sesta merger wave: 2003-2008.

Una ripresa da questa recessione si ha con la reazione ai tragici eventi dell'11 settembre 2001. La Federal Reserve sostiene l'economia abbassando i tassi d'interesse. Dal 2005 in poi, inoltre, c'è stato un ricorso eccessivo alle operazioni di LBO e di private equity. L'utilizzo di queste operazioni, unito ai bassi tassi d'interesse, ha reso ancor più facile e appetibile il ricorso al prestito, ma nel 2007, con il manifestarsi della crisi dei mutui subprime, la disponibilità finanziaria termina, ostacolando le operazioni di private equity. Così scoppia la bolla speculativa, con ripercussioni su tutto il sistema economico mondiale. In questo modo anche la sesta merger wave giunge a termine.

La ricerca di Martynova e Renneboog ha reso evidente come la fine di ogni ondata sia coincisa con un periodo di crisi o recessione dell'economia statunitense. Tutte le diverse merger waves hanno avuto una durata e alcune caratteristiche specifiche. Ciascun'ondata ha evidenziato la nascita o il diffondersi di una particolare operazione straordinaria, rilevando, quindi, la presenza di diverse tipologie delle stesse e anche diversi modi di impattare sul mercato.

Considerando il passato, si evince come qualsiasi tipo di operazione di finanza straordinaria sia sempre stata pianificata e inserita all'interno di una strategia globale che identifica ciascuna azienda. Secondo quanto definito da Chandler<sup>17</sup>, "la strategia è un processo attraverso il quale vengono definiti gli obiettivi di lungo periodo, vengono sviluppate le attività e allocate le risorse necessarie per raggiungere tali obiettivi". Essa

---

<sup>17</sup> A.D. Chandler, *Strategy and structure : chapters in the history of the industrial enterprise*, MIT Press, Cambridge, 1962

fornisce e attua un modello onnicomprensivo e integrato per l'intera organizzazione, consente di razionalizzare i problemi strategici e supporta le decisioni. La strategia, applicata alle operazioni di finanza straordinaria, consiste nel proporre una crescita dimensionale e qualitativa alle imprese rispettando la normativa vigente. Le operazioni di finanza straordinaria sono uno dei metodi attraverso i quali l'impresa che adotta tali strategie, crea un vantaggio competitivo rispetto ai competitor e crea valore per tutti i suoi stakeholder<sup>18</sup>, cioè tutti i soggetti influenti nei confronti di un'iniziativa economica. L'azienda, quindi, crea valore quando i rendimenti generati dalle operazioni straordinarie sono superiori a quanto occorre per remunerare congruamente i capitali ottenuti o impiegati per ottenere quei rendimenti<sup>19</sup>. Per creare valore, però, le operazioni vanno adeguatamente pianificate e monitorate per tutta la loro durata.

---

<sup>18</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

<sup>19</sup> F. De Paolis, *Le operazioni di finanza straordinaria*, Seminario all'Università Bocconi, Milano, 2009

## 1.2 Le diverse strategie di crescita alla base delle operazioni di finanza straordinaria

### 1.2.1 Crescita interna e crescita esterna

Tutte le tipologie di operazioni di finanza straordinaria sono, come già detto, attuate al fine di fronteggiare situazioni che vanno di là dalla classica gestione di un'azienda. Tali operazioni permettono, infatti, di attuare percorsi di crescita complessi in tempi rapidi, ed è per tale motivo che negli ultimi anni si è registrato un boom di operazioni straordinarie. Nel tempo sono stati evidenziati due percorsi alternativi di crescita: uno sviluppo per vie interne (o crescita organica), più tradizionale, e uno sviluppo per vie esterne.

In generale, occorre precisare che uno studio di Davidsson, Steffens e Fitzsimmons del 2009<sup>20</sup> ha evidenziato come un qualsiasi percorso di crescita, sia essa organica o esterna, avrà successo solo se l'azienda partirà già da un'elevata base di profitti. Anche Porter<sup>21</sup>, diversi anni prima, aveva evidenziato il rischio rappresentato dal cosiddetto fenomeno della "growth trap", cioè una perdita di posizione strategica, e di vantaggio competitivo, da parte di un'impresa che aveva posto in essere percorsi di crescita strategicamente incoerenti.

La crescita di tipo interno<sup>22</sup> era perseguita soprattutto in passato, quando le aziende decidevano di aumentare le proprie dimensioni e il proprio potere all'interno del mercato basandosi unicamente sulle proprie risorse e potenzialità. Secondo Pellicelli, un'azienda che decide di perseguire un percorso di crescita organica, ritiene di avere al proprio interno le risorse, le capacità e le competenze per farlo. In passato tale scelta strategica era preferita alla crescita esterna perché si aveva una visione chiusa dell'azienda, concentrata solo sui propri confini, al netto di qualsiasi confronto e interazione con l'ambiente esterno<sup>23</sup>. Ancora oggi, crescere per via interna significa usare le forze, i mezzi e le capacità di cui si dispone, portando a compimento adeguati

---

<sup>20</sup> P. Davidsson, P. Steffens, J. Fitzsimmons, *Growing profitable or growing from profits? Putting the horse in front of the cart?*, Journal of Business Venturing, VOL 24.

<sup>21</sup> M. E. Porter, *What is strategy?*, Harvard Business Review, November-December, 1996.

<sup>22</sup> G. Pellicelli, *Strategie d'impresa*, IV Edizione, Egea, 2010.

<sup>23</sup> L. Sicca, *La gestione strategica dell'impresa*, CEDAM, 2001.

programmi d'investimento nell'area produttiva e commerciale, facendo leva sull'autofinanziamento: il presupposto è che l'azienda abbia le risorse necessarie per crescere in modo autonomo. Sicca afferma che la crescita per via interna si traduce nel tentativo di aumentare la capacità produttiva e nelle strategie di diversificazione e/o d'integrazione verticale. Concretamente, esistono due possibilità per lo sviluppo interno:

- Strategie prodotto/mercato (Matrice di Ansoff<sup>24</sup>).
- Internal New Venture.

La Matrice di Ansoff permette di determinare quattro strade per incrementare il proprio business e le proprie dimensioni all'interno di uno specifico settore in cui si è già presenti. Tale strumento aiuta le aziende a classificare la strategia di crescita intensiva e diversificativa e a valutare il necessario mutamento delle competenze per percorrere con successo i diversi sentieri di crescita. Analizziamo le quattro strategie (Pellicelli, 2010):

- **Market penetration** (prodotto esistente, mercato esistente): concentrare le risorse nei mercati attuali con i prodotti attuali. Tale strategia consente alle diverse imprese di conquistare i clienti dei concorrenti attraverso politiche di prezzo o di attrarre nuovi clienti tramite campagne pubblicitarie e promozionali. Poiché non è possibile aumentare continuamente la propria quota di mercato in questo modo, le aziende nascono e muoiono in questo settore.
- **Product development** (nuovo prodotto, mercato esistente): introdurre prodotti nuovi nei mercati in cui si è già presenti. Un'azienda che controlla già un mercato può decidere di inserire nuovi prodotti. Una volta che un prodotto è stato introdotto, occorre trovare clienti che lo acquistino ed è per questo motivo che l'azienda dovrà trovare un modo per capire come rimanere competitiva anche sui nuovi prodotti inseriti.
- **Market development** (prodotto esistente, nuovo mercato): entrare in nuovi mercati con i prodotti attuali. Un prodotto già esistente in un mercato può essere esportato in un segmento diverso di consumatori. Tale strategia è meno rischiosa

---

<sup>24</sup> Igor Ansoff, matematico e accademico di origine russa, propone la matrice prodotto-mercato come strumento utilizzato dalle aziende per capire come incrementare il nuovo business attraverso la presenza di quattro possibilità strategiche.

della precedente perché prima di inserire il prodotto in un segmento, si è comunque forti dell'esperienza accumulata in un altro segmento.

- **Diversification** (nuovo mercato, nuovo prodotto): introdurre prodotti nuovi in mercati nuovi. Tale strategia è caratterizzata da un alto livello di rischio e da elevatissimi investimenti, e in caso positivo garantisce i migliori risultati.

		Prodotto	
		Attuale	Nuovo
Mercato	Attuale	Penetration Market	Product development
	Nuovo	Market development	Diversification

Fonte: E. Sabbadin, F. Negri, *Economia e Management per il marketing*, Torino, G. Giappichelli Editore<sup>25</sup>, 2010.

La matrice di Ansoff non è l'unico strumento di crescita organica. L'Internal New Venture, secondo Pellicelli, è una strategia di sviluppo adottata dalle imprese che sono già dotate, al proprio interno, delle competenze, delle risorse e delle capacità necessarie per entrare in nuovi business. L'impresa, forte della sua situazione e delle sue capacità, cerca di entrare in nuovi mercati o di sviluppare nuovi prodotti costituendo una nuova unità operativa ad hoc, con propri obiettivi, proprie strategie e proprie risorse, distaccata dall'impresa madre e libera da qualsiasi vincolo organizzativo. In questo modo la nuova unità operativa potrà concentrarsi sullo sviluppo delle risorse e sul combinarle adeguatamente senza doversi preoccupare di gestire le stesse per far fronte ad altre esigenze derivanti da altri business. Pencarelli<sup>26</sup>, esperto in strategie d'impresa, afferma che per gestire al meglio questo processo di sviluppo interno è necessario affidare le

---

<sup>25</sup> E. Sabbadin, F. Negri., *Economia e Management per il marketing*. Torino, G. Giappichelli Editore, 2010.

<sup>26</sup> T. Pencarelli, esperto in strategie d'impresa e docente all'Università degli studi di Urbino Carlo Bo.

*core competencies*<sup>27</sup> dell'azienda a persone con elevate capacità imprenditoriali, un management adeguato e preparato a gestire con flessibilità le nuove venture. Questa seconda soluzione, però, non porta sempre a risultati positivi. Nel corso degli anni, ricordando ad esempio casi come l'Internal New Venture di AstraZeneca e della farmaceutica EliLilly, si sono evidenziati alcuni svantaggi di questa strategia, derivanti dal fatto che si possono commettere errori nella gestione dell'iniziativa, il successo dell'innovazione potrebbe non corrispondere a un successo nelle vendite e, a volte, le dimensioni della nuova unità organizzativa potrebbero rivelarsi troppo piccole rispetto alle dimensioni richieste dalla competitività del mercato<sup>28</sup>.

Crescere organicamente non è l'unica via. Se si potessero confrontare i vantaggi, ma anche gli svantaggi, derivanti da una strategia di crescita interna a fronte di una crescita esterna, sarebbe evidente come esista, ad esempio, una differenza di tempi e di dimensioni inerenti il fabbisogno finanziario. Se tramite una crescita interna, il fabbisogno finanziario e i ricavi sono distribuiti in periodi lunghi, uno sviluppo per vie esterne fornisce un fabbisogno finanziario elevato in tempi molto brevi, utile a finanziare l'operazione straordinaria. Proprio a causa della straordinarietà delle operazioni, occorre raggiungere velocemente le sinergie e i vantaggi che giustificano l'operazione attuata. Tale tempestività non è richiesta, e non sarebbe possibile ottenerla, nello sviluppo per vie interne poiché tale tipo di crescita richiede tempi molto lunghi. A tutto questo si può aggiungere un altro aspetto. Dal punto di vista legislativo, lo sviluppo per linee interne non ha limiti, a differenza di quanto accade per lo sviluppo per linee esterne perché non solo la legislazione può porre dei limiti, ma quella fiscale potrebbe rendere onerosa o non conveniente l'operazione straordinaria<sup>29</sup>.

Di là dei vantaggi e degli svantaggi che si celano dietro ciascuna scelta strategica, è pacifico assumere che nel momento in cui un'azienda non ha, o non sono sufficienti, le risorse necessarie per operare questo tipo di sviluppo interno, ricorrerà alla crescita esterna, che consente di centrare obiettivi strategici in tempi più rapidi. Nel corso degli

---

<sup>27</sup> Bain&Company, *Insights Management Tools*, pubblicazione del 2015: competenze fondamentali che consentono alle aziende di fornire valore unico per i clienti.

<sup>28</sup> <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0019850177900141/part/first-page-pdf>

<sup>29</sup> P. Mella, *L'impresa quale sistema di trasformazione efficiente*, Libreria CLU, Pavia, 2008

ultimi anni diverse aziende si sono rese conto che crescere soltanto per via interna non era più possibile considerando l'inefficienza oggettiva cui si andava in contro basandosi solo sulle proprie forze.

“Oggi nessuna impresa può competere da sola”<sup>30</sup>. Robert M. Grant afferma che ciascun'impresa adotta una strategia volta a combinare le risorse, le capacità e le competenze interne con l'ambiente esterno. Fino agli anni '80 e '90 l'ambiente esterno era relativamente stabile e le imprese adottavano una strategia di crescita prettamente organica poiché riuscivano abbastanza facilmente a interagire con l'esterno attraverso legami stabili e controllati. Grant sottolinea come l'elevata staticità del mercato nel passato abbia suggerito alle diverse aziende di adottare una strategia di crescita per vie interne e come tale situazione non sia più applicabile al contesto odierno. Infatti, con la globalizzazione e l'elevata dinamicità del mercato, le imprese si orientano sempre di più verso uno sviluppo per linee esterne. Questa tipologia di crescita, se da un lato assicura una maggior possibilità di sviluppo in aree precedentemente non considerate, dall'altro espone l'impresa a numerose minacce che, in passato, erano tenute lontane dalla presenza di spessi confini nei confronti dell'ambiente esterno. La nuova tipologia di crescita interessa, quindi, i confini aziendali, le diverse tipologie di relazioni che si possono instaurare con le altre imprese, le minacce e le opportunità rispettivamente da fronteggiare e da cogliere, la struttura e l'organizzazione delle imprese. Anche lo sviluppo per vie esterne ha diverse forme, ma il presupposto fondamentale è che l'impresa che decide di adottare questo tipo di percorso strategico sia pronta ad affrontare innumerevoli e repentini cambiamenti, essendo forte di un surplus di risorse e competenze pronte ad essere impiegate.

Ciò che spinge le imprese a crescere per vie esterne sono alcuni fattori così sintetizzabili<sup>31</sup>:

- il mutamento della struttura delle offerte, incentrate più su elementi intangibili che tangibili;

---

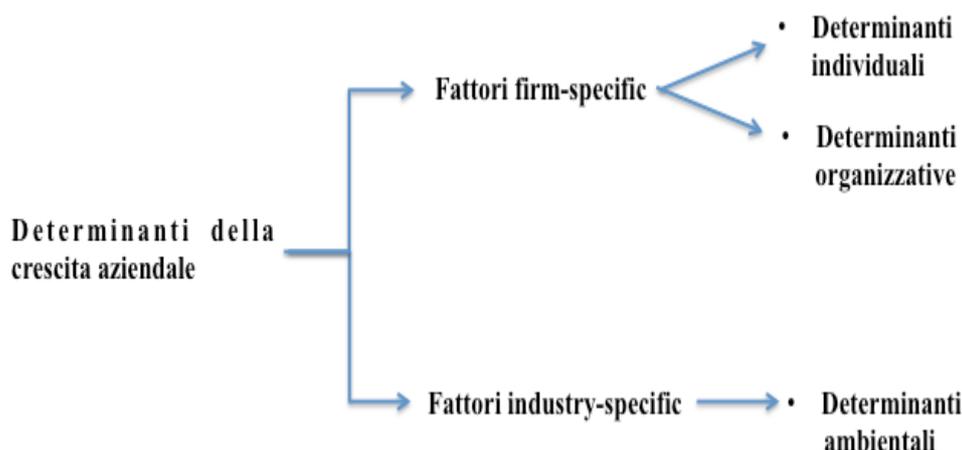
<sup>30</sup> R. M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali. Concetti, tecniche, applicazioni*, Il Mulino, 2006

<sup>31</sup> R. Cappellari, *Le strategie aziendali*, Mc Grew Hill, 2007.

- le modificazioni dei sistemi di produzione e di commercializzazione, dovute anche al respiro internazionale richiesto alle imprese per maturare una maggior competitività;
- la difficoltà di prevedere l'evoluzione tecnologica e normativa dei mercati;
- la necessità di confrontarsi costantemente con le numerose aziende che hanno già sperimentato con successo i vantaggi derivanti dalla crescita esterna.

### 1.2.2 La crescita esterna e le sue determinanti

Prima di focalizzare l'attenzione sulle operazioni di M&A, è necessario eseguire una panoramica inerente le determinanti della crescita e come questa si esplicita in alcune operazioni straordinarie. Grandinetti e Nassimbeni (2007)<sup>32</sup> evidenziano che parlare di crescita aziendale vuol dire anche considerare la crescita qualitativa e la crescita relazionale delle imprese. Secondo questo ragionamento, diversi studi e ricerche si sono interrogati su come combinare questi due aspetti. Aggiungendo anche altri studi effettuati da Zhou e de Wit (2009), Dobbs e Hamilton (2007) e altri, possiamo classificare in tre macro-aree le determinanti della crescita:



Le determinanti *individuali* riguardano essenzialmente le caratteristiche e l'orientamento dell'imprenditore: i tratti della personalità, le competenze individuali, le motivazioni alla crescita e il background personale, quindi il modo dell'imprenditore di approcciarsi alle attività svolte dall'impresa. L'imprenditore potrebbe essere una persona propensa al rischio, oppure una persona accentratrice del potere e, quindi, un

<sup>32</sup> R. Grandinetti, G. Nassimbeni, *Le dimensioni della crescita aziendale*, Franco Angeli, 2007.

controllore esigente e difficile da estromettere dalle attività anche routinarie. Potrebbe anche avere delle motivazioni personali, oltre che economico-finanziarie, che lo porterebbero a voler accrescere il proprio potere contrattuale e la quota di mercato dell'impresa. Alle motivazioni personali dovrebbero aggiungersi le competenze, le skills e le capacità individuali dell'imprenditore: Zhou e de Wit sottolineano che possedere competenze specifiche rispetto ai compiti da svolgere ha un impatto fondamentale e positivo sulla crescita dell'impresa. L'imprenditore deve avere anche un background personale, fatto di esperienza e d'istruzione, che supporti adeguatamente la sua attività al comando dell'impresa. Il background, però, non è la leva fondamentale: se non esistesse una reale motivazione alla crescita da parte dell'imprenditore, non si registrerebbero i risultati sperati.

Rimanendo nell'area delle determinanti firm-specific, fondamentali sono quelle organizzative, cioè le caratteristiche dell'azienda, comprese le strategie adottate, le dimensioni, l'età, le risorse finanziarie e umane e la struttura organizzativa. Secondo gli autori Zhou e de Wit, così come Sheperd nel 2009, focalizzano l'attenzione sulle risorse finanziarie e sul capitale umano che ogni impresa possiede. La capacità che l'imprenditore deve avere è quella di saperle combinare in modo adeguato, sfruttando le peculiarità di tutti gli individui e gestendo le loro esigenze nell'ottica di rispettare la mission e la vision aziendale. Non è un caso, infatti, che anche nell'esperienza vissuta dalle aziende Takeda e Nycomed, durante la loro fusione, il management si sia concentrato sul fattore del capitale umano. Gli individui sono il motore delle imprese, i loro comportamenti e il loro modo di lavorare sono quelli che permettono ad un'impresa di distinguersi dalle altre.

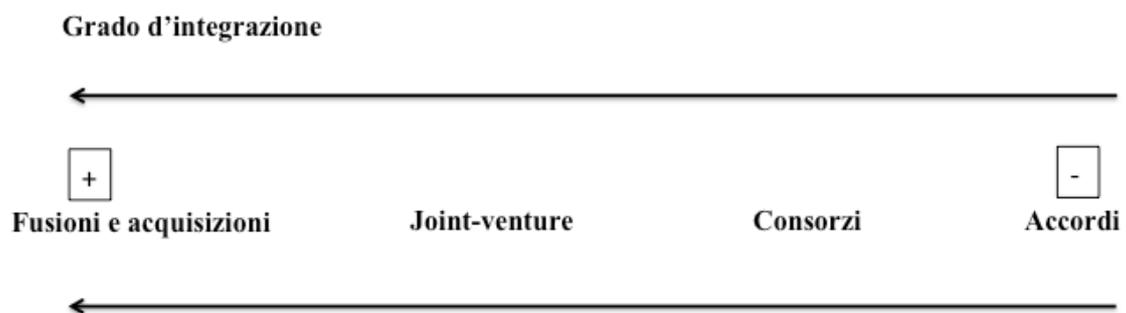
Le caratteristiche firm specific, però, devono essere adeguatamente combinate con le caratteristiche industry specific, cioè le determinanti ambientali, caratteristiche esterne all'impresa che influenzano, in positivo e in negativo, la crescita della stessa. Le determinanti ambientali riguardano il dinamismo, l'intensità competitiva, l'eterogeneità e l'ostilità<sup>33</sup>. Il dinamismo riguarda il modo in cui avvengono i cambiamenti nel mercato: quanto più questi avvengono, tanto più ci sono maggiori possibilità di crescita all'interno dello stesso. Altro aspetto interessante è l'intensità competitiva, ovvero l'ostilità che, presente nell'ambiente, potrebbe ridurre le opportunità di crescita.

---

<sup>33</sup> M. Bruni, S. Sciascia, A. Amodio, L. D'Oria, *Crescita e redditività. Le sfide per il successo delle medie imprese del made in Italy*, Egea, 2014.

L'eterogeneità, invece, indica la dispersione dell'azienda nel mercato. È un fattore particolare poiché, ad esempio, le piccole imprese che operano in mercati di nicchia normalmente avrebbero un problema dimensionale nella gestione dei costi del loro business. In un ambiente eterogeneo, invece, tali aziende si trovano nelle condizioni di avere a disposizione molte più opportunità di crescita rispetto ad un mercato omogeneo. Infine ci sono le barriere alla crescita, rese concrete dalla presenza d'istituzioni con cui rapportarsi, dalla mancanza di risorse necessarie o dalla difficoltà di accesso alle stesse. Diversi autori hanno tentato di spiegare pedissequamente le determinanti della crescita e di dare dei pesi diversi a seconda dell'influenza maggiore di un elemento o di un altro nel processo di crescita. Nel corso degli anni, la teoria più valida e più seguita dagli esperti è quella riguardante una visione integrata dei diversi fattori in modo da analizzare, nel dettaglio, tutti gli aspetti.

La crescita esterna, quindi, è una tipologia di sviluppo che può essere perseguita attraverso diverse operazioni di finanza straordinaria. Tra queste le più importanti sono le alleanze strategiche e le operazioni di fusione e acquisizione. Le operazioni di fusione e acquisizione saranno approfondite maggiormente nei paragrafi successivi. Le alleanze strategiche, invece, comprendono le joint-venture, i consorzi e gli accordi. Senza analizzare dettagliatamente le diverse tipologie, possiamo individuare il diverso grado d'integrazione che prevedono tutte le operazioni citate:



Una delle operazioni più importanti per attuare un processo di sviluppo esterno è l'*Alleanza Strategica*. Le alleanze strategiche fanno parte delle strategie di collaborazione<sup>34</sup>, ovvero dei modus operandi di alcune imprese che implicano la relazione con partner esterni per ottenere dei risultati. La collaborazione però comporta una condivisione del potere, del controllo e una ripartizione dei profitti, oltre a dover prevenire e fronteggiare il rischio di comportamenti sleali ed opportunistici del partner

<sup>34</sup> S. Sciarelli, *La gestione dell'impresa*, CEDAM, 2011.

(*moral hazard*)<sup>35</sup>. La collaborazione potrebbe consentire all'impresa di raggiungere obiettivi più ambiziosi con maggiore rapidità e con minori costi e rischi. Le alleanze strategiche sono accordi di natura formale o informale tra due o più imprese allo scopo di collaborare per una finalità.

In un'alleanza strategica, le imprese coinvolte mantengono la loro indipendenza, cercando di stabilire una relazione che permetta loro di condividere i costi, i rischi, ma anche i vantaggi dell'attività. Da un punto di vista strategico, le alleanze permettono di conseguire numerosi vantaggi:

- acquisire posizioni di leadership nel mercato: la collaborazione tra due o più entità permette alle aziende coinvolte di unire le forze contro i concorrenti;
- la possibilità di fronteggiare una minaccia competitiva attraverso una posizione più forte e decisa all'interno del mercato;
- la costruzione di una posizione di insider nei mercati più repentina rispetto alla singola azienda;
- la possibilità di fissare standard mondiali di prodotto e di usufruire di una riduzione dei costi inerenti alla Ricerca e allo Sviluppo.

Se è vero che le alleanze strategiche sono convenienti per tutti i fattori appena citati, occorre però evidenziare anche una serie di svantaggi che hanno a che fare soprattutto con il controllo dell'azienda. Nel momento in cui una società decide di intraprendere un'alleanza strategica con un'altra società, dovrà mettere in conto anche la condivisione della gestione del business, del controllo dello stesso e del know-how<sup>36</sup>. Uno dei punti salienti delle alleanze strategiche è la condivisione del know-how. Nel momento in cui entro in relazione con un partner, affinché l'alleanza funzioni, è necessario condividere anche le conoscenze e le competenze necessarie per lo svolgimento del business. Questa situazione può rappresentare un rischio per l'impresa detentrica del know-how in quanto mette a disposizione di un eventuale competitor ciò che rende redditizia un'attività. Tale condivisione potrebbe portare, infatti, a comportamenti opportunistici da parte del partner soprattutto nelle alleanze che non sono assicurate da un contratto scritto. Il

---

<sup>35</sup> Il moral hazard è una forma di opportunismo post-contrattuale, che porta gli individui a perseguire i propri interessi a spese della controparte. Fonte: [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

<sup>36</sup> G. Marchi, M. Vignola, *Fiducia e controllo nelle alleanze internazionali. Le imprese italiane e la sfida nei mercati emergenti*, Franco Angeli, 2013.

trasferimento di conoscenza a potenziali concorrenti, però, non è l'unico rischio. Le alleanze strategiche implicano la condivisione di due o più realtà organizzative e gestionali, spesso con caratteristiche differenti e a volte in contrasto tra loro. Uno dei problemi, infatti, è la difficoltà d'integrazione delle realtà coinvolte, anche a causa della modesta durata della collaborazione. Così come altre operazioni di finanza straordinaria, le alleanze strategiche comportano un'integrazione quasi forzata che va adeguatamente pianificata e monitorata se ci si vuole assicurare la riuscita dell'operazione.

Nei paragrafi successivi, invece, saranno analizzate le operazioni di fusione e di acquisizione sia da un punto di vista normativo, sia da un punto di vista strategico.

### **1.2.3 La creazione di valore e l'importanza delle interdipendenze tra i business**

Prima di approfondire la fusione per incorporazione, fattispecie propria dei due casi studiati nell'elaborato, è necessario porre l'accento su un concetto trasversale a tutte le operazioni straordinarie: il ruolo delle interdipendenze tra i business. Il concetto d'interdipendenza tra i business non è sempre stato noto al pubblico. Se fino agli anni '80, infatti, le aziende adottavano una pianificazione *stand alone* dei business, secondo la quale ciascun business era indipendente rispetto agli altri presenti in azienda ed era valutato soltanto per i costi, i ricavi, i benefici e gli svantaggi che poteva arrecare, nel tempo si è compresa l'importanza di avere una visione strategica e prospettica dell'intero portafoglio business<sup>37</sup>. Nel tempo il management ha dovuto capire come creare valore attraverso i business a disposizione in azienda, come rapportarsi con l'ambiente esterno sfruttando tutte le opportunità e fronteggiando le minacce e come valutare, infine, tutti i business presenti all'interno del portafoglio aziendale. Fino a quel momento storico, come già anticipato, ogni business era valutato singolarmente e nessuno si preoccupava di guardare oltre, di avere una visione strategica e prospettica che avesse come fine ultimo la creazione di valore. *Creare valore* significa, per l'azienda, avere una redditività superiore rispetto al costo del capitale necessario per creare quella redditività. Tecnicamente:

$$\text{ROI} > \text{WACC}$$

---

<sup>37</sup> R. M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, collana Strumenti, 2011.

Il ROI (Return on investment), indice dato dal rapporto tra il risultato operativo / fonti di copertura del fabbisogno finanziario, è la remunerazione che la gestione operativa riesce a produrre, ovvero quanto rende il capitale investito in azienda. Il ROI è confrontato con il WACC (Weighted Average Cost of Capital), in altre parole il costo medio ponderato del capitale. Il WACC esprime il costo che l'azienda deve sostenere per recuperare le risorse finanziarie presso i soci o altri finanziatori. Quando il ROI è maggiore del WACC, vuol dire che la redditività generata dagli investimenti è maggiore del costo del capitale necessario per attuarli. Tale condizione implica che l'azienda crea valore per tutti gli stakeholder. Se si rapporta tale concetto alle operazioni di finanza straordinaria, è necessario evidenziare un altro aspetto. Nel momento in cui il top management inizia a valutare l'ipotesi di acquisire o fondere la propria società con un'altra, deve necessariamente valutare le eventuali relazioni che si possono stabilire con le attività e con i business appartenenti alle realtà con cui si entra in contatto. La creazione di valore sorge nel momento in cui ci si rende conto di poter sfruttare la generale condivisione di risorse e il trasferimento di competenze tra le diverse aree d'affari. Grant<sup>38</sup> afferma che la condivisione può avvenire in due modi:

- *Condivisione di servizi*: la pianificazione strategica, il controllo finanziario, la gestione del rischio e della tesoreria, la revisione contabile, la gestione delle risorse umane, i servizi legali. Poiché, nella prassi, condividere i servizi apporta benefici superiori rispetto all'accentramento degli stessi, occorre trovare un modo per sfruttare le economie di costo che così si generano.
- *Interdipendenze dirette tra le unità di business*: le risorse e le competenze possono essere condivise anche tra i diversi business. Porter (1996) rileva come il modo in cui le imprese gestiscono le interdipendenze tra i business, determina la loro capacità di creare valore per gli azionisti.

Per attuare una gestione efficiente delle interdipendenze tra i business, il top management deve capire quali sono effettivamente gli elementi in comune tra i diversi business. La complessità di una visione così ampia e prospettica aumenta nel momento in cui le aziende hanno un portafoglio di business diversificato (multi business) e devono cercare di capire come valorizzarlo<sup>39</sup>. L'impresa, spesso, decide di diversificare

---

<sup>38</sup> M. R. Grant, J. Jordan, *Fondamenti di strategia*, Il Mulino, 2013.

<sup>39</sup> <http://www.marketing-insights.it/strategie-di-diversificazione/>

il proprio portafoglio business per ridurre il rischio, ovvero la variabilità dei risultati dell'impresa, sia dal punto di vista operativo, quindi dell'andamento del business dell'impresa, sia dal punto di vista finanziario, quindi del grado di disponibilità dei flussi a disposizione degli azionisti. Quando le aziende si trovano di fronte ad un portafoglio di business diversificato devono capire come gestirlo. Uno dei modi in cui è gestita la diversificazione sono le strategie orizzontali, che servono, appunto, a sfruttare le *interdipendenze* tra i business. Le interdipendenze o interrelazioni sono definite come degli scambi o una condivisione di risorse materiali e d'informazioni tra gli attori delle unità organizzative o tra diverse unità organizzative interne o esterne, al fine di realizzare le attività operative<sup>40</sup>. Nel momento in cui si decide di attuare un'operazione di finanza straordinaria e, in particolar modo, un'operazione di fusione e acquisizione, la presenza d'interdipendenze tra i business è una delle motivazioni principali che è adottata per giustificare una simile strategia. In questi casi è fondamentale, però, che esistano le strategie orizzontali che supervisionino l'andamento globale dell'azienda. Le strategie orizzontali permettono di valutare un business o un portafoglio di business non solo per le sue caratteristiche intrinseche, ma in base alla capacità di sviluppare interrelazioni con le altre attività (P. Boccardelli, 2011). Se non esistessero le strategie orizzontali, le unità organizzative rischierebbero di valutare in modo errato le interdipendenze e non capire effettivamente come queste potrebbero determinare un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti. Le interdipendenze possono essere:

- **Tangibili:** sono le attività comuni. Si ottengono quando due o più business mettono in comune uno o più asset tangibili (impianti, macchinari, laboratori R&D). I costi fissi dell'asset condiviso si ripartiscono tra i vari business e questo porta a una riduzione dei costi e, contemporaneamente, a un aumento di ricavi e di benefici finanziari. Tali interdipendenze derivano dalla condivisione di attività di produzione, di mercato, di approvvigionamento e infrastrutturali. La condivisione di attività abbate i costi solo se questi sono determinati da economie di scala, acquisizioni di know-how e sfruttamento della capacità produttiva. Il condividere ha, però, dei costi che necessariamente andranno sostenuti. Questi sono i costi di *coordinamento*<sup>41</sup>, derivanti dal tempo di

---

<sup>40</sup> G. Costa, P. Giubitta, *Organizzazione aziendale*, Mc Graw Hill, 2008.

<sup>41</sup> M. R. Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli, 2003.

coordinamento del personale che deve adeguarsi a una situazione nuova, costi di *compromesso*, derivanti dall'accettazione di un livello subottimale di alcuni business al fine di garantire comunque la condivisione delle attività, e costi di *rigidità*, derivanti dalla difficoltà di rispondere agli attacchi della concorrenza e l'impossibilità di abbandonare un business perché, per qualsiasi decisione, si dovrà tener conto degli effetti sugli altri business.

- **Intangibili:** riguardano le conoscenze comuni. Riguardano il trasferimento di know-how, di conoscenze, di brevetti e di altri asset intangibili la cui proprietà crea un vantaggio competitivo. Poiché il valore attribuito alle conoscenze trasferite non è oggettivo, le interdipendenze intangibili dipendono da alcune somiglianze di base riguardanti la strategia adottata dai business che deve essere simile, la stessa tipologia di cliente, la tecnologia, la simile configurazione della catena del valore e delle attività generatrici di valore.
- **Competitive o concorrenti:** riguardano i concorrenti comuni. Scaturiscono dalla circostanza di doversi confrontare con gli stessi rivali in diverse aree di business. A questo punto le aziende decidono di non farsi concorrenza e di definire il loro raggio d'azione, lo dichiarano al mercato e tra loro decidono di non crearsi problemi a vicenda, sapendo di non doversi difendere da nessuno.

Le interdipendenze analizzate danno vita alle **sinergie**<sup>42</sup>, che possono essere *di costo* o *di ricavo*. Il termine sinergia, dal greco Synergia, composto da “syn”(con) e “èrgon”(lavoro), esprime il concetto di un'azione simultanea e combinata compiuta da diversi sistemi nello svolgimento delle funzioni loro assegnate, con miglioramento degli effetti producibili. Occorre valutare le cosiddette *sinergie nette*, in altre parole si eliminano dal calcolo i costi e gli investimenti necessari per realizzare le strategie orizzontali. È possibile analizzare sotto il profilo quali-quantitativo i vantaggi sinergici derivanti dall'acquisizione/integrazione di aziende in avviato funzionamento. Le sinergie tra sistemi permettono di generare degli effetti congiunti superiori alla semplice sommatoria degli effetti originati da sistemi che operano stand alone. Il concetto di sinergia trova una più ampia diffusione nelle scienze medico-farmaceutiche essendo

---

<sup>42</sup> M. Taliento, *La stima del valore delle “sinergie” nelle acquisizioni di aziende in esercizio. Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, RIREA Quaderni Monografici Rirea n 23

definita dal Concise Oxford Dictionary come un “effetto combinato di farmaco, organi, etc. che eccede la somma dei loro effetti individuali”. Quanto più si apprezzano i vantaggi sinergici scaturenti dalla cooperazione economica delle aziende coinvolte nell’operazione, tanto più l’integrazione è appetibile. Il concetto di sinergia fa sì che il capitale strategico oltrepassi il confine del capitale economico stand alone (ovvero il valore economico dell’azienda in quel dato momento). Esso identifica un valore potenziale o un probabile prezzo dell’operazione. Uno degli elementi, quindi, che consente il passaggio dal capitale economico al capitale strategico è il *valore delle sinergie acquisitive*. Secondo questo concetto, Taliento evidenzia che:

$$W_s = W + S + O$$

$W_s$  è il valore strategico del capitale economico o valore potenziale;

$W$  è il capitale economico stand alone;

$S$  è il valore delle sinergie derivanti dall’operazione;

$O$  è il valore delle opportunità incrementali.

Esistono diversi tipi di sinergie che si possono riscontrare in un’operazione di finanza straordinaria e, soprattutto, in un’operazione di fusione per incorporazione:

- *Sinergie di mercato o collusive*: si riconnettono ai fenomeni di collusione tra imprese omogenee, operanti nello stesso settore. Sono essenzialmente i benefici incrementali generabili attraverso la riduzione della concorrenza e il maggior potere di mercato ottenuti grazie ai processi di crescita esterna. Un esempio potrebbe essere la dotazione, la parte dell’impresa target, di brand o canali distributivi strategici fortemente competitivi, appetibili per l’acquirente.
- *Sinergie operative o di efficienza operativa* (produttiva e commerciale): sono una *fonte di valore* fondamentale. Si manifestano soprattutto nel caso di operazioni fra parti che operano in attività strettamente collegate fra loro, tecnologicamente, a livello produttivo o di mercato<sup>43</sup>. Consistono in benefici derivanti dallo svolgimento combinato delle funzioni tecniche delle aziende acquirenti o acquisite. Tra queste si possono ulteriormente distinguere:

---

<sup>43</sup> <http://www.businessvalue.it/> intervento del Professor De Paolis, Responsabile dei servizi di Corporate Finance e della consulenza nello Sviluppo Strategico, socio fondatore della società di consulenza Business Value.

1. **Sinergie hard o tangibili:** di scala, di scopo o di raggio e di differenziazione, che ampliano la gamma dei prodotti e dei servizi offerti e portano un miglioramento dell'immagine aziendale.
2. **Sinergie soft o intangibili:** conseguono dall'efficace unione di fattori produttivi intangibili posseduti dalle singole aziende come skills, capacità tecniche, imprenditorialità.

Il dottor De Paolis cerca di mostrare come valutare le sinergie operative, affermando che prima di qualsiasi tipo di analisi è necessario capire come si manifestano (ad esempio: minori costi, maggiori ricavi) e quando. Per realizzare tale valutazione, innanzitutto occorre valutare separatamente le aziende coinvolte, attualizzando i flussi di cassa al WACC<sup>44</sup>. In seguito occorre valutare il valore della nuova unità organizzativa o del nuovo business come somma del valore delle due entità coinvolte e incorporare il valore delle sinergie nei tassi di crescita e nei flussi di cassa attesi. Una volta determinato il nuovo valore, si può calcolare per differenza il valore delle sinergie.

- *Sinergie finanziarie e tributarie:* hanno l'effetto di ridurre i costi aziendali. In particolare quelle finanziarie riducono il costo d'acquisto del capitale e/o del fabbisogno finanziario complessivo delle combined firm. Le sinergie tributarie, invece, si concretizzano nel risparmio fiscale dovuto alla razionalizzazione del carico tributario che grava sul reddito complessivo del gruppo.

In generale possiamo dire che analizzare le sinergie permette di capire cosa si vuole ottenere attraverso un'operazione di M&A: aumentare l'economicità aziendale, evidenziare gli obiettivi degli agent e capire se questi siano o no influenzati da moral hazard, mostrare se alcuni manager vogliono mirare esclusivamente al capital gain,

---

<sup>44</sup> Weighted Average Cost of Capital (Costo medio ponderato del capitale): è inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. È una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi. È uguale a:

$$WACC = K_e E / (D + E) + K_d (1 - t) D / (D + E)$$

$K_e$  = costo del capitale proprio

$D$  = indebitamento

$E$  = patrimonio netto

$K_d$  = costo dell'indebitamento

$t$  = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

raggiungere economie di scopo e di scala, effettuare l'ingresso in nuovi business. Eseguendo un'analisi delle sinergie possibili in un'operazione di M&A, le probabilità che queste abbiano successo s'innalzano del 28% rispetto alla media. In un rapporto<sup>45</sup> del 2000 della Atos KPMG Consulting “ Unlocking shareholder value: the key to success. Mergers and Acquisitions. A Global Research Report”, si afferma che “ Synergies are vital to the success of any merger or acquisition. Most companies now realise that without them, an M&A is unlikely to result in any significant additional growth in shareholder value”.

---

<sup>45</sup> KPMG Consulting, *Unlocking shareholder value: the key to success. Mergers and Acquisitions. A Global Research Report*, 2000.

## 1.3 Le fusioni e le acquisizioni

### 1.3.1 M&A: definizione e obiettivi

Tra le operazioni di finanza straordinaria più importanti, un ruolo primario e attuale lo rivestono sicuramente le operazioni di M&A. La prassi spesso porta a equiparare l'operazione di fusione (merger) con l'operazione di acquisizione (acquisition), anche se da un punto di vista codicistico le due fattispecie sono distinte. Per semplicità, nell'elaborato saranno usate entrambe le denominazioni per indicare la stessa operazione.

L'art 2501 c.c afferma che *“la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre”*. Dal dettato codicistico quindi, si evince la presenza di due tipi di fusione, una *pura o propria* e una per *incorporazione*. Nella fusione pura o propria, due o più imprese si uniscono in una società di nuova costituzione, definita Newco, che sostituisce le società preesistenti che, di conseguenza, cessano di esistere<sup>46</sup>. Le società partecipanti alla fusione perdono la loro soggettività giuridica e si estinguono, dando origine a una nuova società alla quale partecipano i soci delle società fuse. Le azioni o le quote delle società partecipanti sono annullate e, in sostituzione, sono assegnate ai soci le azioni o le quote della nuova società, in misura corrispondente all'originario valore della partecipazione quale determinato nel rapporto di cambio. Solitamente questo tipo di fusione è posta in atto nei casi in cui esiste un'uguaglianza di fatto sul piano economico e tecnico tra le società partecipanti. Nella fusione per incorporazione, invece, una o più aziende sono assorbite da un'altra. In questa fattispecie solo le società incorporate perdono la personalità giuridica, mentre l'incorporante sopravvive all'operazione. Le azioni o le quote delle incorporate sono annullate e, in sostituzione, sono assegnate ai soci azioni o quote delle società incorporanti, rispettando il rapporto di cambio. In generale, la disciplina giuridica dell'operazione di fusione è contenuta nella Sezione II, Capo X, titolo V, libro quinto del codice civile, intitolata *Della fusione delle società*, introdotta dal d.lgs. 16 gennaio 1991, n 22, che è stato modificato e entrato in vigore il 1 gennaio 2004.

---

<sup>46</sup> L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2004.

Le operazioni di M&A sono tra le più complesse da mettere in atto. Il fine ultimo che si vuole raggiungere tramite tali operazioni è lo sviluppo dimensionale dell'impresa, che può portare alla creazione di valore per tutti gli stakeholder della stessa (Sicca, 2001). Tali operazioni sono aumentate notevolmente negli ultimi anni e hanno caratterizzato i più svariati settori. Secondo un rapporto della KPMG<sup>47</sup> del 2010, tra il 1988 e il 2010 sono state finalizzate in Italia 12.402 transazioni M&A.

Focalizzando l'attenzione sugli anni duemila, si nota un cambiamento strutturale del M&A, soprattutto in Italia. Il mercato è sempre più influenzato da fenomeni globali e dai nuovi equilibri geopolitici internazionali. Negli anni 2005-2007 il mercato registra un trend positivo grazie soprattutto alla positiva evoluzione delle condizioni economiche. Le imprese italiane si riorganizzano anche per reagire alle sfide dei nuovi scenari competitivi globali, tornando a investire all'estero. Il trend si smorzerà leggermente negli anni successivi, ma soltanto in alcuni settori (KPMG report). Il fenomeno delle M&A caratterizza sia le imprese di piccole dimensioni, sia le multinazionali. Qualora siano proprio le multinazionali a realizzare tali operazioni, le imprese coinvolte saranno soggette al controllo delle autorità preposte alla tutela della concorrenza nel mercato. Con le operazioni di M&A si deve evitare che una concentrazione elevata di imprese all'interno del mercato riduca in modo sostanziale la concorrenza e, di conseguenza, porti ad un aumento dei prezzi per i consumatori. Il controllo delle operazioni di concentrazione nel nostro Paese è stato introdotto con la legge del 10 ottobre 1997, n. 287. La legge stabilisce che l'attività di controllo debba essere esercitata dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, che deve ricevere preventivamente qualsiasi informazione inerente le possibili operazioni di M&A.

Un'operazione di M&A si basa sulla valutazione che la realtà aziendale post-operazione sarà più profittevole rispetto alla semplice somma delle parti in causa. In questa situazione s'inserisce il concetto di creazione di valore, un concetto che, come già descritto, è di lungo periodo e può assumere diverse forme. La creazione di valore<sup>48</sup> nasce dal comportamento del management e dall'interazione delle imprese coinvolte nell'operazione. Si realizza qualora l'operazione migliori la posizione

---

<sup>47</sup> Rapporto annuale KPMG, divisione Corporate Finance.

<sup>48</sup> PC, Haspeslagh, DB Jemison, *La Gestione delle Acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle Imprese*, Etas Libri, Milano, 1992.

competitiva dell'impresa e le consenta di conseguire e rafforzare il vantaggio competitivo. Dallo studio di Haspeslagh e Jemison sono emersi alcuni elementi che contraddistinguono la gestione del processo di M&A:

- la coerenza rispetto alla strategia;
- la qualità delle decisioni inerenti le M&A;
- la capacità di integrazione;
- la capacità di apprendimento.

Questi drivers, infatti, potrebbero portare l'acquisizione verso il successo, poiché consentono di inserire tale operazione all'interno di una visione strategica e prospettica della vita dell'impresa, sicuramente focalizzata su un percorso di crescita duraturo nel tempo.

La scelta di attuare un'operazione di M&A deriva, secondo gran parte della letteratura, dalla volontà di ottenere rapidamente vantaggi competitivi come un know-how specifico o un aumento della quota di mercato che, diversamente, richiederebbe tempi lunghissimi. La dinamicità del mercato, la capacità di offrire nuovi servizi e prodotti, di acquisire e integrare nuove competenze distintive in poco tempo, sta portando a gestire un'operazione di finanza straordinaria come una M&A in tempi sempre più stretti, rischiando di arrecare effettivamente un danno alle imprese coinvolte. Il tempo è, infatti, un concetto chiave da considerare se si vuole avere successo tramite questa operazione: occorre che il management sappia conciliare il bisogno di velocità di cambiamento con la necessaria ponderazione di tutti i fattori che, se non adeguatamente presidiati, potrebbero compromettere il successo dell'operazione.

Gli obiettivi perseguibili tramite un'operazione di M&A sono numerosi ed eterogenei. Una ricerca condotta da McKinsey negli Stati Uniti<sup>49</sup> ha evidenziato che le imprese ricorrono alla crescita mediante M&A per acquisire e interiorizzare nuove risorse, capacità e competenze (64%), espandersi in mercati sconosciuti fino a quel momento (53%), aumentare la quota di mercato e la dimensione (36%). Tali obiettivi possono essere ricondotti a due categorie principali:

- *motivazioni finanziarie*: l'operazione è portata a termine solo se crea un beneficio economico per le imprese coinvolte, cioè se le due o più imprese

---

<sup>49</sup> Report McKinsey, *Where mergers go wrong*, 2004.

coinvolte insieme creano valore maggiore rispetto alle entità prese separatamente;

- *motivazioni strategiche:*
  1. la riduzione del numero dei concorrenti e della concorrenza nel mercato;
  2. l'aumento della quota di mercato e, quindi, la ridefinizione del potere contrattuale nei confronti dei clienti e dei fornitori;
  3. l'innalzamento delle barriere all'entrata, considerando che l'impresa protagonista dell'operazione avrà un controllo strategico molto elevato e scoraggerà l'entrata di nuovi competitor;
  4. la diversificazione del portafoglio prodotti e dei servizi offerti;
  5. l'acquisizione di nuove tecnologie che possono efficientare il processo produttivo e rendere l'impresa sempre più all'avanguardia;
  6. le economie di scala, di scopo e di complementarità<sup>50</sup>: queste ultime si generano attraverso la fusione con imprese con competenze specialistiche, che operano in mercati di nicchia molto specializzati;
  7. le economie di integrazione manageriale: l'acquirente ritiene di poter gestire l'impresa acquisita meglio del management precedente.

Per definire correttamente un'operazione di M&A, quindi, devono essere pianificati e monitorati correttamente gli obiettivi che si vogliono raggiungere.

### **1.3.2. M&A: vantaggi e svantaggi dell'operazione**

Le strategie di fusione e acquisizione presentano numerosi vantaggi<sup>51</sup>:

- maggiore rapidità di attuazione e acquisizione di risorse, di competenze e di competenze possedute dall'impresa acquisita;
- entrata e sviluppo in nuovi mercati, superando le barriere all'ingresso con un rischio inferiore in quanto si potranno utilizzare i mezzi, le risorse e i canali dell'impresa acquisita per sfruttare il mercato;

---

<sup>50</sup> C. Carnevale, *Stakeholder, CSR ed economie di mercato. La complementarità delle sfere economico-istituzionali*, Franco Angeli, 2014.

<sup>51</sup> L. Sicca, *La gestione strategica dell'impresa*, CEDAM, 2001; J. L. Bower, *Not All M&As Are Alike*, Harvard Business Review, 2001.

- allargamento del mercato potenziale dei nuovi clienti e diversificazione del portafoglio prodotti e servizi grazie alla presenza dei business dell'impresa acquisita;
- potenziamento o innalzamento di barriere all'entrata: i nuovi entranti dovranno fare i conti con un'impresa che ha un potere e una quota di mercato difficile da contrastare;
- acquisizione di piccoli competitor all'interno del mercato e ottenimento di benefici e sgravi fiscali.

Vista in questo modo, le operazioni di M&A dovrebbero avere tutte successo. Nella realtà, però, la percentuale di fallimento delle M&A è molto elevata: nella letteratura economica si parla del fallimento di più del 50% delle operazioni. A supporto di tale affermazione, Hay Group<sup>52</sup> ha eseguito uno studio su 200 leader europei impegnati nelle 100 maggiori operazioni di M&A negli ultimi tre anni. Da tale studio è emerso che solo il 9% delle operazioni raggiunge il completo successo e un soltanto un terzo crea effettivamente valore per gli azionisti. Le criticità che si riscontrano sono molteplici:

- la presenza di asimmetria informativa tra acquirente e venditore, da aggiungere alle oggettive difficoltà di integrazione tra entità diverse;
- l'illusione della rapidità e della semplicità di acquisire un'impresa già collaudata sul mercato può portare ad una distorsione riguardante il peso che alcuni elementi potrebbero avere;
- l'eventuale inadeguatezza del management nella gestione di una simile operazione;
- la perdita di clienti o di dipendenti che non accettano i compromessi e i nuovi equilibri derivanti dall'operazione;
- l'aumento dei costi derivanti da diversi sforzi che sono compiuti per portare a termine la fase di integrazione;
- la focalizzazione su aspetti tangibili sia nella fase iniziale che nella fase dell'integrazione delle imprese, situazione che potrebbe portare alla perdita di attenzione sulle reali sinergie che si vogliono sfruttare;

---

<sup>52</sup> <http://www.haygroup.com/en/your-challenges/mergers-and-acquisitions/>

- il rischio inerente gli investimenti nelle core activities, attività che richiedono ingenti investimenti e che potrebbero vedere le risorse necessarie al loro svolgimento destinate all'operazione di M&A.

Tali criticità sono, da sempre, dei punti di attenzione che i manager devono considerare nel momento in cui decidono di intraprendere una simile operazione. Harding e Rovit<sup>53</sup>, nel 2008, analizzano alcune delle domande che tutti i manager dovrebbero porsi prima di effettuare un'operazione di M&A:

- **Come scegliere i propri obiettivi?:** gli autori affermano che il primo passo da compiere verso il successo di un'operazione di M&A è avere una solida strategia d'investimento. Occorre, infatti, sapere le diverse modalità con cui una società raggiunge i propri obiettivi oggi e le probabilità che continui a farlo in futuro.
- **Quali operazioni concludere?:** a questo proposito gli autori evidenziano l'importanza che la due diligence ha nell'indirizzare il management. La due diligence, analizzata meglio successivamente, permette di rispondere a tre domande fondamentali: la strategia d'investimento regge? Qual è il valore della società target se si analizza il comportamento dei flussi di cassa della stessa in diversi e possibili scenari? Qual è il valore reale delle sinergie che scaturiscono dall'operazione? Tutte queste domande possono trovare una risposta nella due diligence, un processo di investigazione e di approfondimento dei dati relativi ad un oggetto in particolare, in questo caso l'impresa coinvolta nell'operazione. Il fine di quest'attività è identificare i vantaggi, la convenienza e i rischi connessi ad una trattativa. Una volta che i particolari dell'impresa target sono stati resi noti, il management interessato inizia a verificare tutte le informazioni per comprendere totalmente se ci sono gli elementi necessari per rendere l'operazione conveniente.
- **Dove è davvero necessario integrare?:** per rispondere a questa domanda gli autori evidenziano l'importanza di soffermarsi sulle attività da svolgere post due diligence. Occorre capire quali sono le attività su cui concentrarsi e per farlo è

---

<sup>53</sup> D. Harding, S. Rovit, *Prendere o lasciare?. Le quattro decisioni critiche in una strategia di M&A*, Bain & Company Italy, 2008.

necessario pianificare le attività post-acquisizione e concentrarsi sulla riuscita dell'integrazione.

- **Come comportarsi quando l'attività non va per il verso giusto?:** Harrison Salisbury, giornalista del New York Times, afferma che l'importante è "Aspettarsi l'imprevisto". Rapportando tale affermazione al mondo delle fusioni e delle acquisizioni, si può rilevare come nessuna operazione, data la realtà, ha mai rispettato il percorso esattamente delineato durante l'attività di pianificazione. Salisbury consiglia di trovare un modo per prepararsi a fronteggiare anche sfide impreviste.

Le quattro sfide delle operazioni di fusione e acquisizione potrebbero creare problemi di risultato alle imprese che intraprendono simili operazioni.

Analizzando in modo critico tutti gli elementi di un'operazione di M&A, è possibile individuare alcuni fattori di successo che, se adeguatamente pianificati e considerati, potrebbero essere degli strumenti chiave molto importanti. Innanzitutto occorre considerare il *concetto di equilibrio*: per trovare il "giusto" equilibrio occorre capire come integrare e allineare gli asset materiali (economici, logistici e strutturali), con gli asset immateriali (valori, cultura, leadership, immagine) delle aziende coinvolte nella fusione. Anche a questo proposito può essere utile la due diligence, che permette di avere una diagnosi esatta di tutti gli asset presenti nelle aziende. Un altro fattore chiave è la leadership richiesta dall'operazione di M&A. Per portare a termine l'operazione occorre avere un team altamente professionale e specializzato che dia il proprio contributo alla situazione. Gli elementi del team devono essere scelti rapidamente e devono essere in grado di rispondere al processo d'integrazione e alle inevitabili resistenze insite nello stesso. Ultimo elemento chiave è sicuramente la cultura aziendale. Come vedremo in seguito nei casi di fusione della Takeda con la Nycomed e della Merck con la Serono, la cultura aziendale potrebbe essere una delle cause d'insuccesso se non fosse monitorata adeguatamente. Fondere due realtà profondamente diverse, ispirate anche a valori differenti e con proprie abitudini e tradizioni è un processo complesso. In aggiunta a questo, occorre tenere presente l'inevitabile difficoltà di lavorare in un contesto in cui sono gli uomini a far la differenza, i caratteri di ogni dipendente e le loro esigenze. Per questo motivo le aziende, per non rischiare il

fallimento, devono prevedere un processo di integrazione culturale ben preciso e strutturato in ogni operazione di M&A.

### 1.3.3 La fusione per incorporazione

Analizzando le varie tipologie di operazioni di finanza straordinaria e, soprattutto, le M&A, è necessario focalizzare l'attenzione sul tipo di fusione che è stata attuata dall'azienda farmaceutica Takeda nel 2007: la fusione per incorporazione.

La fusione, come sopra accennato, è un tipo di operazione di finanza straordinaria che realizza l'obiettivo della crescita esterna dell'azienda. Dal punto di vista giuridico, permette di realizzare strette integrazioni tra due o più aziende in tempi brevi e diverse modifiche della struttura organizzativa. Si definiscono fusioni *eterogenee* quelle tra società che non hanno omogeneità causale<sup>54</sup>: ad esempio tra società di capitali e società cooperative, tra società con diverso regime di responsabilità dei soci. La fusione per incorporazione può avvenire sia tra società omogenee, sia tra società eterogenee, ed è la modalità più attuata nella realtà perché, solitamente, c'è sempre una delle società partecipanti che, per effetto del proprio assetto patrimoniale, del volume dell'attività, della storia, della posizione occupata sul mercato e dell'immagine, ha un ruolo dominante rispetto all'altra. Sarà proprio la società dominante, quindi, ad assumere l'iniziativa delle operazioni straordinarie e ad integrare i sistemi aziendali partecipanti alla fusione.

Una fusione, in generale, dovrebbe avere come esito finale il conseguimento di un beneficio economico, misurabile come maggior valore assunto dal sistema aziendale che va a crearsi rispetto alla somma dei valori delle singole aziende partecipanti<sup>55</sup>. Il conseguimento di un maggior valore complessivo è legato al successo delle strategie di crescita che con la fusione si cerca di attuare. Grazie all'integrazione tra le aziende si possono ottenere:

- Riduzioni notevoli di costi, realizzando economie di scala e di scopo<sup>56</sup>: collaborare con un'altra entità vuol dire anche condividere i costi, mettere in

---

<sup>54</sup> C. Sorci, *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*, Giuffrè Editore, Milano.

<sup>55</sup> L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2004.

<sup>56</sup> P. Di Betta, *La regolazione nella strategia d'impresa. Convergenza e competenze, coalizioni e sistemi di beni*, Franco Angeli, 2004.

comune le competenze e le capacità di ciascuna entità, realizzare i risparmi di costo ottenuto all'aumentare della varietà di servizi e di beni prodotti da un impianto che derivano dalla produzione congiunta di più prodotti da parte di una sola unità produttiva (Panzar e Willig, 1981). Tutto questo non fa che aumentare la redditività e la competitività della nuova realtà costituita.

- Rafforzamento del potere di mercato, con un'efficace penetrazione e incremento delle quote possedute: fondere due realtà significa aumentare il potere di mercato e la possibilità, per la nuova realtà, di avere una posizione dominante rispetto ai competitor.
- Maggior razionalità nell'utilizzo delle risorse e delle capacità disponibili: poiché alcune delle motivazioni strategiche della fusione sono realizzare economie di scopo e di scala e condividere costi e rischi delle varie attività, nel momento in cui due realtà si fondono, si cerca di razionalizzare le risorse in modo da allocarle efficientemente, senza sprechi e cercando di focalizzare l'attenzione e le capacità a disposizione al fine di raggiungere una maggior efficienza operativa e strategica.
- Effetti positivi sul tasso di rischio: solitamente con la fusione di due o più entità si diversifica il portafoglio business e si ha una posizione e un potere di mercato maggiore rispetto al passato. In questo modo le aziende coinvolte diminuiscono il rischio.

Dal punto di vista codicistico, la fusione per incorporazione è regolata dal succitato art. 2051 comma 1. Dalla normativa specifica si evince come l'operazione di fusione viene ad assumere un iter complesso, caratterizzato da tempi di realizzazione molto lunghi. Tale iter può essere suddiviso in tre fasi:

- Fase preparatoria: si sostanzia nelle trattative tra le società partecipanti per determinare le caratteristiche della società post operazione e, di conseguenza, le modifiche all'atto costitutivo dell'incorporante e le trattative per determinare i rapporti di cambio fra le azioni/quote. È caratterizzata dalla manifestazione di volontà delle parti, che avviene con l'approvazione del progetto di fusione da parte dei soci di ciascuna società. Il *progetto di fusione*, documento redatto congiuntamente dagli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione, contiene tutti gli elementi fondamentali che caratterizzano l'operazione.

Depositato il progetto di fusione, unitamente a tutti i documenti previsti dalla normativa, presso il registro delle imprese del luogo dove hanno sede le società partecipanti alla fusione, si apre una fase preordinata alla deliberazione dell'assemblea delle società stesse.

- Fase della deliberazione assembleare
- Fase attuativa

È possibile rappresentare l'iter complessivo dell'operazione di fusione attraverso queste fasi<sup>57</sup>:

Ordine	Atto	Termine di legge
1	Deposito per la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'avviso per i possessori di obbligazioni convertibili.	Almeno 90 giorni prima dell'iscrizione del progetto di fusione
2	Iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese del luogo dove hanno sede le società che partecipano alla fusione.	Almeno 30 giorni prima della data fissata per la deliberazione
3	Deposito presso la sede di ognuna delle società partecipanti di: <ul style="list-style-type: none"> <li>• progetto di fusione</li> <li>• relazione degli amministratori</li> <li>• relazione degli esperti</li> <li>• bilanci ultimi 3 esercizi di ognuna delle società partecipanti</li> <li>• situazioni patrimoniali delle soc. partecipanti</li> </ul>	La situazione patrimoniale delle società partecipanti deve essere riferita ad una data anteriore al massimo di 120 giorni rispetto alla data del deposito; può essere sostituita dal bilancio di esercizio, se di data non anteriore di più di 180 giorni rispetto allo stesso deposito
4	Deliberazione della fusione da parte delle assemblee delle società partecipanti	Almeno 30 giorni dopo il deposito dei documenti

---

<sup>57</sup> R. Antifora, *La fusione delle società. Lineamenti civilistici, contabili e fiscali*. Sistemi editoriali III Edizione 2007.

5	Deposito della deliberazione della fusione da parte delle società partecipanti	Valgono i termini previsti per il deposito degli atti presso il registro delle imprese (30 giorni)
6	Termine per l'opposizione all'operazione di fusione dei creditori anteriori al deposito del progetto di fusione e degli obbligazionisti	Entro due mesi dall'iscrizione
7	Stipulazione dell'atto di fusione	Decorso il termine posto a favore dei creditori e obbligazionisti
8	Deposito dell'atto di fusione per l'iscrizione nel registro delle imprese	Entro 30 giorni dalla stesura dell'atto

Analizzando più approfonditamente il progetto di fusione possiamo dire che esso, nella prospettiva della maggiore trasparenza e della miglior informazione per i soci, rappresenta, insieme alla relazione degli amministratori e alla relazione degli esperti, il documento fondamentale in grado di migliorare l'informazione societaria sull'operazione in fase di preparazione. Il progetto di fusione ha due funzioni<sup>58</sup>:

- *informativa* nei confronti di tutti i soggetti terzi potenzialmente interessati all'operazione
- *di tutela* dei soggetti nei confronti dei quali le società partecipanti alla fusione sono debentrici

In base all'articolo 2501 bis del c.c., il progetto di fusione deve contenere degli elementi che sono necessari per legge:

1. *Il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione*
2. *L'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione, o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione*

---

<sup>58</sup> G. Savioli, *Le operazioni di gestione straordinaria*, IV Edizione, Giuffrè Editore, 2008.

3. *Il rapporto di cambio delle azioni o quote e l'eventuale conguaglio in denaro*: il calcolo del rapporto di cambio è basato sulla valutazione del capitale economico delle società partecipanti all'operazione. Ci sono diversi metodi per calcolarli, tutti ugualmente validi, ma che vanno adattati alle caratteristiche proprie dell'operazione. È fondamentale l'importanza del reciproco rapporto esistente tra i valori delle aziende partecipanti all'operazione: si vuole comprendere quanto vale ciascun'impresa rispetto all'altra. Tale esigenza implica necessariamente una omogeneità nei criteri che si adottano nella valutazione delle diverse aziende in base al rapporto di cambio i soci valutano la convenienza dell'operazione. Sulla congruità dello stesso devono esprimersi gli esperti designati dal presidente del tribunale attraverso una relazione di esperti che va ad alimentare la documentazione a disposizione dei soci. Gli amministratori possono decidere di seguire differenti criteri di determinazione del rapporto di cambio, sempre che siano generalmente accettati. Il rapporto di cambio è, infatti, in parte frutto delle valutazioni di mercato compiute dalle società coinvolte nell'operazione, in parte rispecchia la valutazione strategica dell'operazione di fusione fatta dalle società partecipanti che inseriscono anche valutazioni di lungo periodo non sempre traducibili in valori concreti. Il riferimento alla situazione patrimoniale di fusione per la determinazione del rapporto di cambio può essere utile solo quando le aziende partecipanti alla fusione assumono un valore che risente molto della loro consistenza patrimoniale. In tema di assegnazione delle azioni dell'incorporante o della società risultante dalla fusione vi è il problema dei conguagli e del raggruppamento delle azioni. Tale problema sorge quando il rapporto di cambio si deve calcolare ed è espresso come valore finanziario: un esempio può essere se a fronte di sette azioni delle società estinte ne sono assegnate 4 della società incorporante/risultante dalla fusione. Per trovare una soluzione ci si rifà all'art 2501 ter c.c., che prevede la possibilità di stabilire un conguaglio in denaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate a favore dei soci assegnatari, a compensazione del danno derivante da un rapporto di cambio più gestibile ma meno favorevole agli stessi.
4. *La regola di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante*: occorre procedere ad un aumento del

capitale sociale dell'incorporante stessa. Con il tempo sono state pensate delle alternative: o si assegnano azioni proprie detenute dall'incorporante o si riduce il valore nominale delle azioni dell'incorporante, aumentando contemporaneamente il capitale sociale per un importo pari a quello della riduzione, con assegnazione delle nuove azioni ai soci dell'incorporata.

5. *Data dalla quale le azioni o le quote partecipano agli utili. Data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o della incorporante:* il legislatore ha previsto la possibilità di anticipare, ai soli fini contabili e di distribuzione del dividendo, gli effetti della fusione. Mentre la retrodatazione dei soli effetti contabili è ammessa dalla legge, la postdatazione non è prevista poiché la produzione degli effetti della fusione le società incorporate si estinguono e non avrebbe senso far ricadere degli effetti giuridici su soggetti non più esistenti.
6. *Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni:* ad esempio, per i possessori di azioni privilegiate e di risparmio, la legge prevede che con la fusione non perdano i diritti loro spettanti.
7. *I vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione:* la direttiva comunitaria aveva previsto la facoltà di attribuire con la delibera di fusione particolari vantaggi agli organi di amministrazione, direzione, controllo e vigilanza delle società partecipanti alla fusione. Il legislatore nazionale ha ridimensionato l'area dei soggetti interessati, limitandola ai soli amministratori. La dottrina è contraria a tali ipotesi perché sono gli amministratori stessi che si occupano della stesura del progetto di fusione e, quindi, a trovarsi nella situazione di attribuire vantaggi di vario tipo a loro stessi.

Dopo il deposito del progetto di fusione, tra l'iscrizione dello stesso e la data fissata per la decisione riguardo la fusione, devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con unanimità. Gli articoli e i commi successivi dell'art 2501 definiscono ulteriori situazioni inerenti la fusione per incorporazione. In particolare, l'organo amministrativo deve redigere la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita a una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto è

stato depositato nella sede della società. Tale documento deve informare i soci, i creditori e i terzi in generale, fornendo a essi un aggiornamento infrannuale sulla struttura e i valori contabili dei patrimoni aziendali. In questo modo si ricava un'informazione aggiornata sulla composizione del patrimonio, sull'entità dei debiti e dei crediti, sulla liquidità, sugli investimenti e su tutti gli elementi fondamentali del bilancio. La situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito indicato nel primo comma. In seguito alla redazione della situazione patrimoniale, secondo l'articolo 2501 quinquies, l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e soprattutto il rapporto di cambio delle azioni e delle quote. La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio e le eventuali difficoltà di valutazione. Il documento si rivolge soprattutto ai soci, in particolare a quelli di minoranza, esclusi dai processi societari e pertanto destinatari di precise notizie inerenti le modalità di esecuzione dell'operazione e gli obiettivi economici che si vogliono raggiungere con la stessa. Gli amministratori devono, inoltre, illustrare la prevedibile evoluzione strategica della società, indicando le modifiche che si produrranno per la società in termini di ricavi, di quota di mercato, delle sinergie, della politica degli acquisti e degli approvvigionamenti di denaro, della politica degli investimenti, delle evoluzioni del personale dipendente, delle dislocazioni delle unità produttive. Nel 2501 sexies è affermata, invece, l'esigenza di una relazione degli esperti, documento che attesti ancor meglio l'attendibilità e delle informazioni forniti. Ciascun esperto ha il diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili a procedere ad ogni necessaria verifica. La natura della relazione degli esperti è un parere tecnico sulla determinazione effettuata dagli amministratori, diretto ai soci, per fornire loro una maggiore informazione sull'operazione.

Con il deposito dei documenti, i soci sono messi in condizione di deliberare in merito alla fusione con un grado d'informazione soddisfacente. I soci hanno diritto di prendere visione dei documenti e di ottenere gratuitamente copia. L'art 2502, invece, riguarda la delibera di fusione, cioè l'approvazione del progetto da parte di ciascuna delle società partecipanti alla fusione. Se l'atto costitutivo o lo statuto non dispongono diversamente, l'approvazione avviene, nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei

soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno degli utili, salva la facoltà di recesso per il socio che non abbia consentito alla fusione e, nelle società di capitali, secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o dello statuto. La delibera di fusione può apportare al progetto di fusione solo le modifiche che non incidono sui diritti dei soci e dei terzi. La redazione dell'atto di fusione è il momento in cui l'operazione diviene definitiva e produce i suoi effetti giuridici, con l'estinzione delle società incorporate o fuse o la nascita della newco in caso di fusione propria. L'atto è redatto in modo congiunto dalle società partecipanti alla fusione e si ritiene abbia natura contrattuale particolare, sancendo la volontà delle parti di dare un nuovo assetto alle rispettive società ma applicando semplicemente quanto è stato stabilito nella precedente delibera. L'atto deve essere redatto come atto pubblico.

Nella fusione per incorporazione, spesso ci si trova di fronte ad un conflitto tra il gruppo di controllo dell'incorporante e i soci terzi dell'incorporanda per quanto riguarda il rapporto di cambio. Infatti, la fissazione di un rapporto di cambio troppo favorevole al gruppo di comando dell'incorporante potrebbe provocare la fuoriuscita dei soci terzi della società, con conseguente deprezzamento del valore delle azioni sul mercato finanziario.

Le operazioni di fusione sono giustificate dalla volontà dell'azienda di crescere più velocemente e di aumentare il grado d'integrazione a monte e a valle, dall'esigenza di sostituire un management inefficiente e migliorare il posizionamento strategico dell'azienda incorporante attraverso le sinergie con l'impresa acquisita: l'aumento della quota di mercato, l'entrata in nuovi settori o in attività correlate, l'acquisizione di un'azienda cliente/fornitore chiave. Tramite la fusione per incorporazione si cerca, in particolar modo, di sfruttare i benefici potenziali derivanti dalla presenza di business complementari e di incrementare le opportunità di reperimento o d'investimento delle risorse finanziarie (Potito). L'impresa incorporante inizia a concentrare la propria attenzione sulla possibilità di sfruttare le economie di scala (diminuiscono i costi unitari a fronte di volumi maggiori), le economie di scopo (risparmi derivanti dalla produzione di prodotti diversi ma con gli stessi fattori produttivi), migliorare il proprio rating e sfruttare le sinergie (il maggior valore che si crea in seguito all'unione di due aziende). Per entrambe le tipologie di fusione, l'obiettivo primario è la creazione di valore. Creare valore a seguito di un'operazione finanziaria di questa portata significa considerare non solo gli aspetti finanziari, che possono essere ricondotti al valore di quanto pagato, ma

soprattutto gli aspetti strategici, organizzativi, gestionali e di sostenibilità che influenzano la quantità e la modalità con cui l'azienda target (ovvero l'azienda con cui ci si vuole fondere o che si vuole incorporare) concorrerà al futuro andamento della newco o, comunque, dell'impresa incorporante.

La fusione per incorporazione deve essere adeguatamente pianificata tenendo conto anche dei rischi insiti in una simile operazione. Innanzitutto si deve capire come far dialogare due realtà diverse e come applicare le formule imprenditoriali, non sempre ripetibili in tutti gli ambienti. La situazione è agevolata se le imprese operano nel medesimo business, mentre si complica ulteriormente se operano in business diversi o correlati. Un altro aspetto da considerare riguarda la difficoltà di sfruttare e integrare le competenze già esistenti tra le aziende. Per far questo, infatti, sarà necessario che le due entità dialoghino tra loro trovando il modo di rendere tutte le competenze fruibili e comprensibili a entrambe le parti e di collaborare anche nell'ottica di formare una cultura aziendale univoca di supporto a tutta l'organizzazione post fusione. Un altro rischio particolare di questo processo riguarda la sottostima degli investimenti e dei tempi necessari per il completamento dell'operazione e il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Tale rischio può derivare da più fattori<sup>59</sup>:

- la mancanza di una pianificazione adeguata alla situazione: spesso il management si concentra solo su aspetti economico-finanziari, trascurando tutta una serie di variabili motivazionali, organizzative e umane che potrebbero incidere notevolmente sulla riuscita della fusione e potrebbero condizionare anche il lato economico.
- la non accettazione del compromesso: oltre alla difficoltà inerente la collaborazione tra due entità diverse, si pone anche il problema che le aziende sono costituite da individui. Nel momento in cui occorre integrarsi o fondersi con una nuova realtà, e quindi, con nuovi individui, occorrerebbe portare avanti dei compromessi che assicurerebbero collaborazione e, soprattutto, i tempi necessari di adattamento e di stabilizzazione della situazione.

---

<sup>59</sup> Professor De Paolis, Responsabile dei servizi di Corporate Finance e della consulenza nello Sviluppo Strategico, società Business Value.

- perdita delle risorse generate in anni precedenti<sup>60</sup>: il non rendersi conto di quanto effettivamente l'operazione assorbirà in termini di risorse, tempi ed investimenti, mette in serio pericolo le risorse e le disponibilità che fanno parte delle due entità. In questo modo potrebbe essere necessario intaccare le risorse precedenti, bruciando effettivamente il patrimonio costituito negli anni precedenti.

Notando la complessità del processo di fusione per incorporazione, sarebbe opportuno che le aziende predisponessero, accanto al progetto di fusione richiesto dalla normativa, un Progetto di Cambiamento Organizzativo che coinvolga il personale delle aziende partecipanti e tenga conto di tutti gli elementi e i fattori dell'organizzazione. Un simile progetto rappresenta l'investimento necessario ad assicurare che l'operazione di fusione produca una realtà aziendale unica e perfettamente funzionante.

Il Progetto di Cambiamento Organizzativo<sup>61</sup> coinvolge diversi ambiti: la qualità dei processi e dei prodotti, l'amministrazione, l'ambito commerciale, il marketing strategico/operativo e la comunicazione aziendale, il management, l'ambito tecnico-produttivo e le risorse umane. Tale documento, quindi, si occupa di comunicare e motivare ai dipendenti la decisione di operare la fusione e tutti i cambiamenti indotti da questa, di mobilitare le risorse, umane e materiali, necessarie a supportare il processo di omogeneizzazione delle diverse culture organizzative, di analizzare i portafogli dei prodotti e dei servizi delle aziende e di cercare di integrarli in un unico portafoglio, comunicando i cambiamenti anche a livello di personale e occupandosi di disegnare il nuovo assetto organizzativo (business unit, linee di produzione, distribuzione...).

Il progetto dovrà definire tutti gli aspetti che permetteranno una corretta implementazione della strategia, cominciando dall'indicazione dei cambiamenti organizzativi e metodologici e ipotizzando anche un'eventuale formazione interna a supporto del cambiamento. Durante il processo di fusione è necessario monitorare e gestire il progetto di cambiamento e valutare i risultati ottenuti attraverso una corretta pianificazione.

---

<sup>60</sup> Università L. Bocconi, Enaudi Institute for Economics and Finance, Idee per la crescita. *Le opzioni e le proposte per ritornare a crescere*, 2013.

<sup>61</sup> <http://www.unife.it/> Workshop su *La Gestione del cambiamento organizzativo*, 2006.

La normativa pone in evidenza un aspetto fondamentale: il calcolo del rapporto di cambio, ovvero il fattore di conversione con cui si stabilisce quante azioni della nuova società può ottenere un azionista delle società incorporate in cambio delle vecchie azioni da lui possedute. Nella prassi può accadere che ci siano altri fattori che modifichino il rapporto di cambio, sia di natura economica, sia di altra origine, come gli interesse del soggetto economico di una delle aziende, una maggior capacità negoziale o eventuali esigenze di chiudere rapidamente l'operazione. Il rapporto di cambio<sup>62</sup> è funzione dei valori assegnati alle aziende partecipanti alla fusione e del numero delle azioni (o quote) nel quale sono suddivisi i rispettivi capitali sociali. Può essere definito come il rapporto tra i valori unitari effettivi delle azioni di ciascuna società. Ad esempio considero il caso della fusione per incorporazione e definisco A l'incorporante e B l'incorporata.

Il rapporto di cambio può essere calcolato come<sup>63</sup>:

$$RC = (\text{valore B/valore A}) \times (n \text{ azioni A}/n \text{ azioni B})$$

Numericamente: la società A è valutata 12000 euro e ha un capitale di 1500 rappresentato da azioni del valore nominale pari a 1. La società B è valutata 8000 euro e ha un capitale di 400 rappresentato da azioni del valore nominale pari a 1. Il rapporto di cambio, quindi, sarà calcolato come:

$$(8000/12000) \times (1500/400) = 12000/4800 = 5/2$$

Questo significa che ai soci di B spetteranno 5 azioni nuove emesse da A ogni 2 vecchie possedute. Il rapporto di cambio è, quindi, un valore fondamentale da tener in considerazione ma prima di procedere a questo calcolo si esegue una diagnosi completa delle imprese candidate alla fusione in base al criterio della due diligence. La due diligence<sup>64</sup> è un processo investigativo che viene messo in atto per analizzare il valore e

---

<sup>62</sup> [http://www.euroconference.it/media/files/257\\_estratto\\_manualeoperazionistraordinarie.pdf](http://www.euroconference.it/media/files/257_estratto_manualeoperazionistraordinarie.pdf)

<sup>63</sup> D. Barbatano, *Come calcolare il rapporto di concambio in una fusione per incorporazione*, [www.lavoroefinanza.soldionline.it](http://www.lavoroefinanza.soldionline.it)

<sup>64</sup> <http://www.diritto.it/docs/27936-due-diligence-uno-strumento-imprescindibile-nella-valutazione-delle-aziende>

le condizioni di un'azienda, o di un ramo di essa, per la quale vi siano intenzioni di fusione: si effettua una valutazione dell'azienda, compresi i rischi di fallimento dell'operazione e le sue potenzialità future, la struttura organizzativa, il business, il mercato, i fattori critici di successo, le strategie commerciali, gli aspetti gestionali, amministrativi, fiscali e legali. In generale l'esame prevede un'analisi delle prestazioni passate dell'impresa per capire in quali circostanze gli obiettivi sono stati raggiunti, una valutazione delle risorse umane disponibili, soprattutto delle figure chiave, per verificare quali risultati ciascun dirigente abbia prodotto, quali esperienze posseda e di quali motivazioni sia dotato, i rapporti in corso, l'attendibilità dei bilanci, la regolarità della documentazione la correttezza degli adempimenti contrattuali. Tale esame viene effettuato nella fase preparatoria delle operazioni di finanza straordinaria, soprattutto per quelle che richiedono un cospicuo investimento e la partecipazione di più soggetti. La diagnosi delle imprese target riguarda sicuramente la loro dimensione e la redditività degli investimenti, l'ambiente competitivo in cui sono inserite e la domanda dei prodotti da parte dei clienti. Essendo un esame approfondito e molto dettagliato, mira a rendere evidente, per chi deve investire, l'effettiva convenienza dell'operazione, i suoi rischi e le sue potenzialità. L'analisi è svolta da un team di esperti che deve valutare ogni aspetto dell'affare. Attraverso il processo di due diligence si valuta il grado di affidabilità della controparte, la solidità dell'azienda e le sue prospettive di sviluppo, l'eventuale esistenza d'irregolarità e disfunzioni, di rischi e di passività potenziali o occulte. Negli ultimi anni si sta diffondendo anche la due diligence ambientale<sup>65</sup>, visto l'aumento dei rischi ambientali e l'aspetto green che ogni azienda deve interiorizzare per accrescere la sua reputazione. La due diligence ambientale mira anche a conoscere le caratteristiche dell'area territoriale nel quale l'impresa opera, per valutare i rischi possibili derivanti da un mancato controllo del processo produttivo. La due diligence potrebbe essere proposta anche dall'azienda venditrice per due motivi. Il primo è capire la propria forza competitiva e ottenere elementi per meglio valutare le risorse di cui si dispone e su cui far leva. Il secondo è prevenire la richiesta del compratore in modo da affrettare i tempi e svolgere le indagini senza essere in soggezione nei confronti di chi sta per acquistare. Una volta che è stata eseguita la diagnosi delle entità protagoniste dell'operazione, inizia la negoziazione tra le parti. Per questa fase occorrono gruppi

---

<sup>65</sup> <http://www.tauw.it/aree-di-attivita/due-diligence-ambientale/>

specializzati che preparino l'operazione nei minimi dettagli in modo che, in seguito, i livelli più alti del management delle imprese coinvolte possano portare a termine il processo di fusione. In seguito vi è la fase dell'integrazione: si definisce in modo dettagliato come l'impresa incorporata si colloca nella struttura organizzativa dell'incorporante e, quindi, nella configurazione futura. La fase dell'integrazione è quella più complessa da realizzare, ed è proprio qui che si crea valore. Haspeslagh e Jemison affermano che “tutto il valore è creato dopo l'acquisizione”<sup>66</sup>, in particolare durante la fase di integrazione. Centrale è il ruolo del management. Se il gruppo dirigente non interiorizza il mutamento e non si prepara ad accrescere le proprie conoscenze e a cambiare il proprio comportamento strategico, l'operazione rischia di fallire.

Se l'integrazione non è portata a termine in modo adeguato, questo potrebbe inficiare la riuscita della fusione. I motivi del fallimento potrebbero essere:

- Costo troppo elevato<sup>67</sup>:  
nel momento in cui si diffonde la notizia che un'impresa sta per essere acquisita, le azioni crescono. In questo modo si paga intorno al 30-40% in più rispetto alla quotazione di mercato. Quando questo accade, occorrerà molto tempo prima che il premio sia compensato dalla redditività degli anni successivi e l'acquirente fisserà obiettivi molto ambiziosi per recuperare in breve tempo la somma pagata in più. Se la fusione non è portata a termine, questa situazione scatenerà delusione da parte del management e degli azionisti.
- Obiettivi mancanti (Potito, 2013):  
nel momento in cui il management vuol incorporare un'azienda target, tende a sopravvalutare le proprie capacità di creare valore integrando un'altra impresa. Gli eventuali punti di debolezza dell'impresa incorporata si manifestano solo dopo un certo periodo e, spesso, le sinergie attese non si realizzano, soprattutto riguardo al marketing e alla gestione delle risorse umane.
- Difficoltà d'integrazione<sup>68</sup>:

---

<sup>66</sup> L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013

<sup>67</sup> AIFI, *Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, Tavolo di Lavoro M&A, 2012.

<sup>68</sup> M. R. Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli, Milano, 2003.

la fase più difficile da gestire è sicuramente la fase di integrazione di culture, strutture organizzative, sistemi di gestione e di controllo altamente diversi. Tale fase richiede molto tempo e, se è troppo lunga, l'impresa potrebbe perdere diverse opportunità offerte dal mercato, che si sta assestando su nuovi equilibri. Le difficoltà aumentano quando l'integrazione riguarda imprese con culture diverse.

- Valutazioni incomplete o inadeguate<sup>69</sup>:  
il management si rende conto che l'impresa target è stata gestita peggio rispetto alle valutazioni effettuate. Questa situazione potrebbe verificarsi se non si è valutato efficacemente la compatibilità delle organizzazioni, che si può esaminare analizzando quali valori debbano prevalere e chi è il partner in posizione dominante.
- Cambia il contesto<sup>70</sup>:  
tra quando l'impresa valuta la target e quando decide di incorporarla potrebbero cambiare le condizioni che ne avevano consigliato l'acquisto. Per questa ragione sarebbe opportuno definire con precisione il target e valutare le caratteristiche delle imprese candidate all'incorporazione, cercare imprese con buon potenziale che siano in temporanea difficoltà e programmare l'integrazione.
- I manager abbandonano<sup>71</sup>:  
i dirigenti delle piccole e medie imprese si sentono minacciati dall'idea di perdere autonomia a seguito dell'incorporazione in un'impresa più grande, in cui le responsabilità sono ampiamente ridefinite.
- Reazioni dei concorrenti<sup>72</sup>:  
si sottovalutano le reazioni dei concorrenti e il contesto competitivo precedente può mutare rapidamente.

---

<sup>69</sup>Professor T. Pencarelli, Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo", Integrare la strategia competitiva, 2011.

<sup>70</sup>G. Colombo, *Per capire i problemi delle fusioni e delle acquisizioni*. Sviluppo & Organizzazione, 1991.

<sup>71</sup><http://www.unife.it/> Workshop su *La Gestione del cambiamento organizzativo*, 2006.

<sup>72</sup>A. Arrighetti, A. Ninni, *La trasformazione "silenziosa". Cambiamento strutturale e strategie d'impresa nell'industria italiana*, Collana di Economia Industriale e applicata, 2014.

## Capitolo II: Il settore farmaceutico

### 2.1 Il settore farmaceutico e le sue caratteristiche

#### 2.1.1. Il settore farmaceutico: definizione e determinanti

Prima di passare all'analisi della fusione per incorporazione avvenuta nel 2007 tra le aziende farmaceutiche Takeda e Nycomed e al confronto con il caso Merck-Serono, è necessario approfondire il settore coinvolto dalle operazioni precedentemente citate, cioè il farmaceutico. La scelta di analizzare questo settore, deriva dalla straordinaria attualità di tutte le operazioni che, anche negli ultimi mesi, hanno radicalmente cambiato l'assetto dello stesso. I due casi, invece, testimoniano, da un lato, la complessità del processo di M&A e, dall'altro, le differenti modalità che si possono registrare a livello di pianificazione e d'implementazione delle scelte strategiche, e che possono avere conseguenze assai diverse. Tornando al settore, il farmaceutico è di per sé atipico e rispondente a regole di mercato anomale. L'industria farmaceutica è considerata "unica" e ci sono buoni motivi che giustificano questa visione particolare. Innanzitutto, il settore farmaceutico si differenzia da tutti gli altri per la natura dei beni prodotti e per l'esistenza di una forte interdipendenza tra gli interessi economici e sociali dei numerosi agenti coinvolti<sup>73</sup>:

1. le imprese farmaceutiche;
2. il Sistema Sanitario Nazionale;
3. l'ordine dei farmacisti;
4. i pazienti.

La molteplicità dei soggetti coinvolti è rilevante e aumenta, di volta in volta, la complessità delle relazioni che possono instaurarsi nel settore. Soprattutto in Italia, la situazione è particolarmente complicata da gestire. In generale si può evidenziare che il settore farmaceutico presenta due caratteristiche principali:

1. la totale o quasi assenza di sostituibilità nell'uso tra i farmaci appartenenti a diverse classi terapeutiche e, di conseguenza, la necessità di valutare la proprietà

---

<sup>73</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, *Indagine conoscitiva nel settore farmaceutico*, 2014.

- terapeutica, il tipo e la concentrazione del principio attivo, per definire il mercato di prodotto rilevante;
2. l'estensione a livello nazionale del mercato rilevante, a causa della persistenza di politiche e normative particolarmente diverse tra paese e paese (nella regolamentazione dei prezzi, dei canali distributivi, delle modalità di accesso e dei meccanismi di rimborso) nonostante gli sforzi di armonizzazione adottati a livello comunitario.

Il settore farmaceutico<sup>74</sup> si occupa della produzione e commercializzazione di principi attivi, cioè di strutture chimiche che possiedono particolari caratteristiche in grado di curare l'organismo umano e difenderlo da alcune malattie. Un principio attivo è una sostanza che possiede un'attività biologica. Secondo tale definizione<sup>75</sup>, il termine principio attivo comprende tutte le sostanze dotate di effetto terapeutico, benefico ma anche tossico (i veleni). Il farmaco, quindi, potrebbe produrre sul paziente sia effetti positivi, sia effetti negativi<sup>76</sup>. Proprio la duplicità dei due effetti possibili rende necessaria la presenza di un medico che, prescrivendo il farmaco sulla base delle informazioni scientifiche fornitigli dall'azienda farmaceutica e delle sue conoscenze, funge da intermediario tra le case farmaceutiche e i pazienti. La necessità di avere prescrizioni mediche e di convogliare più soggetti, con proprie esigenze e interessi, rende evidente un'altra caratteristica chiave del settore farmaceutico, cioè l'intervento pubblico da parte dello Stato. Ogni società cerca di garantire ai propri membri il diritto alla salute<sup>77</sup>. Per tale motivo i cittadini versano un contributo allo Stato, secondo il reddito e la loro attività, in modo che questo assicuri loro beni e servizi per soddisfare i bisogni primari. Tra le funzioni dello Stato c'è sicuramente quella di prendere delle decisioni adeguate per tutelare efficacemente il diritto dei cittadini alla salute. Quest'ultima è “uno stato di completo benessere fisico, mentale e sociale, e non semplicemente l'assenza di malattie o di stati di malessere”, così com'è definita dall'Organizzazione Mondiale della Sanità. Lo “stato di salute” è un concetto che non ha una specifica definizione e che varia secondo i diversi pesi che ciascun individuo attribuisce alle componenti fisiche e mentali. Per l'individuo è fondamentale trovarsi in

---

<sup>74</sup> [www.pharmastar.it](http://www.pharmastar.it)

<sup>75</sup> <http://www.agenziafarmaco.gov.it/>

<sup>76</sup> La doppia accezione, positiva e negativa, deriva dal greco antico ed è ancora oggi presente nel termine inglese drug, che indica sia i farmaci sia le droghe vere e proprie.

<sup>77</sup> F. Gianfrate, *Economia del settore farmaceutico*, il Mulino, 2004.

un buono stato di salute. Gianfrate evidenzia come la salute è uno strumento indiretto di formazione del reddito e, perciò, è parte integrante della ricchezza individuale e collettiva. Si può, infatti, affermare che la salute e lo sviluppo economico sono interdipendenti tra loro all'interno della società: se lo sviluppo e l'evoluzione economica possono portare all'insorgenza di nuove malattie, è pur vero che uno stato di sviluppo ottimale è un indicatore di sviluppo. Per tale ragione, i governi nazionali cercano di intervenire riguardo il tema della salute. L'autorità pubblica, in generale, disciplina i tempi e le regole d'immissione dei farmaci sul mercato, al fine di tutelare il consumatore finale. Lo Stato si occupa, quindi, di:

1. tutelare tutti gli individui attraverso adeguate campagne di informazione e di educazione in merito a comportamenti e stili di vita ritenuti sani;
2. regolare, tramite alcune normative, la qualità dei beni che impattano direttamente sulla salute dei cittadini, come acqua, aria e cibo e, attraverso l'assistenza sanitaria, l'insieme di beni e servizi offerti alla collettività;
3. controllare la composizione della domanda e il prezzo del farmaco;
4. assoggettare l'offerta ai vincoli previsti dalle fasi di ricerca, di sperimentazione, di sviluppo, di promozione, di sperimentazione e di commercializzazione dei prodotti farmaceutici.

Secondo l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, lo Stato esercita le sue funzioni attraverso la normativa sulla brevettazione, il controllo sulla sperimentazione dei farmaci, l'obbligatorietà della registrazione prima dell'immissione dei medicinali nel mercato, la normativa sulla pubblicità dei prodotti, i criteri di classificazione e di rimborso dei medicinali e i meccanismi di determinazione dei prezzi. Analizzando il lato dell'offerta, in Italia ci sono diversi piccoli mercati, altamente specializzati, finalizzati alla cura di alcune particolari patologie. In questi mercati la concentrazione è molto elevata, soprattutto in quelli caratterizzati da elevati investimenti in ricerca e sviluppo, in cui i nuovi prodotti s'impongono rispetto a quelli concorrenti. Un'altra caratteristica rilevante, non solo per le imprese italiane, è la forte internazionalizzazione delle imprese farmaceutiche<sup>78</sup>, dovuta principalmente all'inadeguata dimensione dei mercati nazionali. L'internazionalizzazione delle imprese farmaceutiche avviene tramite operazioni di M&A, accordi, joint-venture e investimenti diretti esteri e costituisce, per

---

<sup>78</sup> Unioncamere Lazio, *Analisi di settore. L'industria chimico-farmaceutica nel Lazio*, 2012.

le stesse, oltre che un'opportunità, anche un modo per recuperare gli investimenti effettuati per la scoperta del nuovo prodotto. Solitamente l'Italia non ha un ruolo primario in questo processo, rivelandosi più che altro un mercato di sbocco commerciale di prodotti realizzati altrove, dal momento che si caratterizza per la presenza di aziende di minori dimensioni rispetto alle più grandi e più famose multinazionali<sup>79</sup>.

Tornando alla struttura del settore, si possono riassumere le peculiarità comuni e trasversali a tutte le imprese, indipendentemente dalle dimensioni delle stesse:

1. *difficile accesso al mercato a causa degli elevati costi di ricerca e sviluppo richiesti*<sup>80</sup>: non solo per entrare nel mercato e competere con le aziende già presenti all'interno sono necessari ingenti investimenti che assicurino un minimo potere contrattuale all'industria entrante, ma anche per uscire dallo stesso si generano dei **sunk costs**<sup>81</sup>, cioè dei costi non recuperabili. Si generano quando un'impresa decide di uscire dal mercato e ha già sostenuto i costi di ricerca senza ritorni economici;
2. *la bassa elasticità della domanda*<sup>82</sup>: la maggior parte dei farmaci presenti sul mercato sono essenziali per tutti gli individui della collettività. Questo porta a una rigidità della domanda del bene;
3. *la presenza di molteplici soggetti*<sup>83</sup>: il consumatore è diverso dal prescrittore o, comunque, dalle persone, sia medici che farmacisti, che acconsentono il consumo del prodotto. Da non dimenticare è un altro soggetto, lo Stato, che finanzia l'acquisto del prodotto. La presenza di molteplici soggetti assicura, in un certo senso, un corretto uso dei farmaci, evitando utilizzi eccessivi che potrebbero danneggiare la salute dei pazienti invece di curarla. Nonostante questi benefici, la molteplicità di soggetti crea anche delle asimmetrie informative tra gli stessi. Come in precedenza chiarito, il consumatore non ha le capacità e le conoscenze sufficienti per scegliere il farmaco più adatto, tranne

---

<sup>79</sup> M. Auteri, *Il mercato del farmaco. Tra andamenti e prospettive*, Libreriauniversitaria.it Edizioni, 2013.

<sup>80</sup> C. Di Novi, *Il mercato del farmaco: potere di mercato e asimmetrie informative*, Università del Piemonte Orientale, Dipartimento di Politiche Pubbliche e Scelte Collettive, Alessandria.

<sup>81</sup> I sunk costs sono costi irrecuperabili che l'impresa affronta quando decide di cessare la propria attività economica. Sono considerati come barriere all'entrata e all'uscita di un settore. [http://www.treccani.it/enciclopedia/sunk-cost\\_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/sunk-cost_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

<sup>82</sup> R. Levaggi, S. Capri, *Economia sanitaria*, Franco Angeli, 2003.

<sup>83</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, *Indagine conoscitiva nel settore farmaceutico*, 2014.

che per le malattie comuni. Per tale ragione, il paziente si rivolge al medico, che dovrà individuare i bisogni effettivi del paziente e curarlo in maniera appropriata. Tra i due soggetti si genera una specie di accordo, in base al quale il paziente delega al medico la tutela della propria salute. Come tutti gli accordi, anche il rapporto medico/paziente potrebbe generare dei comportamenti opportunistici<sup>84</sup>. Il medico potrebbe, ad esempio, utilizzare l'informazione maggiore di cui dispone per "amplificare" la diagnosi del paziente, rendendo necessari anche prescrizioni o ricoveri clinici non veramente necessari. Lo stesso comportamento opportunistico si potrebbe rilevare tra il medico e il soggetto che paga le prestazioni sanitarie o farmaceutiche. Il moral hazard così rilevato potrebbe causare ingenti costi aggiuntivi per il Sistema Sanitario Nazionale;

4. *caratteristiche della catena distributiva*<sup>85</sup>: essendo, i farmaci, continuamente necessari nelle farmacie, occorre rendere immediato il tempo intercorrente tra quando i farmaci sono disponibili a livello di grossista e quando da questo passano alle farmacie. Le stesse farmacie devono, inoltre, essere dislocate in modo uniforme e strategico su tutto il territorio di riferimento in modo da assicurare l'accessibilità al farmaco a tutti i cittadini;
5. *contraddizione del settore*<sup>86</sup>: le aziende farmaceutiche, come tutte le imprese, hanno come obiettivo finale la massimizzazione del profitto. Nel farmaceutico, però, tale obiettivo si scontra con i costi derivanti dalla scoperta e dalla commercializzazione dei prodotti. In particolare, esistono malattie rare che colpiscono un piccolo numero di soggetti. I consumatori dell'eventuale farmaco sarebbero, quindi, numericamente pochi. Investire nella ricerca per trovare farmaci adatti a curare tali rare patologie sarebbe economicamente impossibile ed errato, giacché i farmaci avrebbero prezzi elevati e sarebbero utili per pochi individui. L'impresa sarebbe in costante perdita. In assenza di uno specifico intervento di regolamentazione o di coordinamento del settore, le imprese non investirebbero nella ricerca per questi campi particolari. Per tali motivi, i medicinali per le malattie rare sono chiamati farmaci "orfani";

---

<sup>84</sup> R. Coase, *The Nature of the Firm*, 1937.

<sup>85</sup> Banca Monte dei Paschi di Siena, *Industria Farmaceutica: La catena di valore del farmaco. Un tema cruciale: la distribuzione farmaceutica*, Siena, aprile 2015, Area Research & Investor relations.

<sup>86</sup> L. Garattini, S. Capecchia, *Farmaci, economia, salute*, Il pensiero Scientifico Editore, 1984.

6. *internazionalizzazione dei prodotti*<sup>87</sup>: le malattie si diffondono ovunque nel mondo. Quelle che cambiano sono le condizioni dei consumatori del farmaco. A questo proposito si può ricordare il divario esistente tra i paesi sviluppati e i paesi del terzo mondo. Se consideriamo i farmaci contro l'AIDS, efficaci nel ritardare l'avanzare della malattia, questi hanno prezzi molto elevati e sono proibitivi per una pluralità di persone che, pertanto, non possono curarsi a causa delle loro condizioni economiche o dello Stato in cui vivono. Una soluzione a questo problema potrebbe essere quella di mantenere il brevetto in paesi sviluppati e permettere ai paesi poveri di produrre farmaci contro l'AIDS in esenzione da brevetto. Questa soluzione è, però, mal vista dalle case farmaceutiche e si scontra con la problematicità di individuare quei paesi che effettivamente avrebbero bisogno di una concessione simile, così come rimarrebbe il problema del controllo dell'esportazione dei farmaci prodotti.

La commistione di tutti gli attori del settore, così come evidenziato, rende molto complesse anche le strategie adottate dalle imprese. Per questo motivo la tendenza generale del settore si è evoluta nel corso degli anni. I diversi studi effettuati hanno evidenziato come in passato le aziende siano state caratterizzate da un tasso di autonomia generalmente più elevato rispetto ad altri settori e dalla riservatezza dei loro metodi d'azione<sup>88</sup>. Inoltre, le imprese farmaceutiche sono sempre state eccezionalmente profittevoli e molto innovative, raggiungendo tale traguardo evitando la competizione diretta e contando poco sulle forme di alleanza. Se hanno dato luogo a qualche forma di cooperazione, ciò spesso è stato comunque operato al fine di scoraggiare le nuove "entrate"<sup>89</sup>. Infatti, nell'industria farmaceutica, non ci sono stati nuovi entranti per decenni. Il settore farmaceutico in Italia, inoltre, non è stato mai oggetto di particolare attenzione da parte dei Governi almeno sul fronte di un'effettiva politica industriale che creasse le condizioni di uno suo sviluppo.

Un aspetto fondamentale del settore è la *determinazione dei prezzi dei farmaci*. In tale percorso non ci sono solo le regole di mercato. La procedura prevede che la determinazione del prezzo di un prodotto sia attuata sulla base della media europea per

---

<sup>87</sup> <http://docplayer.it/1658845-La-regolazione-nel-settore-farmaceutico.html>

<sup>88</sup> <http://www.federchimica.it/>

<sup>89</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Indagine Conoscitiva, 2014.

farmaci analoghi<sup>90</sup>. Infatti, pur in assenza di una determinazione diretta da parte dello Stato, i criteri che il produttore deve seguire nel calcolare il prezzo di cessione al pubblico dei farmaci sono talmente rigidi da non lasciare alcun margine di discrezionalità, e tali da evidenziare la presenza di “prezzi imposti<sup>91</sup>”. Tale situazione fa sì che le aziende farmaceutiche debbano organizzare i propri investimenti in funzione dei prezzi, dei rischi da intraprendere per acquisire comunque un’ampia quota di mercato, della relazione con i benchmark del mercato e con tutte le variabili che possono essere influenzate dai prezzi. Un nuovo problema rilevato è costituito dal fatto che il sistema dei prezzi imposti non porta necessariamente, e a lungo termine, a un contenimento dei costi della spesa farmaceutica pubblica. Per ovviare, o quantomeno, fronteggiare tale problema, le imprese cercano di provocare forti mutamenti nella struttura del mix dei farmaci, consumati in relazione ai possibili spostamenti di classe di rimborsabilità degli stessi. La tendenza è stata, in molti Paesi, quella di abolire i controlli diretti dello Stato, perché considerati deleteri per la concorrenza e l’innovazione farmaceutica. Il prezzo, infatti, è l’elemento fondamentale attraverso il quale si esprime l’autonomia dell’imprenditore e si garantisce la sopravvivenza dell’azienda. La regolamentazione dei prezzi, perciò, ha una grande influenza sul mercato. Si è osservato che i picchi di riduzione dei consumi corrispondono proprio al periodo delle maggiori riforme volte al contenimento della spesa sanitaria. Gli anni Settanta sono stati caratterizzati dall’introduzione di una forma di regolamentazione dell’autorizzazione all’immissione in commercio più stringente<sup>92</sup>, e in particolare nel 1979, in seguito all’istituzione del brevetto per tutte le specialità medicinali e nel periodo immediatamente successivo al 1993, anno del “delisting<sup>93</sup>”.

Negli ultimi anni alcune caratteristiche del settore farmaceutico sono gradualmente scomparse e hanno lasciato campo a nuovi fenomeni e nuove strategie. I produttori sono stati coinvolti in molteplici processi di fusioni ed acquisizioni, hanno assunto manager nuovi e hanno proceduto a complesse ristrutturazioni aziendali. Come osservato da

---

<sup>90</sup> <http://www.quadernidifarmacoeconomia.com/>

<sup>91</sup> Provvedimento n 5486, Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, 1997.

<sup>92</sup> A. Biagi, *Le politiche di estensione della durata del brevetto nel settore farmaceutico*, articolo della ricercatrice presso l’Università di Catania.

<sup>93</sup> Il delisting è un processo di liberalizzazione della vendita dei farmaci.

alcuni studiosi, tra cui Fontana e Lorenzoni<sup>94</sup>, in molte imprese farmaceutiche l'approccio denominato strategic planning è stato sostituito dall'approccio denominato strategic management, più flessibile e più consono alla specialità del settore sanitario. La competizione si è quindi accresciuta assimilando così l'industria farmaceutica agli altri settori produttivi, anche se la peculiarità del bene che produce, quale soddisfacimento del bisogno di salute, rimarrà sempre tale e sempre la differenzierà dagli altri settori. La trasformazione dell'industria farmaceutica si è riflessa nelle decisioni strategiche delle aziende, nel modo da loro scelto per competere e collaborare. La missione è sempre il soddisfacimento del bisogno di salute del cliente, ma attraverso un nuovo orientamento alla concorrenza, divenuta ora più forte a causa dell'incrementata concentrazione all'interno del settore. Le caratteristiche del settore farmaceutico, quindi, contribuiscono a renderlo un settore particolare e, soprattutto, complesso da analizzare. Per tale ragione occorre, inoltre, esaminarne attentamente il prodotto e come questo arriva sul mercato.

### **2.1.2. Il farmaco e il suo approdo sul mercato**

Il prodotto attorno a cui ruota il settore farmaceutico è il farmaco<sup>95</sup>. Il farmaco, o medicinale, è una sostanza o un insieme di sostanze impiegate per curare o prevenire le malattie. Come abbiamo già detto, è composto da un elemento, chiamato *principio attivo*, da cui dipende l'azione curativa, e da uno o più materiali privi di capacità terapeutiche chiamati *eccipienti*, che proteggono il principio attivo dalle altre sostanze chimiche con cui può entrare in contatto, facilitano l'assorbimento dello stesso da parte dell'organismo o mascherano odori o sapori sgradevoli del farmaco stesso. Il farmaco, quindi, differenzia dai consueti prodotti che caratterizzano tutti gli altri settori. Esistono due peculiarità che lo rendono unico:

1. il prezzo del farmaco grava sul consumatore finale solo in parte, nei casi in cui è lo Stato contribuisce alla spesa;

---

<sup>94</sup> F. Fontana, G. Lorenzoni, *L'architettura strategica delle aziende ospedaliere: un'analisi empirica*, Franco Angeli/Sanità, Milano, 2000.

<sup>95</sup> AIFA, Agenzia Italiana del Farmaco.

2. la domanda del farmaco è “mediata”, in quanto per gran parte dei prodotti è necessaria la prescrizione medica (soluzione che rende sicuri i pazienti sugli effetti che può provocare il medicinale).

A livello comunitario, l’art. 1 della Direttiva del Consiglio 65/65/CEE definisce che cosa sono i prodotti medicinali, affermando che esistono:

1. la *specialità medicinale*: è un medicinale già preparato che viene immesso in commercio con una denominazione speciale e in una confezione particolare. Si distinguono in:

- **i farmaci etici**, cioè prodotti con una funzione terapeutica essenziale, registrati presso il Ministero della Sanità e venduti in farmacia al pubblico solamente dietro prescrizione medica. L’informazione su tale tipologia è sorvegliata dal Ministero, che autorizza e controlla tutto il materiale inerente tali prodotti;
- **i medicinali di automedicazione**, cioè tutti quei farmaci che per la loro composizione e per la loro finalità, sono utilizzati senza l’intervento medico (senza diagnosi, senza prescrizione<sup>96</sup> o sorveglianza del medico durante il trattamento). A questa tipologia appartengono i medicinali da banco o over the counter (OTC) e i medicinali senza prescrizione. Gli OTC, in base al decreto legislativo n 539 del 1992, sono prodotti pubblicizzati al pubblico e destinati alla medicazione di patologie minori e transitorie e che sono facilmente riconosciute e risolte dal paziente stesso. I medicinali senza prescrizione, invece, rappresentano una categoria intermedia tra le specialità etiche e gli OTC poiché, pur essendo vendibili senza prescrizione, sono assoggettati ai vincoli pubblicitari dei farmaci etici.

2. il *farmaco generico*: è ciascuna sostanza con una proprietà curativa delle malattie umane o animali o che cerca di stabilire una diagnosi medica o di ripristinare e correggere le funzioni organiche. Può essere immesso in commercio senza un marchio commerciale ma sotto la Denominazione Comune

---

<sup>96</sup> Per identificare i farmaci che non hanno bisogno di prescrizione, il decreto legislativo n. 539 del 31 marzo 1992 ha affermato che non sono vincolati alla prescrizione medica quei farmaci che non possono arrecare pericoli rilevanti durante il loro utilizzo e che non sono somministrabili per via endovenosa o muscolare.

Internazionale (DCI). Il diverso grado di sviluppo dei prodotti generici a livello internazionale ha portato, nella prassi, alla formazione di tre categorie di generici. In commercio esistono, infatti, le imitazioni con marchio (branded generics), alcuni generici commercializzati secondo la DCI seguita dal nome del produttore e il generico puro (unbranded). Per essere definito generico è indispensabile che il farmaco contenga il principio attivo del prodotto originale brevettato.

Il principio attivo e la durata del relativo brevetto sono i fattori fondamentali per la definizione e per la classificazione dei prodotti farmaceutici, ma anche, e soprattutto, per l'individuazione del mercato rilevante. Nel settore farmaceutico, caratterizzato da una continua attività di ricerca, il mercato rilevante è quello dei "mercati futuri". I mercati futuri<sup>97</sup> sono quei mercati in cui esistono prodotti che non sono ancora presenti sul mercato ma che sono in una fase di sviluppo avanzata (solitamente sono prodotti per i quali le case farmaceutiche stanno per presentare l'autorizzazione all'immissione al commercio).

In generale il farmaco, prima di giungere nelle farmacie o al consumatore finale, deve superare un iter molto complesso e molto lungo dal punto di vista temporale. L'industria farmaceutica, per immettere il farmaco sul mercato, deve ottenere l'autorizzazione all'immissione in commercio<sup>98</sup>, detta *registrazione*. Per ottenere l'autorizzazione, l'impresa deve fornire un dossier contenente tutte le informazioni più importanti del farmaco, in particolare:

1. una descrizione quali-quantitativa del principio attivo e degli eccipienti;
2. i test farmacologici effettuati in laboratorio e i risultati delle successive sperimentazioni sia sugli animali, sia sugli uomini;
3. le prove cliniche, ottenute attraverso la somministrazione del farmaco ad un piccolo campione di pazienti in modo da definire l'attività terapeutica.

Il dossier presentato dall'impresa farmaceutica è, quindi, un documento fondamentale per ricevere l'autorizzazione all'immissione in commercio del farmaco. Senza entrare nel merito delle diverse procedure utilizzate per ricevere l'autorizzazione all'immissione del farmaco sul mercato, Gianfrate focalizza l'attenzione sulla parte

---

<sup>97</sup> A. Pezzoli, *La concorrenza di prezzo e la concorrenza dinamica nel settore farmaceutico. Quali spazi (e quali ambiguità) tra antitrust e tutela della proprietà intellettuale*, seminario, 2015.

<sup>98</sup> F. Gianfrate, *Economia del settore farmaceutico*, Il Mulino, 2004.

finale di questo processo, cioè sulla registrazione. A tal proposito, il Ministero della Salute distingue i farmaci a seconda se sono nuovi o meno. Per farmaci di nuova istituzione s'intendono prodotti "mai utilizzati dall'uomo, farmaci appartenenti ad una classe di sostanze già registrate, farmaci che presentano forme di somministrazione, eccipienti diversi da un farmaco già registrato, farmaci già registrati in paesi esteri ma che il Ministero della Sanità dichiara nuovi". Per i farmaci di non nuova istituzione, la normativa italiana stabilisce che sia necessaria una documentazione bibliografica ricavata da una già esistente. L'approvazione di un farmaco da parte delle autorità preposte, da un lato assicura agli individui l'accesso immediato alle novità della scienza farmaceutica e, dall'altro, protegge i pazienti dal rischio di prodotti che potrebbero risultare pericolosi perché non adeguatamente conosciuti e testati. Il processo di approvazione non deve, quindi, mancare di adeguati studi sulla sicurezza ed efficacia condotti dall'azienda farmaceutica per evitare situazioni in cui il farmaco si riveli dannoso per la salute dei pazienti. A tal proposito è giusto ricordare il caso del Talidomide<sup>99</sup>, farmaco degli anni '60, utilizzato per ridurre la nausea delle donne in gravidanza. Il Talidomide era stato approvato in Europa e non negli USA a causa di un lungo processo previsto per l'approvazione. Dopo qualche tempo fu verificato che il Talidomide era responsabile delle malformazioni dei feti (Focomelia) nati da donne che usavano tale farmaco. Questa scoperta ha arrecato danni notevoli al mercato europeo. Tale esempio mostra come, sia dal punto di vista del processo di produzione, quale sintesi di una molecola realizzata dalle attività di R&D, che da quello dei canali di distribuzione, è necessario porre attenzione e dedicare tutte le risorse necessarie a garantire la sicurezza del prodotto. Anche la comunicazione e la pubblicità, componenti fondamentali della commercializzazione e della distribuzione dei farmaci<sup>100</sup>, non sfuggono ai controlli dello Stato che fissa numerosi vincoli affinché i messaggi veicolati dalle imprese rispettino i principi generali di tutela della salute e di promozione del benessere. In Italia le imprese farmaceutiche aderiscono a Farmindustria, l'associazione di categoria interna a Confindustria. Farmindustria negli ultimi anni è stata sottoposta a una riorganizzazione, soprattutto comunicativa, al fine di migliorare l'immagine e il potere negoziale dell'associazione rispetto al mondo politico, sociale e delle istituzioni. In generale si può evidenziare che il mondo della farmaceutica è una realtà complessa e

---

<sup>99</sup> <http://www.anadma.it/doc/Talidomide/Documenti/LaVicendaDelTalidomide.pdf>

<sup>100</sup> <http://www.pharmastar.it/>

articolata.

### 2.1.3. Il brevetto e la procedura di autorizzazione all'immissione sul mercato del farmaco

Le aziende farmaceutiche, com'è risaputo, investono ingenti capitali nella ricerca per studiare e scoprire nuovi farmaci. Le industrie devono, inoltre, testare il farmaco prima di portarlo sul mercato, impiegando notevoli investimenti. Per tale ragione è necessario proteggere la scoperta scientifica con un *brevetto*<sup>101</sup>. Il brevetto, secondo la definizione fornita dall'Agenzia Italiana del Farmaco, è uno “strumento giuridico che conferisce il diritto esclusivo di sfruttamento di un'invenzione in un territorio. Il proprietario del brevetto è l'unico che può produrre, vendere o utilizzare l'invenzione. Nel caso dei farmaci la durata della protezione brevettuale è di 20 anni”. Per qualsiasi azienda farmaceutica è fondamentale la presenza di un brevetto a protezione delle scoperte scientifiche dei propri scienziati, che utilizzano gli ingenti investimenti che di volta in volta sono stanziati. La possibilità di uno sfruttamento esclusivo nel tempo dell'invenzione, infatti, consente di recuperare le spese sostenute per realizzare il prodotto protetto da brevetto. È proprio la situazione che si crea intorno allo sviluppo del nuovo farmaco che spinge le industrie farmaceutiche verso la ricerca e il progresso scientifico<sup>102</sup>. È possibile esaminare i requisiti di brevettabilità<sup>103</sup>:

1. **novità**: è nuovo tutto ciò che non fa parte dello “stato della tecnica”. Tale terminologia è utilizzata per indicare qualsiasi tipo di tesi di laurea, di dottorato, di relazioni congressuali o altro che, in precedenza, possano aver reso noto un concetto o un prodotto (nel caso dell'industria farmaceutica);
2. **attività inventiva**: un'invenzione non risulta dallo stato di tecnica secondo un esperto del settore. È un requisito soggettivo e viene interpretato e approfondito dagli esaminatori delle domande di brevetto (articolo 12 della Legge sulle Invenzioni<sup>104</sup>);

---

<sup>101</sup> <http://www.agenziafarmaco.gov.it/it/glossary/term/1434>

<sup>102</sup> E. Ciccone, *Il valore economico dei brevetti*, rivista *Diritto Mercato Tecnologia*, 2011.

<sup>103</sup> <http://www.unimi.it/ricerca/brevetti/1106.htm>

<sup>104</sup> G. Sena, *I diritti sulle invenzioni e sui modelli di utilità*, Giuffrè Editore, Milano, 2011.

3. **industrialità**: l'oggetto dell'invenzione può essere utilizzato in qualsiasi genere d'industria;
4. **sufficiente descrizione**: il testo del brevetto deve prevedere una descrizione accurata dell'invenzione in modo che un esperto medio possa riprodurla.

La durata del brevetto è di 20 anni dalla data del deposito, ad eccezione per alcuni farmaci per i quali il titolare richiede il prolungamento.

La dinamica dei brevetti in Italia è molto cambiata nel corso degli anni. Sino agli anni '80 i farmaci non erano brevettabili. Soltanto con la sentenza della Corte Costituzionale del 20 marzo 1978 n° 20 è stato dichiarato incostituzionale il divieto di brevettabilità dei farmaci. La questione del brevetto è ovviamente correlata alle caratteristiche del farmaco. Nella realtà, una sostanza su 10.000 riesce a raggiungere il mercato e occorrono 12/15 anni per portare un farmaco dal laboratorio al mercato<sup>105</sup>. Secondo uno studio effettuato dalla World Bank su un campione di dodici aziende farmaceutiche, circa il 65% dei farmaci non sarebbe stato immesso sul mercato senza un'adeguata tutela brevettuale<sup>106</sup>. Generalmente le industrie farmaceutiche sono interessate da alcune tipologie di brevetto<sup>107</sup>:

1. di prodotto: protezione del principio attivo;
2. di procedimento: protezione del processo di sintesi di una molecola in particolare;
3. di sinergismo: protezione di composti che vengono somministrati insieme e che ottengono un maggior effetto terapeutico rispetto alla singola somministrazione dei farmaci.

Le aziende farmaceutiche devono necessariamente tener conto della normativa inerente al brevetto. Come già rilevato, nessuna impresa avrebbe degli incentivi a investire in nuovi farmaci se non vi fosse la tutela brevettuale, con un conseguente danno per tutta la collettività.

Definita la struttura del farmaco, l'azienda farmaceutica presenta la *domanda di brevetto*. Si richiede all'UIBM di Roma (Ufficio Italiano Brevetti e Marchi) o al

---

<sup>105</sup> <http://www.angelini.it/wps/wcm/connect/it/home/il-magazine/approfondimenti/ricerca-di-un-farmaco-nuovo>.

<sup>106</sup> *Introduzione al brevetto*, tratto da incontro CRUI-Farindustria 2000, Tefarco 1999, sito web [www.arena-patent.com](http://www.arena-patent.com)

<sup>107</sup> Materiale appartenente all'Università di Ferrara, *Modulo di valorizzazione della proprietà intellettuale*.

Servizio Brevetti presso le CCIA (Camera di Commercio Industria Artigianato Agricoltura). L'ufficio deve verificare la regolarità formale della domanda e la presenza dei quattro requisiti di brevettabilità succitati.

In Italia, dal deposito della domanda di brevetto alla concessione dello stesso devono trascorrere 2 o 3 anni. A seguito del rilascio, il titolare dovrà pagare annualmente le tasse di rinnovo dello stesso. Entro tre anni il nuovo farmaco deve essere realizzato e, in caso di una sospensione del processo di realizzazione, questo non può durare più di tre anni consecutivi (Sena). Nonostante il brevetto, non è detto che vi sia l'autorizzazione alla produzione del farmaco. Per quanto riguarda l'autorizzazione, le aziende farmaceutiche adottano o la procedura nazionale o quella comunitaria. In breve, la procedura comunitaria prevede una sintesi delle procedure che coinvolgono gli altri paesi membri dell'UE o solo alcuni. Se si adotta una procedura centralizzata, è prevista l'emanazione da parte dell'EMA (European Medicines Evaluation Agency) di un giudizio sull'immissione in commercio del farmaco, vincolante per tutti gli Stati membri. La registrazione è obbligatoria per i medicinali biotecnologici e facoltativa per i prodotti medicinali innovativi<sup>108</sup>. Se, invece, si attua una procedura che riguarda solo alcuni Paesi, l'autorizzazione può essere estesa anche ad altri stati in base alla stessa documentazione presentata al primo Paese che ha autorizzato il farmaco<sup>109</sup>. In questo modo un'impresa che ha ottenuto un'autorizzazione nel proprio Paese, può utilizzarla anche in altri Paesi comunitari. Per le aziende che preferiscono la procedura nazionale, invece, l'autorizzazione all'immissione in commercio è valida solo per il territorio nazionale. La normativa a riguardo prevede che il farmaco, prima di arrivare sul mercato, debba superare una fase di verifica e di autorizzazione da parte del Ministero della Sanità. In questa fase si verifica l'efficacia e la tollerabilità del farmaco attraverso:

- test di valutazione della tossicità sperimentale: si effettuano test su animali per verificare la tossicità nel breve e nel lungo periodo del farmaco e gli eventuali effetti negativi sull'apparato riproduttivo;
- test di sicurezza e di efficacia clinica: i test vengono effettuati sugli uomini, dando inizio agli studi clinici, che si dividono in quattro fasi<sup>110</sup>:

---

<sup>108</sup> Regolamento dell'UE n° 2309/1993

<sup>109</sup> F. Tosolini, L. Mezzalana, *Le procedure di registrazione dei medicinali a livello europeo*, Osservatorio Farmaci SIFO, Servizio Farmacia Territoriale ULSS 20, Verona, 1999.

<sup>110</sup> [http://farmacia.unich.it/igiene/didattica/igiene/Trials\\_clinici.pdf](http://farmacia.unich.it/igiene/didattica/igiene/Trials_clinici.pdf)

1. la fase definita pilota comprende una serie di test effettuati su un piccolo numero di volontari sani o di pazienti. Si verifica che il farmaco sia efficace e che sia ben tollerato dall'organismo, definendo il trattamento da effettuare;
2. il farmaco viene somministrato ad un ristretto gruppo di pazienti, che rimangono in osservazione. È, così, valutata l'azione del farmaco sui diversi organismi;
3. il farmaco è somministrato ad un numero elevato di pazienti in modo da definire, anche statisticamente, l'efficacia del farmaco. Si effettua il controllo confrontando il farmaco con il placebo o altri farmaci della stessa specie<sup>111</sup>. Una volta che il farmaco supera queste prime tre fasi, l'azienda produttrice richiede al Ministero della Sanità la sua registrazione e l'autorizzazione all'immissione in commercio. Il Ministero deve pubblicare l'autorizzazione sulla Gazzetta Ufficiale. L'autorizzazione è rinnovata periodicamente secondo quanto descritto nei report dell'azienda farmaceutica e in base alle verifiche del Ministero;
4. è la fase di "farmacovigilanza"<sup>112</sup>, cioè di sorveglianza durante il periodo in cui il farmaco è già presente sul mercato. In generale il Ministero valuta se le caratteristiche e i benefici apportati dal farmaco rimangono tali a distanza di tempo o cambiano.

#### **2.1.4. Trend del settore farmaceutico: passato, presente e futuro**

Dopo aver evidenziato le caratteristiche del settore farmaceutico e le peculiarità del farmaco, è necessario svolgere un'analisi dei trend esistenti nel settore. Capire come il farmaceutico si è evoluto nel tempo e quali sono le prospettive, consente alle aziende di compiere le scelte strategiche in modo più consapevole, comprendendo e prevedendo quali saranno le conseguenze delle azioni proposte.

---

<sup>111</sup> Il placebo è una sostanza senza effetti farmacologici e principi attivi, ma che apporta benessere al paziente perché produce un effetto psicologico positivo derivante dall'illusione di ricevere una cura (wikipedia).

<sup>112</sup> AIFA: la farmacovigilanza è un complesso di attività finalizzate a valutare continuamente le informazioni concernenti la sicurezza dei farmaci e ad assicurare, per tutti i medicinali in commercio, un rapporto beneficio/rischio favorevole per la popolazione.

Torniamo a focalizzare l'attenzione sulle concentrazioni avvenute nel settore farmaceutico, in particolar modo sulle operazioni di fusione e acquisizione che lo contraddistinguono.

Secondo diversi studi effettuati dalle più grandi società di consulenza al mondo, dalla BCG alla KPMG, e altre, dalla fine degli anni Ottanta fino ai giorni nostri l'industria farmaceutica è stata costantemente interessata da numerosi processi di fusione e di acquisizione tra le società, che hanno portato, nel corso degli anni, alla creazione delle grandi multinazionali da noi conosciute. Come in precedenza citato, le operazioni di M&A si sono susseguite in modo ciclico anche nel settore farmaceutico, con una durata media di tre o quattro anni<sup>113</sup>. Le attività di M&A hanno avuto un ruolo fondamentale nel processo di consolidamento del settore, registrando un incremento della quota di mercato complessiva delle più grandi dieci aziende del settore di addirittura il 30% nel 1995<sup>114</sup>. Il processo di consolidamento ha raggiunto l'apice nel 2003, quando le maggiori società farmaceutiche detenevano il 47,8% del mercato. Nei due anni successivi, però, con l'aumentare della concorrenza soprattutto per quanto riguarda i farmaci generici, il processo di consolidamento si arresta e, anzi, la leadership delle più grandi farmaceutiche inizia a ridursi, fino a registrare un dato intorno al 42,7%<sup>115</sup>.

Un altro dato da considerare riguarda la tipologia di aziende che decidono di intraprendere processi di M&A. Fino agli anni 2000, i processi di fusione solitamente interessavano aziende farmaceutiche che avevano quasi la stessa struttura e gli stessi business. Intorno agli anni 2000, invece, iniziano ad intravedersi aziende farmaceutiche che investivano notevolmente nel *biotech*, utilizzando fortemente la biotecnologia per raggiungere risultati medici sempre più all'avanguardia e innovativi. I processi di M&A, quindi, iniziano a configurarsi in modo nuovo, con diverse aziende più solide e strutturate che cercano di incorporare o di acquisire aziende target con una specializzazione biotecnologica oltre che farmaceutica. È il caso della fusione, avvenuta nel 2011, tra la Merck e la Serono. Come vedremo più avanti nell'elaborato, la Merck si era resa conto che la Serono aveva un business potenzialmente innovativo, a forte contenuto biotecnologico, e che poteva rendere la Merck ancor più competitiva all'interno del mercato.

---

<sup>113</sup> P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons Inc, 2007.

<sup>114</sup> Fonte: KPMG Corporate Finance.

<sup>115</sup> The Pharmaceutical Industry, Datamonitor Report, March 2008.

Il trend positivo delle operazioni di M&A nel farmaceutico ha conosciuto un secondo periodo di crisi dopo quello degli anni 2004-2005. Il flusso delle fusioni e delle acquisizioni del 2012 è stato minore rispetto a quello dei cinque/sei anni precedenti, sia in termini di quantità di accordi conclusi, sia come fatturato coinvolto. I dati riportati da Aboutpharma<sup>116</sup> sono molto chiari:

Acquisizioni Pharma, ultimi dieci anni:

Data di annuncio di M&A	Valore (miliardi \$)	Numero di M&A
2012	44.6	83
2011	54.1	171
2010	108.3	180
2010 (escluso Novartis-Alcon)	70.3	179
2009	151.9	173
2009 (escluso mega merger)	42.9	171
2008	109.4	186
2008 (escluso mega merger)	62.4	184
2007	70.0	161
2006	99.7	138
2005	61.5	135
2004	97.7	94
2004 (escluso mega merger)	34.7	93
2003	39	89
2002	66	87
2002 (escluso mega merger)	5.8	86
2001	46.1	80

I dati di Aboutpharma riguardano i deal non solo annunciati, ma anche conclusi. Da questo dato si poteva ricavare una certa positività per il futuro, inerente le acquisizioni che erano ancora in fase di negoziazione.

Nella diagnosi fino a questo momento effettuata, non si può non tener conto che i processi di M&A nel farmaceutico hanno interessato diverse aree geografiche del mondo, con diverse conseguenze. Un'analisi<sup>117</sup> di Farmindustria (Luglio 2013) ha evidenziato come dal 2006 al 2011 la quota di mercato dei BRIC era dapprima minore rispetto a quella detenuta dall'America del Nord e dall'UE, per poi via via aumentare

<sup>116</sup> <http://www.aboutpharma.com/blog/2013/02/14/m-a-nel-farmaceutico-tutti-i-deal-2012-e-le-tendenze-2013/>.

<sup>117</sup> *Indicatori farmaceutici*, Farmindustria, Luglio 2013, Roma.

sempre di più proprio a discapito delle più grandi potenze occidentali. Tale trend positivo continua ancora oggi a registrare un andamento crescente e le stime fornite da Farindustria continuano a prevedere una crescita ulteriore almeno per i prossimi due anni. L'Italia, così come altri Paesi europei, ha subito un arresto della crescita del settore farmaceutico nel corso degli ultimi dieci anni. Possiamo, a questo proposito, rivedere cosa è accaduto al settore farmaceutico italiano nel corso del tempo attraverso un'elaborazione dati dell'IMS Health<sup>118</sup>:

2005	2012	Previsioni 2016/2018
USA	USA	USA
Giappone	Giappone	Cina
Francia	Cina	Giappone
Germania	Germania	Brasile
<b>Italia</b>	Francia	Germania
Regno Unito	<b>Italia</b>	Francia
Canada	Canada	<b>Italia</b>
Spagna	Brasile	India
Cina	Regno Unito	Russia
Brasile	Spagna	Canada

Di là dalla situazione italiana, è fondamentale rilevare la ripresa del consolidamento del settore farmaceutico attraverso i processi di M&A. Secondo un articolo di Reuters, agenzia di stampa inglese che si occupa di fornire servizi finanziari alle imprese, pubblicato a dicembre 2015, il volume complessivo delle operazioni di M&A potrebbe superare i 600 miliardi di dollari nel 2016, quasi il doppio di quello stabilito nel 2014 e pari a 390 miliardi di dollari.

Il trend positivo del settore farmaceutico che attualmente si sta registrando ha subito un'impennata anche grazie alla fusione tra Allergan e Pfizer avvenuta il 23 dicembre 2015. Quella tra i due colossi farmaceutici mondiali è stata una fusione record da oltre 150 miliardi di dollari<sup>119</sup>. L'M&A tra Allergan e Pfizer testimonia la costante evoluzione del settore farmaceutico, dinamica che le società di consulenza considerano ancora in crescita.

---

<sup>118</sup> <http://www.imshealth.com/>

<sup>119</sup> Fonte: Wall Street Journal

Gli addetti ai lavori, così come le diverse industrie farmaceutiche, si stanno pian piano interrogando sul significato di questo consolidamento del mercato, su ciò che questo potrebbe comportare a livello delle singole imprese.

Le domande che personalmente mi pongo sono: date le dimensioni che le multinazionali stanno via via assumendo, e data la conseguente competitività e il conseguente potere che tali imprese assumono, come si riuscirà a lavorare all'interno di ogni realtà aziendale? Quali impatti avranno le numerose fusioni sulle persone, sull'identità aziendale? Questo processo porterà effettivamente a un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo o si rischia di esasperare il settore e di caricarlo eccessivamente?

## 2.2 Strumenti per l'analisi di settore

### 2.2.1. Come si analizza un settore

L'impresa è considerata un sistema aperto<sup>120</sup>. Per comprendere le dinamiche aziendali occorre studiare e analizzare l'ambiente in cui è inserita, il suo settore di appartenenza. L'ambiente di un'impresa è costituito da tutte le variabili esterne che influenzano le decisioni aziendali e il raggiungimento dei goals prefissati<sup>121</sup>. Il management deve, inoltre, stabilire qual è l'ambito competitivo all'interno del quale opera un'azienda, in altre parole quali sono le precedenti influenze esterne riconducibili all'azione dei fornitori, dei consumatori e dei concorrenti presenti all'interno del mercato. Capire quali sono i driver presenti nel settore e cosa bisogna considerare per fare un'analisi dettagliata, è fondamentale per inserire l'azienda nel mercato e per aumentare, piano piano, il suo potere contrattuale nei confronti dei competitor. Solitamente occorre considerare diversi aspetti: l'evoluzione tecnologica dell'impresa e come questa fitta con la tecnologia richiesta dal settore, l'apparato normativo e istituzionale, il rapporto tra economia nazionale ed economia internazionale, l'aspetto demografico e i cambiamenti a livello di trend passati e futuri, l'assetto della società e l'impatto ambientale derivante dalle scelte aziendali<sup>122</sup>. La letteratura economica evidenzia alcuni strumenti utilizzati per l'analisi di settore. I più importanti e meno complessi da utilizzare sono: l'analisi PEST, l'analisi SWOT e il modello delle 5 forze di Porter. L'analisi PEST (acronimo di Politica, Economia, Sociale e Tecnologia)<sup>123</sup> è una metodologia utilizzata per analizzare quali sono i fattori fondamentali appartenenti all'esterno dell'organizzazione e che possono influenzare l'attività aziendale. Tale analisi, infatti, considera le variabili di contesto che possono modificare l'ambiente in cui è inserita l'impresa e che inficiano il processo decisionale aziendale, le scelte strategiche e operative dell'azienda. L'analisi PEST può essere utile strumento strategico per interpretare la crescita o il declino del mercato, la posizione delle imprese, il potenziale e la direzione delle operazioni. In particolare si considerano:

---

<sup>120</sup> S. Pietrobono, professore e commercialista, *L'azienda come sistema*, articolo del 2011.

<sup>121</sup> E. Viganò, *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, CEDAM, Padova, 2000.

<sup>122</sup> F. Fontana, M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano, 2003.

<sup>123</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

1. **Ambiente Politico:** si cerca di individuare l'insieme delle politiche adottate dai governi in materia di attività economica, che possono influenzare l'assetto competitivo di alcuni settori. In particolare, tale analisi riguarda tutte le regole governative, settoriali e legali, formali e informali, alle quali l'impresa dovrebbe attenersi entrando in uno specifico ambiente: ad esempio la regulation/deregulation di alcuni settori (farmaceutico), le leggi ambientali, la politica fiscale, il welfare, la tutela della concorrenza, il diritto societario (corporate governance), il diritto dei consumatori, ecc.
2. **Ambiente Economico:** s'individuano e si osservano la posizione attuale e i futuri cambiamenti delle principali variabili degli scenari macroeconomici nazionali e internazionali come per esempio: crescita economica, tassi d'interesse, spesa pubblica, regime fiscale, inflazione nazionale ed internazionale, costo del lavoro, ecc.
3. **Ambiente Socio-culturale:** riguarda l'insieme dei valori, dei credi, delle tradizioni, dei linguaggi, degli stili di vita tipici delle diverse culture, e le modalità organizzative proprie della società (sindacati, organizzazioni politiche, etc.) che sono in grado di influenzare le motivazioni, i processi decisionali ed i comportamenti di acquisto dei consumatori, i comportamenti delle imprese, nonché la propensione alla collaborazione di queste ultime. Le tendenze socio-culturali affermatesi in Italia negli ultimi decenni sono riconducibili a una maggiore attenzione verso la tutela dell'ambiente, ad un crescente interesse verso il salutismo e ad un maggiore interesse per il divertimento e il benessere interiore (edonismo)<sup>124</sup>. Nel settore farmaceutico queste tendenze sono state incorporate nelle aziende che hanno dovuto rivoluzionare la loro metodologia d'azione sul mercato per cercare di raggiungere gli standards generali imposti dalla concorrenza.
4. **Ambiente Tecnologico:** la tecnologia è rilevante a causa della sua potenziale incidenza sulle fonti del vantaggio competitivo e sulle relazioni concorrenziali fra imprese. Infatti, l'attività di R&S, i processi di automazione, gli incentivi tecnologici, il tasso di cambiamento tecnologico, ecc., possono: ridurre le barriere strutturali all'entrata in un settore industriale, aumentare i livelli di

---

<sup>124</sup> <http://www.valut-azione.net/>

efficienza della produzione ed influenzare le decisioni di outsourcing. Nel settore farmaceutico, in particolare, l'aspetto tecnologico gioca un ruolo fondamentale poiché velocizza notevolmente i processi di ricerca, di sviluppo, di verifica e di commercializzazione dei farmaci, sempre più all'avanguardia e utili per il progresso scientifico e dell'umanità.

L'analisi PEST, come già rilevato, analizza i fattori esterni che potrebbero influenzare le decisioni strategiche aziendali. Il management di un'azienda, però, deve esaminare anche tutte le caratteristiche interne che possono modificare l'assetto aziendale e come queste si relazionano con l'esterno. Per eseguire questa diagnosi aziendale spesso si ricorre all'analisi SWOT. L'analisi SWOT<sup>125</sup>, acronimo di Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats<sup>126</sup>, è uno strumento di pianificazione strategica utilizzato per valutare i punti di forza, di debolezza, le opportunità e le minacce di un'azienda nel momento in cui diventa necessario analizzare le caratteristiche di un processo o di un progetto e le dirette conseguenze che si avrebbero sull'ambiente in cui si opera, cercando di offrire un'adeguata panoramica utile per il raggiungimento degli obiettivi strategici prefissati<sup>127</sup>. Analizzando l'acronimo, è possibile evidenziare come tale analisi consideri sia le variabili interne, sulle quali il management potrebbe intervenire, sia le variabili esterne, che vanno tenute sotto controllo sfruttando le possibilità e limitando le minacce. Ripercorrendo l'acronimo, infatti, il management di un'impresa analizzerà:

1. **I punti di forza e di debolezza:** sono le caratteristiche, positive e negative, interne all'azienda e proprie del contesto di analisi, e per tale ragione modificabili attraverso decisioni del management aziendale.
2. **Le opportunità e le minacce:** sono le variabili appartenenti all'ambiente esterno all'azienda e, per questo motivo, non modificabili dall'azienda ma solo fronteggiabili.

---

<sup>125</sup> Tecnica attribuita a Albert Humphrey, che ha guidato un progetto di ricerca alla Università di Stanford fra gli anni Sessanta e Settanta. Concepita per l'adozione delle decisioni strategiche aziendali nei contesti competitivi a partire dagli anni 80, è stata poi destinata all'analisi degli scenari alternativi di sviluppo.

<sup>126</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

<sup>127</sup> <http://www.setupimpresa.it/>



Fonte: [www.immaginificio.com](http://www.immaginificio.com)

L'analisi SWOT, quindi, permette di studiare il settore sviscerando le sue dinamiche in modo approfondito già nelle fasi preliminari dello studio. Lo scopo è di evidenziare le opportunità di sviluppo dell'area territoriale in cui l'impresa s'inserisce, attraverso una valorizzazione degli elementi di forza e un contenimento delle criticità<sup>128</sup>. Essendo condotta dopo un'accurata raccolta di dati inerenti l'impresa e il settore di appartenenza della stessa, la SWOT ha il vantaggio di verificare la corrispondenza tra strategie e bisogni e di promuovere una visione flessibile di analisi. Tale flessibilità, però, potrebbe essere considerata anche uno svantaggio se si rileva l'approccio semplicistico e soggettivo di un tale strumento<sup>129</sup>.

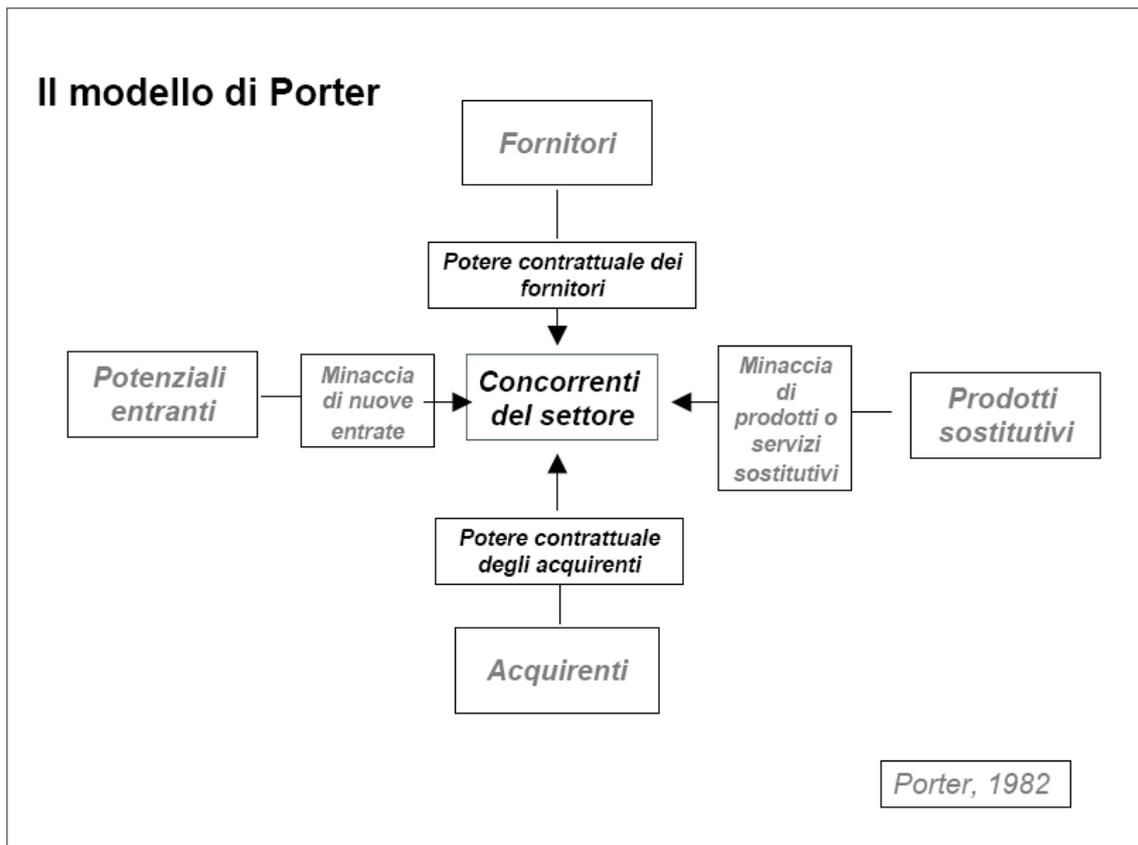
Prima di applicare gli strumenti succitati al settore farmaceutico, occorre citare un altro modello d'analisi di settore: le cinque forze competitive di Porter<sup>130</sup>. Il modello di

<sup>128</sup> <http://siren.laren.di.unimi.it/nett/mnett/mod/url/view.php?id=612>

<sup>129</sup> C. Bruschelli, L. Mastrobattista, Istituto Superiore di Sanità.

<sup>130</sup> Michael Eugene Porter (Ann Arbor, 23 maggio 1947) è un accademico ed economista statunitense. È professore alla Harvard Business School dove dirige l'Institute for Strategy and Competitiveness. Porter è uno dei maggiori contribuenti della teoria della strategia manageriale. I suoi obiettivi più importanti erano

Porter è uno strumento che permette alle imprese di valutare la propria posizione competitiva: si propone di individuare le forze (e di studiarne intensità ed importanza) che operano nell'ambiente economico e che, con la loro azione, erodono la redditività a lungo termine delle imprese<sup>131</sup>. Tali forze agiscono, infatti, con continuità, e, se non opportunamente monitorate e controllate, possono determinare la perdita di competitività. Gli attori di tali forze sono:



1. Concorrenti diretti: sono i soggetti che operano nello stesso settore dell'azienda che compie l'analisi. Banalmente maggiore è la differenziazione e più sono simili i prezzi, tanto più saranno più forti i concorrenti. Altri fattori da considerare sono:
  - il livello di concentrazione all'interno del settore: il numero di aziende presenti nel settore. Maggiore è il loro numero, più sarà difficile imporre i prezzi, attuando, di conseguenza, una politica al ribasso. Al contrario,

---

quelli di poter determinare come una società (azienda), o una regione, possa costruirsi un vantaggio competitivo.

<sup>131</sup> Catturi, *L'azienda universale*, CEDAM, Padova, 2003.

un'impresa potrà stabilire i prezzi se agirà in una situazione di monopolio;

- la differenziazione: prodotti simili spingono il consumatore a scegliere quello che ha un prezzo più basso. Se l'impresa riesce a differenziare i propri prodotti e servizi rispetto agli altri, potrà fissare i prezzi con più autonomia;
- l'incidenza dei costi fissi: maggiori saranno i costi, tanto più l'azienda dovrà produrre quantità elevate del bene per sfruttare un elevato volume di vendite;
- le esternalità positive e negative;
- le barriere all'uscita.

2. Fornitori: sono coloro dai quali l'azienda acquista materie prime e semilavorati necessari per svolgere il processo produttivo; i fattori che influenzano la forza dei fornitori sono:

- esclusività e unicità del fornitore<sup>132</sup>: se esistesse soltanto un fornitore per un determinato bene, l'impresa dipenderebbe in modo eccessivo dallo stesso, che aumenterebbe notevolmente il suo potere contrattuale;
- costi di cambiamento: cambiare il fornitore ha un costo per l'impresa. Più è elevato il costo, più il fornitore potrà imporre le sue condizioni.

3. Clients: sono i destinatari dell'output prodotto dall'impresa; i fattori che influenzano la forza dei clienti sono:

- quanto mi costano gli acquisti e le vendite e quanto costano ai clienti gli acquisti: in particolare, più elevato sarà l'ordine effettuato da un singolo cliente in relazione al fatturato, più elevata sarà la capacità dello stesso di avere prezzi bassi e condizioni vantaggiose;
- numero dei clienti: più il numero dei clienti è basso, più riusciranno ad imporsi sulla volontà aziendale;
- il livello di specializzazione del mio prodotto;
- la possibilità di sostituzione.

---

<sup>132</sup> <http://www.studiocanuto.com/wordpress/porter-e-le-5-forze-competitive/>

4. Potenziali entranti: sono i soggetti che potrebbero entrare nel mercato in cui opera l'azienda; i fattori che possono influenzare la forza di potenziali entranti sono:
  - la disponibilità dei capitali;
  - la conoscenza del settore;
  - la reputazione e il brand;
  - gli accordi con la distribuzione e le politiche governative.
5. Produttori di beni sostitutivi: sono i soggetti che immettono sul mercato alcuni prodotti diversi da quelli dell'impresa di riferimento, ma che soddisfano, in modo diverso, lo stesso bisogno del cliente/consumatore. I punti di forza che possono favorire i produttori beni sostitutivi sono:
  - un miglior rapporto qualità prezzo;
  - una buona propensione alla sostituzione;
  - la complessità del bisogno.

L'analisi delle forze di Porter permette all'impresa di ottenere un quadro completo sulla sua posizione competitiva, di prendere decisioni strategiche, di stabilire i comportamenti e atteggiamenti da adottare. Nel framework di Porter<sup>133</sup>, la capacità di un'azienda di ottenere risultati superiori alla media nel settore nel quale è inserita dipendono dunque dalla sua capacità di posizionarsi all'interno del settore e dall'effetto di queste 5 forze.

### **2.2.2. Gli strumenti di analisi di settore applicati alla Takeda**

Dopo aver esaminato gli strumenti più utilizzati dalle imprese per analizzare il settore in cui si opera e si opererà in futuro, il presente lavoro prova a fornire alcuni esempi di quali fattori analizzare se la protagonista è un'industria farmaceutica. Prima di evidenziare un'analisi, personalmente condotta, applicando il modello di Porter alla farmaceutica Takeda, focalizziamo l'attenzione su come può essere condotta un'**analisi PEST** da una qualsiasi industria farmaceutica:

- Politica: dal punto di vista politico un'azienda farmaceutica dovrà innanzitutto analizzare la situazione del paese in cui opera e qual è, come nei casi della

---

<sup>133</sup> L. Michelini, *La competitività delle imprese nei settori in evoluzione*, Franco Angeli, Milano, 2011.

Takeda e della Merck, il contesto ambientale dei paesi con cui ha rapporti a causa della forte internazionalizzazione. L'azienda, infatti, dovrà esaminare i parametri politici e normativi dei luoghi in cui ha una propria sede o vuole entrare. Consideriamo, ad esempio, le valutazioni politiche che la multinazionale Takeda, nel 2011, ha dovuto eseguire quando ha incorporato la Nycomed e ha implementato tale scelta in Italia. L'Italia, com'è noto, è un Paese connotato da una forte forza politica, da un'elevata burocrazia e, in ambito lavorativo, da un forte potere delle associazioni sindacali. A questo occorre aggiungere la stringente normativa sulla brevettazione dei farmaci<sup>134</sup>. Nel settore farmaceutico, inoltre, negli anni della fusione tra la Takeda e Nycomed, la politica stava pian piano riconoscendo l'importanza di avere una strategia europea che potesse affrontare le nuove sfide relative alla salute, all'approvvigionamento energetico, all'invecchiamento della popolazione<sup>135</sup>. Il Consiglio europeo e il Parlamento europeo hanno così riconosciuto l'importanza della salute.

- *Economia*: oltre a considerare l'impatto economico delle scelte politiche effettuate dal Paese d'origine dell'azienda farmaceutica e dai Paesi con i quali essa ha relazioni, occorre considerare altri parametri prettamente economici. Il management si deve interrogare sullo stato dell'economia nazionale e internazionale, sulla presenza o meno di uno stato di crisi e sulle diverse manovre economiche che i governi potrebbero adottare nel medio/lungo periodo. Saranno anche importanti i tassi di crescita del mercato di riferimento, il PIL, il tasso di disoccupazione, il tasso d'inflazione, il livello dei prezzi dei farmaci, il peso dell'intervento statale.
- *Società*: oltre ad una disamina puntuale della composizione della società, l'azienda che compie l'analisi PEST dovrà tener conto anche delle consuetudini, delle tradizioni della popolazione e di alcune regole imposte dai governi per il miglioramento delle condizioni lavorative. Considerando, ad esempio, la fusione per incorporazione avvenuta tra Takeda e Nycomed, esaminata dettagliatamente nel prossimo capitolo di questo elaborato, un aspetto importante è stato il peso

---

<sup>134</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, *Indagine conoscitiva del settore farmaceutico*, 2014.

<sup>135</sup> Commissione delle Comunità Europee, Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni sulla revisione intermedia della strategia per le scienze della vita e la biotecnologia, Bruxelles, 2007.

dei sindacati e gli accordi stipulati con essi. La Takeda, infatti, ha dovuto sottoscrivere una serie di accordi sindacali<sup>136</sup> per tutte le tipologie di dipendenti presenti nell'azienda e, in particolar modo, per tutti i lavoratori in esubero, di qualsiasi inquadramento, che non facessero più parte dei progetti manageriali che con l'incorporazione si volevano attuare.

- *Tecnologia*: il livello tecnologico è il parametro che può dar un vantaggio competitivo maggior o minore all'azienda in questione. Sempre nel caso della farmaceutica Takeda, il livello tecnologico dei processi produttivi della Nycomed, nonché il diverso campo di specializzazione dei farmaci proposti, hanno rappresentato un driver importante per la scelta della fusione tra le aziende<sup>137</sup>.

Nel corso dello studio della fusione tra la Takeda e la Nycomed, ho provato, inoltre, a utilizzare il modello delle 5 forze di Porter per capire appieno la posizione competitiva della Takeda rispetto al mercato di riferimento e quali sono stati i driver che l'hanno spinto verso l'incorporazione della Nycomed. La vicenda sarà esposta dettagliatamente nel capitolo successivo, ma una prima breve analisi apporta una maggior completezza e coerenza a tutto l'elaborato.

Il modello delle 5 forze di Porter applicato alla Takeda nel 2011 sarà così articolato:

1. **I prodotti sostitutivi**: la Takeda era specializzata soprattutto in alcune aree terapeutiche, soprattutto in oncologia, nell'area cardiovascolare/metabolica, in quella respiratoria e immunologica, per poi occuparsi anche del Sistema Nervoso Centrale e della medicina generale. La presenza di tali specializzazioni costituiva un valore aggiunto per la multinazionale che veniva anche ampiamente riconosciuto dal mercato. In quegli anni, però, le aziende farmaceutiche rivali riuscivano ad immettere sul mercato, anche rapidamente, prodotti sostitutivi a volte più convenienti dei prodotti giapponesi. È il caso, ad esempio del *pantoprazolo*<sup>138</sup>, uno degli inibitori della pompa protonica, prodotto, oltre che dalla Takeda con il nome di Pantorc, anche da altre aziende farmaceutiche come la Abbott o la Angelini. I consumatori, data la scarsa conoscenza scientifica, si basavano solamente su una convenienza di prezzo o

---

<sup>136</sup> Fonte: Accordi sindacali forniti dal dottor A. Lombardi dell'azienda Takeda Italia S.p.a.

<sup>137</sup> Dottor M. Cappella, Retail Business Unit Director a Takeda Italia S.p.a.

<sup>138</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org).

sull'assenza di effetti collaterali in base alla loro esperienza personale<sup>139</sup>. Col passare del tempo era sufficiente che i competitor attuassero una campagna pubblicitaria più efficace o “giocassero” sul prezzo o su qualche novità per ridurre il vantaggio competitivo della Takeda. A questo si aggiungevano lo sviluppo e la diffusione della medicina omeopatica. Soprattutto nel campo immunologico, secondo il Dott. M. Cappella della Takeda Italia, la società rischiava di perdere la propria quota di mercato a causa dei prodotti omeopatici che sostituivano i prodotti farmaceutici. Tale rischio è, tutt'ora, controllato dagli esperti del settore. La minaccia di prodotti sostitutivi è stata anche uno dei motivi che ha indotto la Takeda ad interessarsi della Nycomed. La Nycomed, infatti, in quegli anni stava studiando e producendo un farmaco importante per l'area respiratoria, area in cui anche la Takeda concentrava le sue risorse. Il farmaco in questione era il DAXAS, utile per curare la broncopneumopatia cronica ostruttiva grave<sup>140</sup> che, associata a bronchite cronica nei pazienti adulti. La Takeda aveva paura che se non avesse acquisito il brevetto e il know-how del DAXAS, non avrebbe potuto competere con i propri prodotti nell'area respiratoria.

## 2. **Analisi dei potenziali entranti:**

- Barriere istituzionali: la Takeda era soggetta a una forte normativa, oltre alla questione di far parte di un settore già di per sé fortemente regolamentato. La Takeda, infatti, doveva far coincidere da un lato la normativa giapponese e dall'altro, esaminando la Takeda Italia S.p.a., la normativa italiana. A causa della peculiarità del prodotto, cioè dei farmaci, la Takeda doveva far fronte anche alla normativa sul brevetto del 2008<sup>141</sup>, con costi della protezione brevettuale maggiori rispetto a quelli americani. Tale aumento di costo era dovuto da un lato ai costi giudiziali e al fatto che il brevetto doveva essere tradotto nelle lingue ufficiali dei paesi in cui la Takeda desiderava la protezione. Gli elevati costi rendevano difficile il recupero degli investimenti effettuati

---

<sup>139</sup> [www.medicinaitalia.it](http://www.medicinaitalia.it)

<sup>140</sup> <http://www.medisoc.it/schede-farmaci/scheda-roflumilast/>

<sup>141</sup> Comunicazione della Commissione, del 16 luglio 2008, su una strategia europea in materia di diritti di proprietà industriale, COM(2008)465 def.

dall'azienda, che doveva, quindi, trovare altri modi per acquisire know-how e aumentare la propria quota di mercato.

- Barriere strategiche: così come altre imprese farmaceutiche, anche la Takeda doveva far fronte alla concorrenza dei farmaci generici per molti prodotti importanti, in un ambiente in cui erano forti le pressioni per il contenimento dei costi soprattutto da parte delle autorità sanitarie. La Takeda decise, così, di mettere in atto una strategia: rafforzare il potere dei prodotti maturi che, comunque, assicuravano la stabilità del fatturato, cercare di espandersi a livello mondiale attraverso l'incorporazione delle Nycomed che era presente in diversi Paesi e sfruttare l'innovazione e il know-how che la Nycomed aveva nelle stesse aree terapeutiche della Takeda, salvo poi ampliare il proprio portfolio.

### 3. I concorrenti:

- Pfizer Inc: ancora oggi è una delle più importanti aziende farmaceutiche nel mondo e produce farmaci di qualità sia per gli uomini, sia per gli animali. La Pfizer produce farmaci anche nell'area cardiovascolare, urologica, oncologica, e anche nell'ambito dei vaccini fino ad arrivare ai farmaci di largo consumo<sup>142</sup>.
- Astellas Pharma Inc: società all'avanguardia nelle aree terapeutiche dell'urologia e dell'oncologia. Nasce dall'interessamento di un'azienda giapponese che, quindi, le ha trasmesso i valori e la forte cultura aziendale tipici delle nipponiche. È da sempre una delle aziende più famose in Giappone e nel corso degli anni aveva sviluppato un'elevata quota di mercato, anche attraverso un accordo con Pfizer per la vendita di alcuni prodotti<sup>143</sup>.
- DAIICHI SANKYO COMPANY, Profilo Limited Company: la società giapponese nacque nel 2005, dalla fusione di altre due società del territorio. Sin da subito dimostrò di essere molto forte all'interno del mercato, interessandosi soprattutto dell'area cardiovascolare. Nel 2009,

---

<sup>142</sup> <http://www.pfizer.it/>

<sup>143</sup> <http://www.astellas.it/it/astellas-italia/la-storia/#wrap>

infatti, lanciò l'Efient, un farmaco fondamentale per i pazienti con sindrome coronarica acuta<sup>144</sup>. La Takeda, infatti, sapeva di aver di fronte un'azienda innovativa e fortemente inserita nel mercato.

#### 4. **I fornitori:**

L'analisi effettuata sui fornitori mira ad evidenziare quali sono e come il loro potere può influire sulla capacità competitiva dell'impresa. Da questo punto di vista il settore farmaceutico è molto complesso perché esistono migliaia di fornitori e di fabbricanti di sostanze chimiche che sono utilizzate come materie prime. La Takeda ha dovuto interrogarsi sulla questione e, così come altre aziende del settore, anche con l'incorporazione della Nycomed è riuscita ad attuare delle collaborazioni esterne che svolgessero il lavoro rispettando le diverse norme in materia di sicurezza e protezione ambientale. Con la fusione, infatti, si attuò un modello "hub and spoke"<sup>145</sup>, che prevedeva la fornitura di servizi più elementari alle aziende del gruppo. La Takeda relegò alle varie hub servizi di contabilità elementare o servizi di ricerca basati su piccoli database, utili per le rilevazioni statistiche. Ancora oggi tali servizi sono forniti dalle hub, ma si sta cercando di ridurre tale esternalizzazione per privilegiare il controllo sui diversi processi.

#### 5. **I clienti:**

come tutte le aziende farmaceutiche, anche la Takeda, per essere competitiva, doveva migliorare continuamente la propria organizzazione e le proprie relazioni con i clienti. Negli anni della fusione, il rischio era di mostrarsi deboli e bisognosi di aiuto dall'esterno agli occhi del mercato. La necessità di incorporare un'altra azienda per aumentare il proprio vantaggio competitivo poteva essere vista, da parte dei clienti, come una debolezza. La Takeda Italia, inoltre, si trovava a dover rendere conto anche ad alcuni clienti particolari: i grandi distributori, il Ministero della Salute, il Consiglio Superiore di Sanità, l'Agenzia Italiana del Farmaco, le regioni, le singole farmacie, i medici, gli ospedali e le cliniche private, i rappresentanti e altri. Oltre a tali clienti "istituzionali" l'azienda, considerando anche la forte cultura che la

---

<sup>144</sup> <http://www.ema.europa.eu/>

<sup>145</sup> Modello che deriva dallo sviluppo delle compagnie aeree, costituito da uno scalo dove si concentra la maggior parte dei voli. Questo scalo è, solitamente, una delle basi di armamento della linea aerea.

contraddistingueva, non poteva mettere in secondo piano la salute del singolo. Il “malato” doveva comprare i prodotti Takeda perché conosceva il brevetto, il marchio, l’innovazione e la qualità dei farmaci prodotti.

Il modello di Porter mi ha consentito di valutare la Takeda e le sue caratteristiche da un punto di vista strategico, immedesimandomi nel management che doveva cercare un modo per aumentare la competitività e le dimensioni aziendali per rimanere sempre leader all’interno del mercato. Conoscere il settore, le sue dinamiche e le aziende che sono all’interno, consente di compiere scelte strategiche importanti che assicurino un vantaggio competitivo duraturo nel tempo.

## **Capitolo III: La Takeda e le sue scelte strategiche**

### **3.1 La Takeda: storia e scelte strategiche. Multinazionale e Takeda Italia a confronto**

Prima di procedere all'analisi della fusione tra la Takeda e la Nycomed, occorre esplicitare il metodo di lavoro utilizzato per il mio studio. Per analizzare le dinamiche intercorse nel periodo della fusione e le conseguenze derivanti dalle stesse, ho intervistato i manager della Takeda Italia S.p.a., società incorporante. I manager hanno dovuto rispondere precedentemente ad alcune domande da me preparate e, in un secondo momento, mi hanno dato l'opportunità di intervistarli per circa 45 minuti ciascuno, per discutere di ulteriori dettagli su alcuni aspetti particolarmente delicati e per consegnarmi del materiale e dei dati da elaborare. Successivamente alle interviste, ho ricontattato i manager per chiedere ulteriori precisazioni e per sottoporre loro il lavoro definitivo.

#### **3.1.1. La Takeda Pharmaceutical Company Limited**

La Takeda Pharmaceutical Company Limited è la più grande casa farmaceutica del Giappone e la quindicesima per fatturato a livello mondiale. La società vanta circa 31000 dipendenti in tutto il mondo e un fatturato che si aggira intorno ai 17 miliardi di dollari. A oggi la società si focalizza su sei aree terapeutiche: oncologia, cardiovascolare/metabolico, respiratorio e immunologia, Sistema Nervoso Centrale e medicina generale. La Takeda nasce nel 1781 e nel corso di oltre 200 anni si afferma a livello mondiale svolgendo tutte le sue attività sulla base della mission aziendale: “adoperarsi per una salute migliore per le persone in tutto il mondo, essendo leader dell'innovazione nel campo della medicina<sup>146</sup>”. Nel corso dei secoli l'azienda cresce a livello di dimensioni e di fatturato, coprendo diverse aree geografiche ed espandendosi in tutto il mondo. Gli innumerevoli farmaci lanciati sul mercato le garantiscono una quota di mercato sempre crescente e la mettono in contatto con diverse realtà esterne. Nel corso degli anni si è anche andata consolidando una stringente filosofia aziendale, definita Takeda-ismo, che costituisce la base di tutti gli aspetti quotidiani delle diverse

---

<sup>146</sup> <http://betterhealth.takeda.com/>

attività. Il Takeda-ismo è l'insieme immutabile dei valori fondamentali che guida tutte le attività intraprese quotidianamente dall'azienda. Alla base di tutto c'è l'agire con integrità in ogni momento, soprattutto di fronte alle difficoltà o alle sfide.



Fonte : Marketing Business Unit Takeda Italia S.p.a.

I valori fondamentali che i manager cercano di imporre e rispettare in tutte le attività sono<sup>147</sup>:

- Diversità
- Impegno
- Passione
- Lavoro di squadra
- Trasparenza
- Innovazione

Tali valori sono anche alla base della Vision della Takeda. Con “ Better Health, Brighter Future<sup>148</sup>”, la vision dell'impresa è quella di continuare ad impegnarsi nel rendere migliore la salute delle persone cercando di unificare le forza di tutte le organizzazioni che fanno parte del gruppo e agendo come “Global One Takeda”. La Takeda è un'organizzazione diversificata, impegnata a collaborare con le comunità locali per comprendere totalmente le loro esigenze e fornire soluzioni urgenti ed efficaci, nell'ottica di fornire un futuro migliore per tutti gli individui. Per più di 230 anni la Takeda è stata al servizio della società con farmaci innovativi. Oggi, con le

---

<sup>147</sup> F. Amicucci, G. Gabrielli, *Boundaryless learning. Nuove strategie e strumenti di formazione*, Franco Angeli, Milano, 2013.

<sup>148</sup> [https://www.takeda.com/investor-information/annual/files/ar2013\\_07\\_en.pdf](https://www.takeda.com/investor-information/annual/files/ar2013_07_en.pdf)

nuove soluzioni per la sanità, la prevenzione e la cura, la Takeda si propone di aiutare la gente a godere della propria vita al meglio.

La Vision del 2020 è chiara e si articola in tre punti fondamentali<sup>149</sup>:

- A business committed to Improving Health: esistendo innumerevoli persone bisognose di sempre nuove soluzioni per la sanità, si cerca di diminuire il tempo di attesa delle risposte da parte dell'azienda ai bisogni dei pazienti ed è per questo che vengono proposti farmaci innovativi e generici di marca di alta qualità, vaccini salvavita e farmaci da banco in breve tempo.
- An organization strenght from Diversity: il Takeda-ismo unifica l'azienda e dà vita ad uno spirito comune che, però, utilizza le diverse competenze e idee di ciascun individuo per trovare soluzioni sempre nuove e soddisfare le esigenze di tutto il mondo.
- People powered by Passion: l'azienda focalizza l'attenzione sull'individuo e sul gruppo che è stato costituito. Ognuno è spinto dalla voglia di imparare e contribuire sempre di più, accogliendo nuove sfide con fiducia e mente aperta per creare valore.

Negli ultimi anni la Takeda ha creato una strategia di crescita che approfondisce, sviluppa e innova le strategie che ha adottato in passato. I principi cardine della nuova strategia sono l'innovazione, la diversità e la globalizzazione. Per quanto riguarda la globalizzazione l'azienda ha cercato di vagliare diverse ipotesi in modo da potersi concentrare su alcuni mercati in particolare:

- *Mercati emergenti*: gli obiettivi principali sono stati la Russia, il Brasile e la Cina. La Takeda ha focalizzato l'attenzione in particolare su farmaci generici di alta qualità e farmaci OTC (Over the Counter), così come sulla futura commercializzazione di nuovi prodotti. Avendo un portafoglio diversificato e su misura per le esigenze locali, la Takeda continua a voler aumentare la propria competitività su ogni mercato e a migliorare la sua redditività, realizzando una crescita top-line superiore a quella del mercato.

---

<sup>149</sup> [www.takeda.it](http://www.takeda.it)

- *Mercato giapponese*: l'azienda ha sempre cercato di mantenere la posizione numero uno all'interno di questo mercato attraverso l'accelerazione di vendite di prodotti strategici. In questo modo la società si è assicurata la costruzione di un nuovo modello commerciale che ha focalizzato l'attenzione su nuovi prodotti che dovrebbero essere approvati dalle autorità di regolamentazione.
- *Mercato USA*: tramite una strategia commerciale ottimale, la Takeda ha avuto l'obiettivo di massimizzare le vendite dei prodotti già esistenti e perseguire l'ottimizzazione delle spese promozionali. Allo stesso tempo la società ha istituito e attuato strategie di vendita che hanno garantito il successo dei nuovi prodotti previsti per l'approvazione da parte delle autorità di regolamentazione.
- *Mercato europeo*: in Europa la Takeda ha mirato a consolidare il proprio primato nelle cure primarie e ad incrementare la propria presenza nei mercati specializzati al fine di mantenere ed espandere prodotti esistenti e nuovi. Aumentando le vendite, l'azienda ha contribuito a costruire un business sempre più redditizio, anche in contesti in cui vi è, da sempre, un'elevata concorrenza.

Per quanto riguarda la valorizzazione della diversità, negli ultimi anni l'azienda si sta concentrando sull'assunzione e sulla formazione di talenti diversi, sulla creazione di una cultura che incoraggi la creatività e l'innovazione. Attraverso la strategia di diversificazione, la Takeda vorrebbe promuovere la creatività e l'impiego di dipendenti provenienti da diversi paesi, culture e background al fine di trovare un miglior equilibrio e creare un ambiente stimolante che migliori la forza organizzativa dell'impresa<sup>150</sup>.

L'aspetto dell'innovazione, invece, è articolato in:

- Istituzione dell'area R&D improntata ad ottenere un considerevole vantaggio competitivo: al fine di avere un'area R&D sviluppata e competitiva, l'azienda ha focalizzato l'attenzione sulle sei aree terapeutiche sopra citate, proprio al fine di migliorare la qualità e la disponibilità di risorse finanziarie su questi argomenti, evitando sprechi e dispersioni. L'attenzione si è inoltre spostata su esigenze mediche non soddisfatte e sulla creazione di nuovi progetti che incrocino un'area terapeutica specifica.

---

<sup>150</sup> Codice Etico e di Condotta di Takeda Italia S.p.a., versione aggiornata a Giugno 2014.

- Miglioramento della produttività di R&D: la società si è concentrerà su strategie atte a garantire approvazioni per i farmaci in fase avanzata di sperimentazione e, oltre alla presentazione dei prodotti, ha cercato di creare valore per i propri pazienti attraverso studi clinici post somministrazione del farmaco. La Takeda, inoltre, continuerà a ridurre il periodo di sviluppo clinico, a sviluppare un sistema che consenta ai ricercatori ulteriori composti di alta qualità e ad espandere ulteriormente i vecchi e i nuovi progetti. In questa sezione si sta cercando, ancora oggi, di perseguire l'obiettivo di migliorare la DDU (Drug Discovery Unit)<sup>151</sup>.
- Trasformazione in un modello operativo efficiente: la società ha apportato diverse modifiche negli anni al fine di globalizzare le proprie operazioni di marketing, le attività di vendita e la strategia di branding inerenti i prodotti globali in modo da soddisfare le esigenze delle società locali. Si è cercato, quindi, di ottimizzare la gestione dell'azienda e delle vendite dei diversi prodotti, sfruttando le funzioni e il patrimonio Nycomed e adottando un processo globale per raggiungere l'efficienza operativa.

La Takeda, operando in un settore particolare come il farmaceutico, negli anni ha dovuto dotarsi di un Codice Etico per arricchire il sistema di valori da rispettare. Per soddisfare le aspettative sociali e di fiducia, e ottenere il riconoscimento inerente il valore della società, la Takeda ha ritenuto che, oltre al rispetto delle leggi e dei regolamenti, fosse necessario per i dipendenti e i dirigenti condurre affari rispettando l'etica e la morale. In linea con questa prospettiva, la Takeda ha istituito il Codice Etico, uno standard di base applicabile a tutte le società del gruppo Takeda e che aiuta a promuovere un approccio integrato alle problematiche di conformità tramite operazioni Takeda in tutto il mondo<sup>152</sup>. Per promuovere il rispetto del codice in tutto il mondo, la Takeda ha nominato un Global Compliance Officer e ha istituito l'Organismo di Vigilanza Globale. L'Ufficio Compliance globale, che risponde direttamente alla

---

<sup>151</sup> Drug Discovery Unit: unità altamente specializzata che si occupa di tradurre in farmaci innovativi la ricerca biologica. L'idea deriva dall'Università di Dundee Drug Discovery, che si occupa di scoprire nuovi farmaci su più aree di malattia. L'Università di Dundee Drug Discovery collabora con diversi partner per tradurre la ricerca di livello mondiale di biologia in nuovi bersagli farmacologici e farmaci candidati per affrontare necessità mediche insoddisfatte.

<sup>152</sup> La rilevanza del Codice Etico è testimoniata dall'articolo 19 "Adempimenti normativi" presente all'interno del modello delle Condizioni generali di acquisto di Takeda Italia S.p.a., versione aggiornata al 2014.

Takeda Pharmaceutical Company Limited, sostiene gli sforzi che questa compie per promuoverne il rispetto<sup>153</sup>. Ciascuna società del gruppo Takeda deve rafforzare costantemente i propri programmi di conformità in linea con il Codice Etico e l'Ufficio Global Compliance lavora con le funzioni di compliance delle società del Gruppo Takeda quando è necessario un approccio globale coordinato per gestire problemi di conformità.

Un altro aspetto fondamentale su cui si è concentrata la corporate governance della società giapponese è la gestione della crisi. La Takeda si è impegnata nella prevenzione di situazioni di crisi che potrebbero avere un notevole impatto sulla gestione, cercando un modo per rispondere adeguatamente e immediatamente a tali situazioni. In situazioni di crisi è necessario intervenire tempestivamente per verificare e controllare la situazione di emergenza, agire con correttezza e integrità per garantire la salvaguardia dei dipendenti e delle finanze del gruppo, garantire gli interessi degli interlocutori esterni dell'azienda. Per questa ragione la Takeda ha formulato la "Takeda Group Global Business Continuity Plan Politica", un piano per rispondere alla situazione di crisi evitando interruzioni delle attività<sup>154</sup>. La crisi è una situazione in cui la vita e la sicurezza di una persona è minacciata, potrebbero verificarsi gravi danni a beni aziendali, alla gestione aziendale o alle attività commerciali, la reputazione del Gruppo e la fiducia del pubblico nel marchio Takeda potrebbero essere gravemente danneggiate, oppure gli azionisti, i clienti, o qualsiasi altro stakeholder potrebbe essere gravemente colpito.

Nel caso in cui si venga a creare una situazione di crisi che ha un forte impatto sul Gruppo e richiede un intervento a livello di tutta la società, interviene un Comitato di gestione della crisi globale<sup>155</sup>, presieduto dal presidente e amministratore delegato della Takeda, che coordina una comprensione comune della situazione e di tutte le informazioni utili. Il Comitato dirige ciascuna società del gruppo nell'adozione di contromisure e nella loro attuazione.

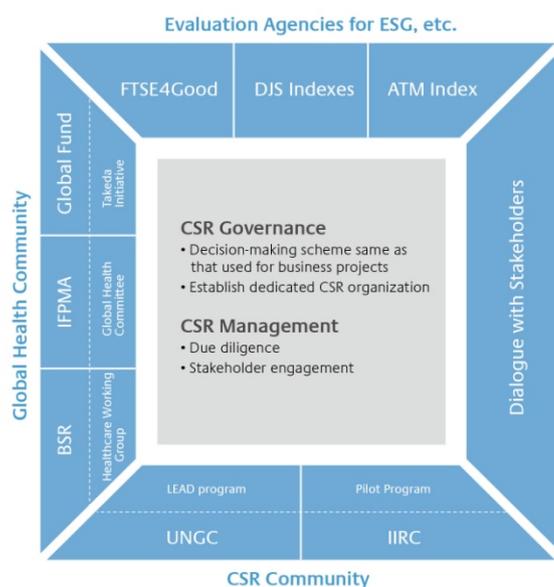
---

<sup>153</sup> Intervista ad A. Cavallaro, responsabile Internal Audit Takeda Italia S.p.a., *Compliance e antiriciclaggio nelle imprese farmaceutiche*, 2011.

<sup>154</sup> <http://www.takeda.com/company/crisis/>

<sup>155</sup> <http://www.takeda.com/company/crisis/>

La Takeda, quindi, è sempre stata una multinazionale che mirava a crescere con gli azionisti e gli stakeholders e, nel contempo, cercava di rafforzare la propria immagine attraverso la divulgazione e la trasparenza delle informazioni. Oltre alla trasparenza nei confronti del mercato, all’aspetto della cultura e dei valori aziendali e al rispetto dell’etica in tutte le attività quotidiane e non, la società si è concentrata, sin dalla sua fondazione, sulle diverse esigenze in materia di Corporate Social Responsibility<sup>156</sup>. Se da un lato la società insiste sull’operare in conformità con i principi del Takeda-ismo, dall’altro si adopera per affrontare questioni sociali in campi in cui possano essere sfruttate le competenze e le conoscenze dell’azienda. In questo modo la Takeda si assicura che il suo sviluppo commerciale dipenda anche dai rapporti che crea con la società in cui è inserita. La Takeda, quindi, cerca di comprendere le aspettative del mercato sia per il presente che per il futuro attraverso il dialogo con una vasta gamma di comunità e di soggetti interessati:



Fonte: sito Takeda, ambito Corporate Social Responsibility.

Oltre alla comunicazione e alla trasparenza nei confronti del mercato, l’azienda ha tenuto conto di tutti gli standard globali e le tendenze esistenti in materia di CSR di altre imprese del settore.

<sup>156</sup> Corporate Social Responsibility: s’identifica con l’etica d’impresa, di cittadinanza aziendale (corporate citizenship) e di altri argomenti correlati come lo sviluppo sostenibile e lo sviluppo durevole. La logica sottostante tale concetto è che per valutare le prestazioni globali di un’impresa, occorre fare riferimento non solo agli aspetti economici, ma anche a quelli di sostenibilità ambientale e sociale.

Negli anni la Takeda è stata riconosciuta come un'azienda di successo soprattutto per il suo impegno in Ricerca e Sviluppo, funzione improntata a rispondere alle recenti esigenze mediche presenti nel mercato. Concentrando tutte le risorse sulle sei aree terapeutiche di riferimento<sup>157</sup>, la Takeda cerca costantemente di raggiungere i leader del mercato investendo proprio nella ricerca. Al fine di migliorare la propria posizione sul mercato rispetto alla R&D, la multinazionale continua ad impegnarsi nel soddisfare le esigenze mediche ancora insoddisfatte nei paesi di tutto il mondo attraverso iniziative chiave: qualità del pensiero<sup>158</sup> e eccellenza operativa. Queste iniziative si basano sui quattro principi guida di R&D: Urgenza, Misurazione, Innovazione e partnerariato<sup>159</sup>. Proprio per sostenere ulteriormente l'importanza della funzione ricerca e sviluppo nel migliorare la vita delle persone, l'azienda sta promuovendo il Progetto "Global Health", volto a facilitare per le persone di tutto il mondo l'accesso ai farmaci<sup>160</sup>. Ma questo non è l'unico progetto. La Takeda sta cercando di migliorare il tempo necessario per scoprire e produrre un nuovo farmaco, in modo da ottenere non solo un vantaggio competitivo per l'azienda ma anche un miglioramento nei confronti dei pazienti. Solitamente il tempo necessario per la ricerca e lo sviluppo di nuovi farmaci si aggira intorno ai dieci anni e sono necessari ingenti investimenti. Questo avviene perché prima del lancio sul mercato, i nuovi farmaci sono sottoposti a una lunga e complicata serie di passaggi, compresa una valutazione dell'efficacia e della sicurezza, l'applicazione per l'approvazione, le indagini e l'approvazione delle domande di droga da parte delle autorità di regolamentazione. L'azienda sta cercando di velocizzare questo processo sia per ridurre i costi che inevitabilmente si devono sostenere, sia per dar la possibilità ai pazienti di tutto il mondo di avere a disposizione farmaci nuovi e più efficaci in tempi relativamente più brevi.

### **3.1.2 Le scelte strategiche di Takeda e la Nycomed.**

La Takeda è un'azienda farmaceutica che, come si è già constatato e sin dalla sua fondazione, è stata condizionata da una forte tradizione e da una specifica cultura

---

<sup>157</sup> <http://www.takeda.it/web/guest/content?id=6bd4e680-72c6-4d90-bec0-e2b35168fb9b>

<sup>158</sup> F. Amicucci, G. Gabrielli, *Boundaryless learning. Nuove strategie e strumenti di formazione*, Franco Angeli, Milano, 2013.

<sup>159</sup> Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca, Horizon 2020 Italia, marzo 2013.

<sup>160</sup> [www.amref.it](http://www.amref.it) Nell'ambito della relazione sulla Missione in Africa 2014, anche Takeda ha voluto dare il suo contributo, mettendo a disposizione il suo progetto per promuovere la facilitazione dell'accesso ai farmaci in tutto il mondo.

aziendale. Tutte le decisioni che sono state prese sono state il frutto di una valutazione portata avanti attraverso la lente di ingrandimento della cultura giapponese, diversa da quella occidentale e molto più stringente sotto diversi punti di vista. Questa ha inevitabilmente avuto un peso determinante nelle scelte strategiche portate avanti nel corso dei secoli. Nel corso dei suoi primi cento anni di vita, l'azienda ha strategicamente ampliato le sue dimensioni cercando di aumentare la produzione e comprare diversi stabilimenti dislocati nel territorio giapponese<sup>161</sup>. Nel corso del '900, in particolare intorno alla metà del secolo, la Takeda compie passi da gigante verso un primo accenno di crescita esterna dando vita ad una joint venture<sup>162</sup> in Giappone e iniziando ad estendere le vendite in tutta l'Asia. Nel 1963 nasce la Takeda Science Foundation e nel 1978 viene istituita una joint venture di marketing farmaceutico in Francia e iniziano ad espandersi le vendite in tutta Europa. Gli anni '90 sono anni che per la Takeda rappresentano una quasi totale innovazione rispetto al passato:

- 1991: lancio sul mercato del Lansoprazolo
- 1992: formulazione dei “ Principi di base per la protezione dell'ambiente”
- 1997-1998: la Takeda si espande in Europa e in America sia con la produzione che con le vendite.

Negli anni 2000, invece, l'azienda comprende sempre più la necessità di concentrare tutte le risorse di cui dispone su attività farmaceutiche ben definite e, così, inizia a liberarsi di tutte quelle attività che erano al di fuori del farmaceutico e che distoglievano l'azienda dalle attività core. Le risorse che con la vendita delle attività erano entrate nelle casse aziendali, sono state successivamente reimpiegate per lanciare nuovi farmaci, espandere alcuni stabilimenti, acquisire e integrare alcuni competitor e iniziare progetti volti a migliorare l'immagine dell'azienda. Tutto il gruppo Takeda, infatti, e sin dagli ultimi anni del '900, comprende come l'azienda debba interagire con il mercato farmaceutico anche attraverso fattori diversi dal classico prodotto o farmaco. Iniziano a diventare importanti i concetti di CSR, di ambiente, di sicurezza, di valori e di cliente, tutte parole che indicano un'apertura aziendale verso il mercato che, piano piano,

---

<sup>161</sup> Documentazione storica appartenente agli archivi della società Takeda Italia S.p.a.

<sup>162</sup> Joint venture: accordo di collaborazione tra due o più imprese, la quale unione definisce un nuovo soggetto giuridicamente indipendente dalle imprese che lo costituiscono. Si basa su un accordo di collaborazione finalizzato alla realizzazione di un progetto e che vede l'apporto sinergico di risorse appartenenti alle singole imprese.

diventa il più importante interlocutore di questo sistema aperto. Negli stessi anni vengono lanciati numerosissimi prodotti sempre più all'avanguardia e vengono effettuate diverse acquisizioni di rami aziendali o di piccole aziende utili per la catena del valore della Takeda. Proprio in questi anni, e precisamente nel 2011, avviene un evento fondamentale per il gruppo Takeda: l'incorporazione della Nycomed. L'acquisizione del 2011 ha sicuramente cambiato il volto dell'azienda giapponese sotto diversi punti di vista e, sin da subito, ha dato vita ad una serie di novità. L'azienda norvegese ha dato una significativa scossa all'andamento della Takeda. La decisione di integrare un'azienda come la Nycomed è stata presa a livello di Takeda Pharmaceutical Company Limited, in altre parole a livello di capogruppo, avendo quindi notevoli ripercussioni soprattutto nei paesi in cui esistevano entrambe le realtà aziendali. In particolare, tale situazione è stata avvertita soprattutto in Italia, paese in cui è stato necessario operare una fusione tra due realtà esistenti, perfettamente e indipendentemente funzionanti nel momento in cui è stata presa la decisione dell'acquisizione. Nel momento in cui la Takeda Pharmaceutical Company Limited ha deciso di analizzare la Nycomed per una futura incorporazione, si è trovata di fronte una società diversa dalla propria. Il 19 maggio 2011, Takeda Pharmaceutical e la Nycomed annunciano che la Takeda avrebbe acquisito la Nycomed per € 9,6 miliardi<sup>163</sup>. L'acquisizione, così come era stata programmata, è stata completata entro la fine di settembre 2011. L'incorporazione è avvenuta in tempi record rispetto ai tempi tecnici che solitamente sono necessari e a fronte di un prezzo non troppo elevato per il settore. I venditori erano costituiti da un consorzio di fondi di private equity guidato da Nordic Capital Funds V e VI («Nordic Capital»), tra cui DLJ Merchant Banking Partners, Coller Internazionale Partners IV e V e Avista Capital Partners<sup>164</sup>. Poiché la Nycomed era fortemente e storicamente dipendente dai fondi di Private Equity, spesso adottava strategie di crescita guidate solamente dalla logica del profitto e, nonostante la presenza di obiettivi di breve e medio termine, la società era comunque contraddistinta da una cultura e da valori aziendali molto forti che, durante la fusione, inevitabilmente si sono dovuti intrecciare con quelli della Takeda. Questo è sicuramente stato uno dei fattori più interessanti da monitorare insieme alla complementarità dei prodotti delle

---

<sup>163</sup> <http://www.informazione.it/a/B75A2E24-0972-4515-BFF0-371D8EECAB6D/Farmaceutici-Takeda-acquista-Nycomed-per-9-6-miliardi>.

<sup>164</sup> <http://www.pharmabusiness.net/articolo/takeda-ha-acquisito-nycomed-1>

due entità. L'operazione è stata frutto di una strategia di crescita sostenibile di Takeda delineata nel Piano di categoria media 2011-2013. In quel momento Takeda era caratterizzata da una forte presenza nei mercati giapponese e statunitense, mentre Nycomed aveva una significativa infrastruttura di business in Europa ed era in forte crescita nei mercati emergenti che avrebbero sicuramente migliorato la capacità di esperienza, di sviluppo della commercializzazione e della regolamentazione di Takeda. L'acquisizione includeva la possibilità di sfruttare un farmaco specializzato nel trattamento per la broncopneumopatia cronica ostruttiva (BPCO), che doveva essere una fonte importante di crescita del fatturato per Takeda, considerato che il settore respiratorio, in Italia soprattutto, è ancora oggi uno dei più importanti. Inoltre, l'acquisizione ha portato Takeda verso un aumento immediato e stabile del flusso di cassa, con oltre 2,8 miliardi di euro di Nycomed di fatturato annuo, escluso il commercio degli Stati Uniti per quanto riguarda la Dermatologia.

Nel periodo dell'incorporazione della Nycomed queste furono le parole spese dal management aziendale: "Takeda si impegna a trasformare la nostra organizzazione attraverso l'acquisizione di Nycomed. Nycomed consente a Takeda di massimizzare il valore del nostro portafoglio e ci dà una presenza immediata e in forte crescita nei mercati emergenti, mentre raddoppiano le vendite europee di Takeda", ha detto Yasuchika Hasegawa, Presidente e CEO di Takeda. "La forza di Nycomed risiede nella vasta gamma di mercati posseduti e la sua base di talenti diversi sarà un potente motore per aiutarci a realizzare la nostra importante missione della tensione verso una salute migliore per i pazienti in tutto il mondo attraverso l'innovazione leader nel campo della medicina<sup>165</sup>."

La Nycomed, con sede a Zurigo, Svizzera, prima dell'acquisizione era una società farmaceutica di proprietà privata con una forte presenza in Europa e nei mercati emergenti. Aveva un portafoglio di prodotti diversificato che comprendeva sia prodotti che dovevano essere necessariamente prescritti ed erano fonte principale di reddito, sia farmaci da banco o over the counter (OTC)<sup>166</sup>. Aveva una forte rete commerciale europea ed era particolarmente aggressiva nei mercati emergenti in crescita, che

---

<sup>165</sup> Report Takeda, anno 2011-2012.

<sup>166</sup> Il farmaco da banco o OTC (Over the Counter) è un farmaco da automedicazione dispensato direttamente dal farmacista al paziente senza il bisogno di una prescrizione medica.

rappresentano, ancora oggi, più del 50% della crescita globale farmaceutica. I suoi principali fattori di successo includevano l'utilizzo della sua vasta gamma di prodotti e l'applicazione di commercializzazione e di sviluppo delle strategie che si adattano con l'ambiente di mercato e le esigenze mediche in ciascun paese e regione<sup>167</sup>.

La combinazione della comprovata esperienza e del successo innovativo di Takeda insieme all'efficienza nella commercializzazione e nella produzione di infrastrutture di Nycomed ha dato vita ad un attore globale con una capacità formidabile di portare medicinali per i pazienti e gli operatori sanitari di tutto il mondo. Grazie alla fusione tra la forte cultura aziendale e imprenditoriale di Nycomed e la cultura ufficiale di Takeda, nutrita per più di due secoli, Takeda ha cercato di diventare una società veramente globale con una base di talenti diversificati in grado di condurre in modo efficace un business globale. Da quando è stato acquisito da Nordic Capital insieme ai co-investitori nel 2005, Nycomed ha seguito una strategia di crescita aggressiva che ha spinto l'azienda a divenire un player internazionale con un'ampia e forte presenza sul mercato<sup>168</sup>.

Al tempo dell'incorporazione, le parole di Kristoffer Melinder, consigliere ai fondi Nordic Capital furono: "L'investimento in Nycomed ha sovraperformato anche le più alte aspettative. Siamo orgogliosi di aver contribuito allo sviluppo di Nycomed in una società farmaceutica di livello mondiale con una forte posizione di mercato e pipeline di prodotti. Sono certo che Takeda sarà in grado di sviluppare ulteriormente il potenziale di Nycomed e creare una società ancora più forte con una presenza sul mercato globale".

Dall'incorporazione della Nycomed, la Takeda si aspettava diversi benefici<sup>169</sup>. Ad esempio:

- Rafforzare la piattaforma europea.
- Supportare la strategia di crescita sostenibile di Takeda.

---

<sup>167</sup> <http://www.nycomed.it/>

<sup>168</sup> Documentazione, inerente agli anni 2011/2012, appartenente all'archivio storico di Nycomed, oggi detenuto presso la sede legale di Takeda Italia S.p.a..

<sup>169</sup> Presentazione preparata dalla Takeda Italia S.p.a. in occasione del meeting ad Atene, giugno 2011.

- Sfruttare nei mercati emergenti la forza di Nycomed per guidare la crescita di tutto il gruppo.
- Permettere a Takeda di massimizzare il valore del proprio portafoglio attraverso la competenza e la capacità di commercializzazione in Europa e nei mercati emergenti .
- Incrementare la diffusione del Daxas soprattutto in Europa.
- Aumentare il fatturato annuo del 30%.
- Aumentare più del 40% i proventi operativi netti (esclusi i fattori straordinari derivanti dall'acquisizione di business).
- Aumentare più del 30% l'EPS (esclusi i fattori straordinari derivanti da acquisizione di business).
- Combinare e trarre vantaggio da culture complementari e talenti diversi.

Attraverso l'incorporazione, la Takeda avrebbe potuto entrare in mercati solitamente contraddistinti da elevate barriere all'ingresso in modo semplice e immediato, grazie alla presenza degli stabilimenti Nycomed perfettamente funzionanti e presenti già da tempo. In questo modo la Takeda poteva pensare ad una crescita dimensionale e qualitativa che rispettava completamente la policy e la cultura aziendale e che avrebbe potuto portare, nel tempo, benefici notevoli a tutto il gruppo. In generale si può evidenziare che il gruppo Takeda aveva due principali ragioni per scegliere l'incorporazione proprio della farmaceutica Nycomed<sup>170</sup>:

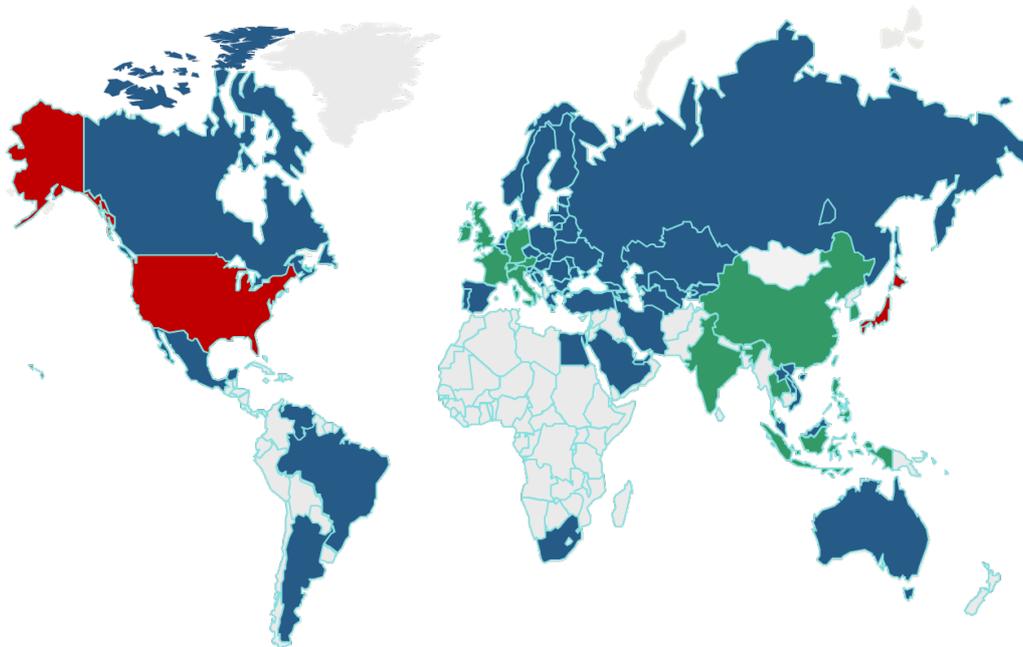
- l'acquisizione del farmaco specializzato nell'ambito respiratorio, il Daxas, che avrebbe sicuramente evidenziato la volontà della Takeda di essere all'avanguardia nel migliorare la salute dei pazienti in tutte le aree terapeutiche;
- la volontà della Takeda di acquisire una copertura mondiale, considerando che la Nycomed aveva uno sviluppo globale anche in Paesi in cui sarebbe stato

---

<sup>170</sup> Intervista al dottor M. Cappella, Retail BU Director di Takeda Italia S.p.a.

complesso entrare. In questo modo la Takeda avrebbe avuto accesso diretto in diversi mercati in cui vi era già un business avviato.

La copertura geografica prima della fusione era:



Presenza delle due aziende nel mondo prima della fusione

Fonte: Presentazione Takeda in occasione del meeting ad Atene, giugno 2011.

Legenda<sup>171</sup>:

Rosso: presenza della Takeda nel mondo

Blu: presenza della Nycomed nel mondo

Verde: presenza di entrambe le aziende

La forte e ampia presenza della Nycomed in diversi paesi del mondo non è stata l'unica ragione. Oltre i due motivi principali, la Takeda ha capito che combinare le realtà, gli asset e le competenze di entrambe le aziende avrebbe portato ad una crescita sostenibile nel lungo periodo perché poteva essere sfruttata:

---

<sup>171</sup> Fonte: documenti del dottor M. Cappella, capo della Retail BU di Takeda Italia S.p.a.

- Una presenza complementare sul territorio con una sovrapposizione di gran lunga limitata.
- Aree terapeutiche complementari.
- Un portafoglio di gran lunga diversificato.
- R&D focalizzato e guidato dall'innovazione.
- Ampia rete di partnership.
- Un'efficiente rete di produzione globale.
- Significativa forza finanziaria per sostenere la strategia di crescita.
- Culture complementari e un diverso pool di talenti.
- Impegno per prodotti e servizi superiori.

I benefici attesi dall'operazione hanno spinto il management della multinazionale Takeda ad accelerare l'incorporazione della Nycomed, rispettando però una dettagliata pianificazione che avrebbe reso più semplice anche l'implementazione e l'attuazione della strategia in tutti i paesi coinvolti. Nei paesi in cui era presente soltanto una delle due aziende, nel momento in cui è avvenuta l'incorporazione delle due società, le sedi Nycomed sono diventate sedi Takeda attraverso una modificazione statutaria inerente la denominazione sociale<sup>172</sup>. Nei paesi in cui, invece, erano presenti entrambe le entità aziendali, l'operazione è stata assai complessa. Innanzitutto fondere due società esistenti su uno stesso territorio significa ritrovarsi ad avere professionisti, funzioni e apparati duplicati, un'organizzazione totalmente diversa, obiettivi a volte contrastanti o totalmente diversi, una cultura diversa e un modo di agire che poteva essere in contrasto con la nuova entità. Per queste ragioni nei paesi in cui erano presenti entrambe le aziende sono state portate avanti alcune scelte strategiche al fine di combinare le due società e produrre un'unica realtà.

L'acquisizione della Nycomed da parte di Takeda è avvenuta il 19 maggio 2011<sup>173</sup>, e il completamento di tutte le decisioni e le scelte relative alla stessa si è risolto entro l'anno, dando vita ad una nuova realtà più forte ma anche, come già detto, profondamente cambiata.

---

<sup>172</sup> Dottor A. Lombardi, Human Resources Director alla Takeda Italia S.p.a.

<sup>173</sup> Documentazione Takeda

Quando avviene una simile operazione, entrambe le entità protagoniste subiscono uno shock derivante dal cambiamento della realtà<sup>174</sup>. Si ha infatti un:

- cambiamento tecnologico derivante anche dall'obsolescenza dei prodotti e dei servizi esistente prima dell'acquisizione;
- cambiamento del mercato derivante da una rapida saturazione dello stesso dovuta ad una migliore distribuzione di massa e una migliore comunicazione, fattori che accelerano l'introduzione di prodotti e servizi sul mercato mondiale;
- cambiamento della concorrenza. Questa diventa sempre più rapida poiché il vantaggio dei first mover diminuisce sempre più a fronte degli imitatori che non incorrono in forti costi in Ricerca e Sviluppo che l'innovatore deve, invece, sostenere;
- cambiamento della segmentazione del mercato: oggi la società è composta da molti gruppi diversi e non più un omogeneo mercato di massa come nel passato. Da più di un decennio a questa parte le aziende hanno dovuto far i conti con la presenza di segmenti diversi di mercato e quindi di clienti con esigenze diverse e sempre nuove. Incorporare la Nycomed voleva dire per Takeda aver a disposizione la possibilità di espandersi globalmente e attraverso nuovi prodotti in nuovi segmenti e, quindi, aumentare la competitività dell'azienda e la quota di mercato.
- cambiamento dell'ambiente esterno che genera ripercussioni profonde a livello globale.

Spesso capita che le imprese e i loro gruppi dirigenti non si sono adattati alla rapidità e alla portata del cambiamento e inevitabilmente questo potrebbe portare a non sopportare le conseguenze del cambiamento o, comunque, ad essere impreparati ad accoglierlo. Per questo motivo la parola chiave è "rapidità". Un obiettivo deve essere di lungo termine, ma i piani necessari per raggiungerlo devono cambiare spesso e rapidamente, adattandosi alle mutevoli e dinamiche condizioni del mercato. Il cambiamento derivante dalla fusione tra Takeda e Nycomed è stato gestito in tempi rapidissimi e, come già accennato, ha avuto delle ripercussioni notevoli soprattutto nei paesi in cui esistevano entrambe le realtà aziendali.

---

<sup>174</sup> M.J. Kami, *L'imperativo strategico: cogliere il cambiamento*, IPSOA Scuola d'Impresa, 1989.

Ci sono stati alcuni fattori in particolare che hanno reso la farmaceutica Nycomed attrattiva per la multinazionale Takeda<sup>175</sup>:

- presenza consolidata in tutti i mercati europei;
- posizionamento molto forte in Russia e in Brasile: il mercato russo è sempre stato molto ostico da conquistare, soprattutto per aziende straniere e non di grandi dimensioni. La Nycomed era l'unica azienda farmaceutica in grado di entrare e conquistare la Russia, facendo diventare il suo mercato uno dei più ampi in termini di fatturato e di prospettive di crescita;
- rapida espansione nei mercati emergenti, come l'Asia e l'America latina;
- eccellenza operativa;
- un'infrastruttura globale per accelerare la registrazione e il lancio dei prodotti;
- la presenza di un prodotto come il DAXAS, di prodotti speciali e OTC;
- una comprovata esperienza nella gestione del ciclo di vita;
- capacità di combinare un mix vincente di prodotti per soddisfare le esigenze individuali del mercato;
- gestione decentrata e agile;
- cultura imprenditoriale del “can do”: il rendersi conto di essere in grado di agire e di “fare” rendeva la Nycomed il giusto canale per dare una maggior concretezza alle mire espansionistiche di Takeda e alle sue decisioni strategiche;

Tutti questi fattori hanno fatto propendere per l'acquisizione della Nycomed e, nel corso delle diverse analisi effettuate nei confronti dell'azienda target, Takeda ha cercato di evidenziare la reale complementarità esistente tra le due entità. Infatti, considerando il posizionamento della Nycomed e i suoi punti di forza, l'azienda giapponese, invece, poteva offrire il suo essere leader in Giappone, la sua forte presenza negli USA e nei principali mercati europei, la possibilità di crescere in modo esponenziale in aree terapeutiche complementari con quelle proprie della Nycomed come l'oncologica. La Takeda, inoltre, aveva sicuramente un'elevata disponibilità di risorse che investiva costantemente in ricerca e sviluppo, facendo crescere tale funzione a livello mondiale e ponendo diverse strutture di ricerca nei luoghi in cui avrebbe potuto sfruttarle

---

<sup>175</sup> Dottor M. Cappella, Retail BU Director alla Takeda Italia S.p.a.. In questa parte dell'intervista ha fornito dei alcuni documenti personali inerenti il periodo immediatamente precedente la fusione in cui lui ricopriva il ruolo di Sales Director nella Nycomed (2005-2012).

maggiormente. Rispetto a tutti questi elementi e punti di forza, la Takeda poteva vantare una comprovata esperienza nell'ambito dell'innovazione, che era cresciuta notevolmente grazie alla piattaforma biotech derivante dall'acquisizione con l'azienda Millennium<sup>176</sup>. Sicuramente, così come la Nycomed poteva vantare, anche la multinazionale giapponese aveva un'ottima reputazione sul mercato, grazie anche alla dichiarata attenzione dell'azienda nei confronti delle persone, sia come pazienti che come dipendenti.

Tutti gli elementi considerati sono stati portati avanti dal management giapponese come delle possibili sinergie da poter ottenere e sfruttare attraverso l'incorporazione con la Nycomed. Una volta stabiliti i benefici che potevano derivare da tale operazione, si poneva il problema di monitorarli in seguito all'implementazione della decisione, verificando a livello dei singoli stabilimenti e delle singole sedi le conseguenze e gli effetti nel corso degli anni.

### **3.1.3 La Takeda Italia S.p.a.**

L'Italia è uno dei Paesi in cui convivevano entrambe le società, che avevano un loro funzionamento e un loro modo di agire autonomo. La consociata italiana, Takeda Italia S.p.A., ha un portafoglio prodotti articolato, arricchito grazie alla ricerca e allo sviluppo svolti in Giappone e non solo, e ha un moderno stabilimento di produzione a Cerano (NO). È una delle maggiori aziende del mercato farmaceutico nazionale<sup>177</sup>. Takeda Italia S.p.a. è una società guidata da una ricerca medica innovativa, volta a migliorare la vita e la salute dei pazienti, tramite servizi e prodotti di qualità superiore, altamente competitiva nello sviluppo, produzione e commercializzazione di farmaci sulle aree terapeutiche a maggiore impatto sociale con competenze e performance di eccellenza nell'ambito del Gruppo. Per realizzare la propria Missione, l'Azienda pone il *Takeda-ismo* al centro del proprio sistema, ritiene cioè imprescindibile la serie immutata di valori segno dell'unità del Gruppo Takeda che mira

---

<sup>176</sup> Il 10 aprile 2008 Takeda Pharmaceutical Company Ltd e Millennium Pharmaceuticals Inc. annunciarono congiuntamente l'acquisto della società giapponese sulla statunitense quotata al Nasdaq per 8,8 miliardi di dollari. L'Opa totalitaria, a 25 dollari per azione, portò Millennium a divenire una divisione stand alone di Takeda. Millennium è una tra le principali società di biotech farmaceutiche Usa, specializzata nei farmaci oncologici e in particolare nel Velcade. Grazie alla sua acquisizione, Takeda - la maggiore società farmaceutica giapponese e una delle prime 15 nel mondo - accelerò il progetto di divenire leader mondiale nei trattamenti oncologici.

<sup>177</sup> [www.takeda.it](http://www.takeda.it)

a migliorare la salute dei pazienti nel mondo attraverso un'innovazione all'avanguardia in medicina<sup>178</sup>. I valori rappresentano le convinzioni e i principi che ogni singolo dipendente del Gruppo Takeda metterà in pratica al fine di realizzare la Missione. Sin dal principio la Takeda ha sempre sostenuto che *"Le persone sono la chiave del successo negli affari. Inoltre, per assicurare il successo, esse devono collaborare in armonia"*. Tale filosofia si basa sul concetto che *"l'armonia è la più alta tra le virtù"* come evidenziato dall'antica costituzione giapponese<sup>179</sup>. In accordo con questa filosofia, nel 1940 Chobei Takeda V, a quel tempo presidente dell'Azienda, codificò le idee sul pensiero e sul comportamento dei dipendenti nel "Nori", il credo societario. Lo spirito del "Nori" è stato trasmesso alla filosofia aziendale: il Takeda-ismo. I membri del Gruppo Takeda si impegnano ad agire con integrità in ogni momento, in particolare di fronte alle difficoltà o alle sfide. Per "Integrità" intendono la conformità ad elevati standard etici, lealtà e onestà nello svolgimento di ogni attività, e la perseveranza nel ricercare modelli operativi e gestionali ideali. Mostrando queste qualità, dimostrano il loro impegno nel costruire la fiducia di chi li circonda e la loro determinazione nel continuare ad ampliare l'attività. Tale filosofia rende poi immediato il loro impegno nell'adempiere alla Missione di *"battersi per migliorare la salute dei pazienti nel mondo attraverso un'innovazione all'avanguardia in medicina"*. La filosofia del Takeda-ismo deve essere realizzata nel quotidiano e continuamente. Ogni anno, infatti, il top management realizza ogni anno interventi volti a diffondere e a sostenere nell'organizzazione i valori aziendali, coinvolgendo il proprio personale ed invitandolo a riflettere sui valori come elementi chiave della cultura organizzativa, favorendo lo scambio di opinioni, idee e considerazioni attraverso un percorso che avvicini gli obiettivi aziendali alla percezione e al vissuto delle persone. Così come tutto il gruppo, anche Takeda Italia rispetta il codice etico e in applicazione del codice di conformità, ed ai "Basic Principles on the Environment" del Gruppo Takeda<sup>180</sup>, ha da tempo definito una propria policy che stabilisce tra i principi e gli obiettivi ai quali attenersi per quanto concerne le politiche ambientali. Tale policy deriva dalla consapevolezza della necessità

---

<sup>178</sup> Codice di Condotta globale Takeda, Codice Etico di Takeda, <https://secure.ethicspoint.com/domain/media/en/gui/28267/codeIT.pdf>

<sup>179</sup> Istituto Universitario di Studi Superiori di Pavia, Responsabilità Sociale d'Impresa nel diritto giapponese.

<sup>180</sup> Progetto di risparmio energetico e diminuzione impatto ambientale, intranet Takeda, versione aggiornata al 2014.

di conciliare le attività industriali con una attenzione maggiore verso la compatibilità ambientale. Per avvalorare tale strategia nel marzo 2003 è stato effettuato un Audit energetico dello stabilimento di Cerano (NO) per lanciare un piano pluriennale finalizzato al contenimento dei consumi di energia elettrica e metano ed alla diminuzione del relativo impatto ambientale. In base ai programmi avviati, nel 2006, lo stabilimento Takeda di Cerano ha ottenuto la qualifica di partner in due progetti denominati Green Light e Motor Challenge, ed è, quindi, autorizzata ad utilizzare i loghi che contraddistinguono i partecipanti a questi progetti. Entrambi i programmi sono promossi dalla Comunità Europea nell'ambito del Piano Comunitario d'Azione per l'Efficienza Energetica che ha l'obiettivo di ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub> e di diminuire la dipendenza dall'importazione di energia. Nel corso degli anni Takeda Italia ha realizzato numerosi investimenti finalizzati al risparmio energetico e alla protezione ambientale. Presso l'unità produttiva sono installati impianti di riscaldamento tecnologicamente avanzati e calibrati sulle esigenze energetiche specifiche della struttura evitando sprechi e dispersioni. Nel 2009 è stato installato un impianto fotovoltaico a pannelli solari per la produzione di energia elettrica che ha ulteriormente diminuito la dipendenza energetica. Attraverso l'acquisizione di certificati verdi, tutta l'energia elettrica acquistata è comunque garantita come proveniente da fonti rinnovabili. Tutti questi progetti hanno portato ad un risparmio complessivo di energia, ottenuto dal 2004 al 2011, presso lo stabilimento, generato dagli interventi eseguiti e pari a 1682 Tonnellate Equivalenti di Petrolio (TEP), che corrispondono a una minor emissione di Anidride Carbonica in atmosfera pari a 9834 Tonnellate (TCO<sub>2</sub>).

Oltre alla responsabilità ambientale, la Takeda Italia si fa carico anche di una responsabilità sociale dell'impresa, senso sensibile anche alle preoccupazioni sociali durante lo svolgimento delle operazioni inerenti la propria attività. In particolare, Takeda Italia ha avviato una serie di iniziative che si rivolgono prima all'interno dell'azienda, quindi alle proprie risorse umane, e poi all'esterno, a livello locale, nazionale e internazionale.

Queste e altre iniziative sono state prese da Takeda Italia soprattutto negli ultimi 20 anni e sono state portate avanti anche durante l'acquisizione della Nycomed. Nel momento in cui è stata decisa l'incorporazione della Nycomed a livello della multinazionale, in Italia è stato necessario fondere le due realtà. In Italia non vi erano stabilimenti di produzione

della Nycomed e la sede amministrativa era a Milano. Quando c'è stata l'acquisizione, la sede di Milano è stata chiusa e sono state adottate tutta una serie di procedure per integrare le due realtà<sup>181</sup>. In particolar modo ho studiato l'impatto che l'incorporazione della Nycomed ha avuto nella Takeda per quanto riguarda tre aspetti:

- organizzativo;
- commerciale;
- amministrativo;

Questi sono stati gli aspetti più difficili da analizzare per Takeda Italia, aspetti che inevitabilmente hanno avuto delle conseguenze sull'assetto dell'impresa e che sono stati molto complessi da gestire, monitorare e fronteggiare sia immediatamente dopo l'incorporazione che nei mesi e negli anni successivi. Per indagare i diversi aspetti ho intervistato alcuni manager della Takeda Italia, che mi hanno fornito i dati e illustrato la loro esperienza inerente il periodo precedente e successivo alla fusione.

---

<sup>181</sup> Intervista ad A. Lombardi, direttore delle Risorse Umane di Takeda Italia S.p.a..

## 3.2 La fusione con la Nycomed

### 3.2.1 Aspetto organizzativo

L'aspetto organizzativo e delle risorse umane è sicuramente un elemento spinoso da analizzare. In particolare, è stato riscontrato un notevole disinteresse per questo aspetto nella fase di pianificazione pre M&A, dove l'attenzione si focalizza solo su questioni strategiche, finanziarie e giuridiche. I cambiamenti profondi e radicali innescati dalle operazioni di M&A necessitano di attenzione dal punto di vista organizzativo perchè la variabile delle risorse umane è tra le più complesse e imprevedibili. Durante le operazioni di M&A, nelle persone si genera un senso di disorientamento, diffidenza, frustrazione e incertezza sul futuro che, se non gestite con impegno e costanza, rischia di incidere negativamente sulla loro produttività e sulla qualità del loro lavoro, determinando conflitti, resistenze al cambiamento e fenomeni anche più gravi come assenteismo e dimissioni. Marks e Mirvis (1985 e 1986) parlano di una “*merger syndrome*” che si diffonde ad ogni livello organizzativo<sup>182</sup>. Nel corso delle trattative di fusioni e acquisizioni si azzerano la qualità dell'informazione e della comunicazione. Gli stessi manager e dirigenti vengono sottoposti ad un periodo di forti autovalutazioni in cui tirano le somme del loro operato e condividono percezioni sui cambiamenti imposti e su ciò che avverrà. Cartwright e Cooper (1996) affermano che si assiste anche a delle “fughe di talenti” e che gli abbandoni, soprattutto da parte dell'azienda acquisita o incorporata, sono quasi necessari data la perdita di autonomia e una convivenza che non può più essere auspicabile<sup>183</sup>. Comprendere il lato umano delle operazioni di M&A vuol dire esortare i manager e i dirigenti a capire quali leve utilizzare per ottenere un rapido adattamento di ciascuna struttura organizzativa coinvolta. Tetenbaum (1999) sostiene la differenza tra aspetti *hard* e aspetti *soft* delle risorse umane: se gli aspetti hard riguardano le modalità di remunerazione dei dipendenti, le tipologie contrattuali, le strutture organizzative, il calcolo del TFR e altri aspetti contabili, gli aspetti soft riguardano i valori, le attitudini, le conoscenze, le responsabilità<sup>184</sup> insiti in ciascun individuo. Gli aspetti soft spesso non vengono considerati e esiste una tendenza

---

<sup>182</sup> M.L. Marks, P. Mirvis, *Merger Syndrome: Stress and Uncertainty, Mergers & Acquisitions*, 1985.

M.L. Marks, P. Mirvis., *The Merger Syndrome*, Psychology Today, ottobre 1986.

<sup>183</sup> S. Cartwright, C.L. Cooper, *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances*, 1996.

<sup>184</sup> T.J. Tetenbaum, *Beating the odds of merger and acquisition failure: Seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies*, Organisational Dynamics, 1999.

generalizzata da parte del management a risparmiare sul personale. La letteratura ha da sempre, quindi, mostrato una grande attenzione verso le problematiche inerenti le risorse umane durante le operazioni di fusione e acquisizione, ma ha comunque evidenziato una disattenzione elevata da parte dei manager delle imprese coinvolte. Nel momento in cui ci si trova nella fase di pre-M&A il management valuta, attraverso la due diligence, l'integrazione tra le imprese partecipanti all'operazione. La due diligence agevola l'assunzione di decisioni informate circa l'opportunità del closing deal ed è finalizzata all'acquisizione di tutti i dati aziendali utili a valutare gli elementi di criticità delle aziende coinvolte<sup>185</sup>. Quello che non viene incluso nella due diligence così definita è la valutazione della compatibilità delle risorse umane implicate in una M&A<sup>186</sup>. Alcune società statunitensi specializzate, la Connerpartners e la Emerge International, hanno avuto l'ambiziosa intuizione di sviluppare una soft due diligence<sup>187</sup>, cioè un'analisi dell'azienda target o partecipante che tenga conto di fattori culturali e di compatibilità delle risorse umane implicate. La soft due diligence comprende la human due diligence e la cultural due diligence<sup>188</sup>. La human due diligence cerca di ridurre le asimmetrie reciproche riguardanti la composizione del personale delle organizzazioni coinvolte in una M&A e cerca di imporre una mission condivisibile. Attraverso la costruzione di un database di dipendenti dell'azienda target, si individuano informazioni circa la composizione demografica e socio-economica, circa le reali capacità umane a disposizione, le forze, le debolezze e le divergenze tra i dipendenti, i bisogni e le opportunità dei manager partecipanti all'affare. La cultural due diligence, invece, rende evidente come nel momento in cui le organizzazioni decidono di intraprendere un processo di fusione o acquisizione, siano consapevoli che la loro unione darà luogo a forme di "shock culturale". Questo accade perché, essendo le decisioni prese a livello di top management, il personale dell'entità risultante dall'operazione vede ricadere su di sé gli effetti di scelte di cui non si comprendono ragioni e vantaggi. Generalmente, quanto più profonde sono le differenze culturali, tanto più grande sarà lo shock. A questo si deve aggiungere la difficoltà di decifrare in

---

<sup>185</sup> AIFI, *Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, 2012.

<sup>186</sup> <http://www.philipatkinsonconsulting.com/pdf61.pdf>

<sup>187</sup> <http://www.investopedia.com/>

<sup>188</sup> M. Cicellin, S. Consiglio, *I processi di fusione e acquisizione: le implicazioni per le risorse umane e la "soft due diligence"*, Working paper, 2012.

modo chiaro le culture altrui per accostarle, occorrendo molto tempo e sacrificio da parte di tutti i membri dell'organizzazione.

Un altro strumento per analizzare lo stato di salute di un'organizzazione è l'indagine di clima<sup>189</sup>, cioè un'analisi di tipo qualitativo che comprende interviste individuali e di gruppo finalizzate a raccogliere le opinioni delle persone in merito ai cambiamenti, le loro preoccupazioni ed incertezze. Proprio per cercare di andare tutti questi aspetti così complessi, alcuni ricercatori della società Emerge International hanno sviluppato il CHI (Cultural Health Indicator). Il CHI (Cicellin, 2012) è uno strumento utilizzato per eseguire sondaggi di opinione tra i dipendenti e nasce con la finalità di far comprendere ai leader delle organizzazioni cosa sia una cultura aziendale e quanto sia importante sostenere una sana cultura in previsione di una M&A in modo da trattenere talenti e creare valore per gli azionisti. Il CHI si propone di<sup>190</sup>:

- valutare e misurare gli elementi critici di una cultura organizzativa;
- analizzare i giudizi di tutti i dipendenti circa un'ipotesi di M&A, misurando il livello di fiducia, timore, turbamento, etica;
- concentrarsi sull'analisi della relazione tra i dipendenti, i valori, gli obiettivi strategici e i processi organizzativi in modo da garantire coerenza;
- identificare, in base ai risultati dei sondaggi, su quali risorse ed energie focalizzarsi per l'implementazione della M&A.

La pianificazione anche degli aspetti soft va comunque effettuata rispettando una certa segretezza inerente tutta l'operazione perché l'azienda acquirente rischierebbe di vedersi sottrarre l'azienda target in seguito ad una proposta più vantaggiosa. Anche nella Takeda sono state effettuate delle analisi simili nel momento in cui si è deciso di incorporare la Nycomed. In particolare, per indagare l'aspetto organizzativo della Takeda Italia ho intervistato il manager Alfredo Lombardi, Human Resources & Legal Director. Responsabile delle risorse umane e dell'organizzazione delle stesse, durante il periodo della fusione ha fatto parte di un team appositamente creato dal management giapponese per affrontare, gestire e risolvere tutte le questioni inerenti le risorse umane

---

<sup>189</sup> [http://www.mi.camcom.it/upload/file/1268/634430/FILENAME/Libro\\_oro\\_2005.pdf](http://www.mi.camcom.it/upload/file/1268/634430/FILENAME/Libro_oro_2005.pdf)

<sup>190</sup> Sodalitas Social Award, *Il libro d'oro della Responsabilità Sociale d'Impresa*, 2005.

e l'organizzazione dell'impresa che si presentavano nel momento in cui il top management procedeva con l'incorporazione. Durante l'incontro con lui ho potuto sottoporre diverse domande inerenti:

- la tempistica con la quale è stata pianificata la fusione e l'impatto organizzativo che avrebbe avuto sia sulla Holding sia sulla Takeda Italia;
- le conseguenze nei territori in cui esistevano entrambe le aziende, in particolare l'Italia;
- le conseguenze derivanti dal fondere due realtà con culture e tradizioni forti ma profondamente diverse;
- il cambiamento riguardante le risorse umane soprattutto in Takeda Italia e il rapporto con i sindacati;
- la gestione della comunicazione interna rispetto alle varie fasi della fusione e cosa si è dovuto fare per mantenere il clima aziendale entro parametri controllati;
- come è stato creato valore attraverso la scelta di incorporare la Nycomed.

Il dottor Lombardi ha dapprima illustrato la situazione della multinazionale Takeda, confrontando l'azienda giapponese e la Nycomed. La Takeda aveva l'obiettivo di passare dall'essere un'azienda multinazionale ad essere un'azienda globale, sfruttando la presenza della Nycomed in tantissimi mercati in tutto il mondo. Inoltre l'azienda giapponese, pur essendo leader del mercato d'origine, era quindicesima a livello mondiale con diversi prodotti in scadenza di brevetto e una presenza molto forte solo nel mercato domestico e americano, con qualcosa anche in Inghilterra, Francia, Germania e Italia. La Nycomed, invece, non era un'azienda eccessivamente grande e, a livello di dimensioni, si aggirava intorno ad 1/3 della Takeda. Fortunatamente per la riuscita dell'incorporazione, la Nycomed non si sovrapponeva molto con i prodotti della Takeda e poteva contare diversi mercati in cui la Takeda, come già osservato, era assente: America Latina, Russia e Asia. Queste prime dichiarazioni<sup>191</sup> hanno messo in evidenza la complementarità esistente tra le due aziende e la possibilità, per Takeda, di espandersi e passare da 12 a 70 mercati. Parlando, poi, delle aree in cui erano presenti

---

<sup>191</sup> Ho riportato nell'elaborato il riassunto delle domande più rilevanti dell'intervista al Dottor Lombardi. Lombardi mi ha, in seguito, mostrato alcune presentazioni, appartenenti alla loro intranet aziendale, in cui gli addetti al marketing e al personale avevano sintetizzato le linee guida dell'incorporazione con la Nycomed.

entrambe le aziende, il dottor Lombardi ha focalizzato l'attenzione sulla sovrapposizione esistente in Francia, Germania e, soprattutto, in Italia, luoghi in cui si sono registrati diversi esuberi di personale. La Takeda era suddivisa in aree geografiche ben definite:

- Area Europa e Canada.
- Area Mercati emergenti: America Latina (dal Messico in giù), Russia, Cina, Medio Oriente/Africa, Asia/Oceania.
- Area Giappone (con sede a Tokyo e Osaka).
- Area USA (con sede a Chicago)

A questa suddivisione geografica si aggiungeva anche una suddivisione in aree terapeutiche. L'azienda si concentrava soprattutto su:

- L'area oncologica.
- I vaccini.

Nel momento in cui fu decisa l'incorporazione della Nycomed, l'assetto organizzativo e il portafoglio prodotti di Takeda cambiò radicalmente. Dal punto di vista societario, al di là di Giappone e Usa, è stata usata la "scatola" di Nycomed e la sua presenza mondiale. La nuova Takeda ha incorporato le filiali di Nycomed e anche di Takeda nei luoghi della sovrapposizione, dando vita alla nuova realtà aziendale. Takeda Italia è stata contraddistinta da notevoli cambiamenti e il management ha dovuto prepararla affinché fosse pronta a gestire l'operazione e tutte le sue conseguenze. Proprio per rendere più immediato e meno ostico il passaggio alla nuova realtà aziendale, il management di Takeda ha istituito a livello internazionale dei gruppi di lavoro tematici che producevano linee guida utili per gestire la fusione. Il dottor Lombardi ha fatto parte proprio di uno di questi team, in particolare di quello che si sarebbe occupato dell'Italia, ed è stato uno dei referenti a cui i singoli paesi si rivolgevano fornendo un aggiornamento dettagliato sulla fusione. In Italia, così come in altre realtà, per dar vita ad un'incorporazione che comunque privilegiasse e tutelasse il patrimonio aziendale in tutte le sue forme, sono state portate avanti delle procedure particolari attraverso i *piani*

*di integrazione*<sup>192</sup>. L'azienda che comprava era Takeda, ma la Nycomed ha portato comunque delle novità che andavano “digerite” dall'azienda giapponese.

Tutti i valori di Takeda sono stati rielaborati per tener conto della Nycomed. Dal punto di vista delle Risorse Umane, lo sforzo è stato quello di valorizzare il meglio delle risorse umane di entrambe le aziende. Questo ha inevitabilmente portato a compiere delle scelte in merito al personale di entrambe le aziende, perché l'obiettivo della multinazionale era quello di creare un team vincente e duraturo. Prima di evidenziare a livello numerico i tagli del personale che sono stati effettuati, il dottor Lombardi ha introdotto l'importanza della politica di trasparenza adottata dal management in merito alla comunicazione a tutti i livelli aziendali delle scelte adottate. Comunicare in modo chiaro e trasparente le intenzioni del management è stato percepito dai dipendenti come una forma di rispetto nei loro confronti, nonostante la criticità della situazione. La realtà era che vi erano duplicazioni di personale a tutti i livelli, da quelli impiegatizi sino ai ruoli di vertice o specialistici. L'obiettivo dei team internazionali era quello di conservare il fatturato delle due società, razionalizzare i costi e evitare le duplicazioni. Proprio per rispondere a questa esigenza sono stati effettuati tagli del personale, soprattutto a livello impiegatizio. L'azienda era preoccupata per come il mercato avrebbe reagito all'ondata di licenziamenti. Nel corso dei mesi si è potuto constatare che il mercato diventava sempre più cinico e premiava le scelte che rendevano la Takeda ancor più produttiva, efficiente ed efficace.

Tutta la questione dei licenziamenti è stata gestita insieme all'organizzazione sindacale. Il 3 ottobre 2012 a Milano è stato stipulato un accordo<sup>193</sup> tra le parti riguardante la legge 223/91 del 24 luglio 2012, legge con cui è stata concordata una procedura di mobilità per quanto riguardava i dipendenti Nycomed. In virtù della procedura di licenziamento collettivo per riduzione del personale avviata il 24 Luglio 2012, la Società riconoscerà ad ogni lavoratore collocato in mobilità un importo lordo a titolo di incentivazione in aggiunta al TFR ed alle competenze di fine rapporto in questo modo:

- Lavoratori pensionabili:

---

<sup>192</sup> <http://www.diesis.it/clienti/cliente-173>

<sup>193</sup> Fonte: Accordo Integrativo del 3 ottobre 2012 tra Nycomed S.p.a., UGL Chimici e SLF Cobas e la RSU (forza esterna e sede di Milano).

a coloro che hanno maturato i requisiti di età e di contribuzione per accedere ad un trattamento pensionistico, sarà riconosciuto all'atto della risoluzione del rapporto di lavoro l'importo di 15000 euro.

- Lavoratori collocati in mobilità senza requisiti per il pensionamento:  
a coloro che non hanno i requisiti espressi nel punto precedente che dichiareranno di non volersi opporre alla collocazione in mobilità, verrà corrisposto l'importo pari ad un numero definito di mensilità che terrà conto dell'età anagrafica e dell'anzianità di servizio al momento della cessazione del rapporto di lavoro.

Età anagrafica	Anzianità di servizio		
	Fino a 10 anni non compiuti	Da 10 anni e fino a 20 anni non compiuti	Da 20 anni compiuti
Fino a 40 anni non compiuti	26	28	30
Da 40 anni e fino a 50 anni non compiuti	28	30	32
Da 50 anni compiuti	30	32	34

- Lavoratori della sede di Milano:  
ai lavoratori collocati in CIGS in funzione delle esigenze tecnico organizzative connesse alla chiusura e alla cessazione delle attività della sede di Milano, verrà corrisposto dalla Nycomed mensilmente l'anticipo del trattamento di CIGS. Tali lavoratori, in caso non si oppongano alla collocazione in mobilità, avranno diritto all'incentivazione economica così come evidenziato nella tabella precedente.

Tali forme di incentivazione erano state proposte solo ai lavoratori di Milano che, per esigenze tecnico organizzative, non erano stati ricollocati all'interno del gruppo.

Per il calcolo dell'incentivazione economica proposta, si doveva tener conto solo degli elementi retributivi fissi con l'esclusione di ogni elemento variabile. Per questa ragione la mensilità era pari a 1/12imo della retribuzione annua lorda.

I lavoratori coinvolti in questa procedura erano sia quelli della forza esterna sia quelli della sede di Milano. Ai lavoratori che non si erano opposti alla messa in mobilità entro il 31 ottobre 2012 e che avrebbero terminato il loro rapporto di lavoro entro il 30 novembre e il 31 dicembre 2012, è stata riconosciuta un'ulteriore somma lorda pari a sei mensilità lorde quale "incentivo di accelerazione".

In aggiunta a ciò, la Nycomed ha anche provveduto ad ascoltare le esigenze di quei lavoratori che avevano espresso il desiderio di entrare in contatto con società potenzialmente interessate ad assumere personale inserito nel progetto Welfarma, progetto mirante a fornire informazioni inerenti ad altre società che in quel periodo erano in cerca di figure professionali. Tutte le specifiche fino a questo momento riportate riguardavano la procedura di mobilità per ben 124 dipendenti, di cui 40 occupati presso l'unità operativa di Milano e 84 collaboratori della rete esterna, a fronte di un organico complessivo di 228 lavoratori. Non essendo stato subito raggiunto un accordo con i sindacati, la proposta è stata rivisitata e l'accordo sindacale finale affermava la messa in mobilità di 118 unità, di cui 39 occupate presso la sede operativa di Milano e 79 collaboratori della rete esterna. Nello stesso accordo furono definiti anche i criteri per l'individuazione per personale da porre in mobilità e il piano di gestione degli esuberanti per il sostegno al ricollocamento<sup>194</sup>.

Una simile procedura è stata espletata anche per la Takeda. In data 16 ottobre 2012 è stato sottoscritto un Accordo Integrativo tra la Takeda Farmaceutici S.p.a., Filctem – CGIL, Femca – CISL, Uilcem – UIL, UGL Chimici e RSA (forza esterna e sede di Roma) finalizzato alla conclusione della procedura di mobilità di cui alla legge 223/91 avviata in data 24 luglio 2012. L'importo e le varie mensilità da corrispondere alle varie categorie di lavoratori sono stati identici, ma è leggermente cambiato il numero dei dipendenti collocati in mobilità. La società Takeda Italia Farmaceutici S.p.a., unità produttiva di Roma, comunicò formalmente con lettera la necessità di risolvere il rapporto di lavoro con 170 lavoratori, di cui 134 appartenenti alla forza esterna e 36 della sede di Roma, strutturalmente in esubero rispetto alle esigenze tecnico organizzative aziendali. Nella lettera inviata alle parti dell'accordo, la società illustrò dettagliatamente i motivi che avevano determinato la riduzione del personale e i motivi che impedivano

---

<sup>194</sup> Tutti i dati proposti in questa parte dell'elaborato derivano dagli accordi sindacali forniti dal dottor Lombardi durante l'intervista.

di scegliere un'alternativa valida. A fronte, poi, della negoziazione con le organizzazioni sindacali, la società decise di collocare in mobilità 151 unità strutturalmente in esubero, di cui 23 occupati presso la sede di Roma e 128 della rete esterna. Con lo stesso accordo le parti valutarono anche l'impatto occupazionale del progetto Shared Services, che comportò la soppressione degli uffici di:

- Documentazione scientifica
- Congressi
- Viaggi
- IT
- Acquisti
- Finance
- Distribuzione
- Segreteria
- @Communication
- Medica Cure Primarie
- Gestione del Personale

Le parti concordarono che le mansioni svolte dai 23 lavoratori in esubero, addetti a tali funzioni, sarebbero state trasferite ad altre società del gruppo in altri paesi europei o eliminate in vista della concentrazione delle attività, della ricerca delle sinergie e del contenimento dei costi. I lavoratori furono posti in CIGS e, nello stesso periodo, la società attuò un piano di gestione del personale in esubero finalizzato a ridurre il numero attraverso:

- Pensionamenti
- Esodi concordati e incentivati
- Servizi di outplacement mediante il progetto Welfarma
- Mobilità

La gestione del personale in esubero è stata sicuramente uno degli elementi più spinosi da affrontare. Se è vero che entrambe le società hanno adottato delle misure per attenuare la criticità della situazione e creare delle soluzioni alternative, tutti i lavoratori in esubero si sono ritrovati a dover cercare nuovamente un impiego o ad adattarsi a mansioni o compiti diversi da quelli precedentemente svolti. Questo ha portato ad un

clima teso in azienda soprattutto durante l'implementazione della decisione di incorporare la Nycomed. Se gli ammortizzatori economici hanno cercato di tranquillizzare gli animi e portare avanti le decisioni in modo coerente e trasparente, le risorse umane collocate in mobilità hanno comunque pagato il fatto di trovarsi in un momento in cui l'azienda si stava trasformando. La presenza di società specializzate nella riallocazione del personale ha sicuramente tamponato la situazione, ma il management ha dovuto comunque approntare delle strategie di affinamento che andavano continuamente aggiustate e monitorate.

Considerando il decentramento di alcuni servizi e le scelte che sono state effettuate per quanto riguarda le risorse umane, il dottor Lombardi ha poi risposto alla domanda inerente la creazione di valore. Secondo la sua esperienza e secondo i dati post fusione, la scelta di incorporare la Nycomed aveva dato vita ad un modello organizzativo che creava un'efficienza e un'efficacia maggiore rispetto al passato. Nel corso dei mesi successivi si sono confrontati i dati economici e finanziari della nuova realtà aziendale. I dati al 31 marzo 2012 raffrontati all'anno precedente (in migliaia di euro) erano:

	31/03/2012 (12 mesi)	31/03/2011 (12 mesi)
Ricavi netti	246.656	250.552
Percentuale di incremento	-0,02%	6,4%
Utile lordo sulle vendite	141.465	138.596
Percentuale di incremento	2,1%	-7,6%
Risultato operativo	53.392	50.863
Percentuale di incremento	5,0%	10,3%
Utile dopo le tasse	30.601	11.953
ROE	23%	11%

Fonte: Bilancio 2012 pubblicato sul sito di Taleda Italia S.p.a.

A sostegno dei dati, in quel periodo il presidente di Takeda Italia, il Dott. Pier Vincenzo Colli<sup>195</sup>, affermò che *“l’acquisizione di Nycomed ci porta a posizioni di preminenza nel settore, a noi la responsabilità di creare una azienda ancora più forte ed autorevole”*.

Considerando che gli effetti dell’incorporazione di Nycomed non potevano esaurirsi nel corso di un anno, possiamo evidenziare anche i dati economici e finanziari al 31 marzo 2013:

	31/03/2013 (12 mesi)
Ricavi netti	324.499
Risultato della gestione caratteristica	16.890
Utile/(Perdita) dopo le tasse	-28.472
Autofinanziamento	-23.740
Numero dei dipendenti	525

Fonte: Bilancio 2013 pubblicato sul sito di Takeda Italia S.p.a.

Il dottor Lombardi alla fine dell’intervista ammette come la negoziazione con il sindacato ha sicuramente aiutato il management a prendere delle decisioni accettate dalla maggior parte degli interessati. La riduzione di personale e la ricollocazione di alcune figure professionali hanno dato vita ad un nuovo sistema di relazioni personali che inevitabilmente hanno condizionato le performance aziendali di quel periodo particolare. In quella situazione il management è stato attento a non perdere valore e, anzi, a crearlo rendendo Takeda Italia un team vincente.

### **3.2.2 Aspetto commerciale**

Un altro degli elementi particolarmente rilevanti per Takeda in generale e, in particolar modo, per Takeda Italia è l’aspetto commerciale. Capire come si è evoluto il portafoglio prodotti nel post fusione è sicuramente utile per comprendere le sinergie che volevano essere raggiunte attraverso l’incorporazione della Nycomed. Per studiare più da vicino

---

<sup>195</sup> <http://www.takeda.it/web/guest/content?id=2d9d24f9-9ddf-4314-95f3-1dda14341f3f>

tale elemento ho contattato un altro manager della Takeda Italia che si occupa proprio del commerciale. Il dottor Massimo Cappella è il Retail Business Unit Director di Takeda Italia da quando è stata conclusa l'incorporazione della Nycomed. Infatti, è uno dei tanti professionisti che provengono proprio dalla Nycomed. Per il ruolo ricoperto nella precedente azienda e per la loro professionalità, essi sono stati integrati nell'organico di Takeda Italia. L'intervista è stata divisa in due parti. Nella prima le domande riguardavano la ricerca di informazioni inerenti la situazione della multinazionale Takeda prima dell'incorporazione della Nycomed e, quindi, qual era il core business sia a livello mondiale sia a livello italiano, i motivi commerciali che hanno spinto ad incorporare una nuova azienda e le sinergie che si volevano sfruttare. La seconda parte dell'intervista, invece, è stata improntata più sulla Takeda Italia. Attraverso i cambiamenti avvenuti dal punto di vista del numero e della qualità dei prodotti, ho cercato di indagare quali sono stati gli input positivi e negativi derivanti dalla fusione, come il portafoglio prodotti è cambiato sia nel breve che nel lungo periodo, se le previsioni precedenti la fusione sono state rispettate e se l'incorporazione abbia o meno creato valore.

Il dottor Cappella, dopo aver illustrato brevemente le caratteristiche di entrambe le aziende, ha focalizzato l'attenzione su una delle motivazioni che hanno spinto Takeda a voler incorporare la Nycomed: l'acquisizione di un farmaco altamente innovativo per il settore respiratorio, il Daxas. Tale farmaco era altamente specializzato e le previsioni che erano state fatte in merito alla sua importanza sia a livello strategico sia a livello di fatturato erano state determinanti nella decisione di acquisire il know how e il brevetto correlato. Al di là di questo farmaco così specifico, il problema di Takeda riguardava il fatto di possedere prodotti ormai maturi e in scadenza di brevetto. Questa situazione poteva risolversi solo in due modi:

- Cercando di portare a termine una delle molecole in cui la R&D aveva investito
- Acquisendo il know how e il brevetto da fonti esterne, risparmiando così ingenti quantità di denaro.

Considerando i tempi e le difficoltà di immettere un nuovo farmaco sul mercato, dovute all'iter obbligatorio da seguire nelle varie fasi di ricerca e all'impossibilità di ottenere, la maggior parte delle volte, l'autorizzazione necessaria alla commercializzazione di un nuovo prodotto, la Takeda ha cercato di mettere in evidenza il fit strategico che, con

l'acquisizione della Nycomed, si poteva ottenere soprattutto nell'ambito dell'oncologia e della gastroenterologia. Fittando attraverso un portafoglio prodotti molto ampio, la strategia di Takeda si sarebbe poi concentrata nel tempo su alcune direttive:

- ampliare il numero e la qualità dei prodotti grazie all'aiuto delle competenze, delle conoscenze e dei brevetti appartenenti alla Nycomed;
- ampliare la copertura geografica del proprio mercato attraverso la quantità dei paesi in cui era presente la Nycomed, soprattutto mercati emergenti e Russia. Proprio nel mercato russo la Nycomed era la seconda per fatturato e riscontrava anche un favore politico durante il lancio e la commercializzazione dei suoi prodotti, cosa non semplice considerando che il mercato russo era uno dei più difficili da penetrare a causa dell'ambiente politico-sociale oltre che economico;
- creare un'azienda sempre più specialty driven<sup>196</sup>.

Avere un portafoglio prodotti così diversificato e concentrarsi su aree terapeutiche specifiche (malattie respiratorie, cardiologia, oncologia, gastroenterologia, vaccini), ha permesso a Takeda Italia di gestire al meglio la fase di transizione e di digerire tutti i cambiamenti organizzativi che l'incorporazione ha portato. Dal punto di vista commerciale, però, non è stato semplice adattare le competenze e le conoscenze aziendali ad una realtà più numerosa e diversa dal passato ed è per questo motivo, forse, che il management giapponese ha scelto di mantenere figure professionali Nycomed soprattutto in questo ambito. La Takeda, inoltre, si è resa conto che una simile scelta ha portato, negli anni, ad incrementare le vendite e l'importanza dei farmaci prodotti. Possiamo riassumere quanto detto attraverso tabelle che permettono di evidenziare i segmenti di mercato in cui si è concentrata l'azienda prima e dopo la fusione e i cambiamenti, in termini di fatturato e di vendite, che si sono registrati negli anni<sup>197</sup>:

Area Terapeutica	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cardiologia	87.484	86.305	27.684	27.990	27.645	25.510

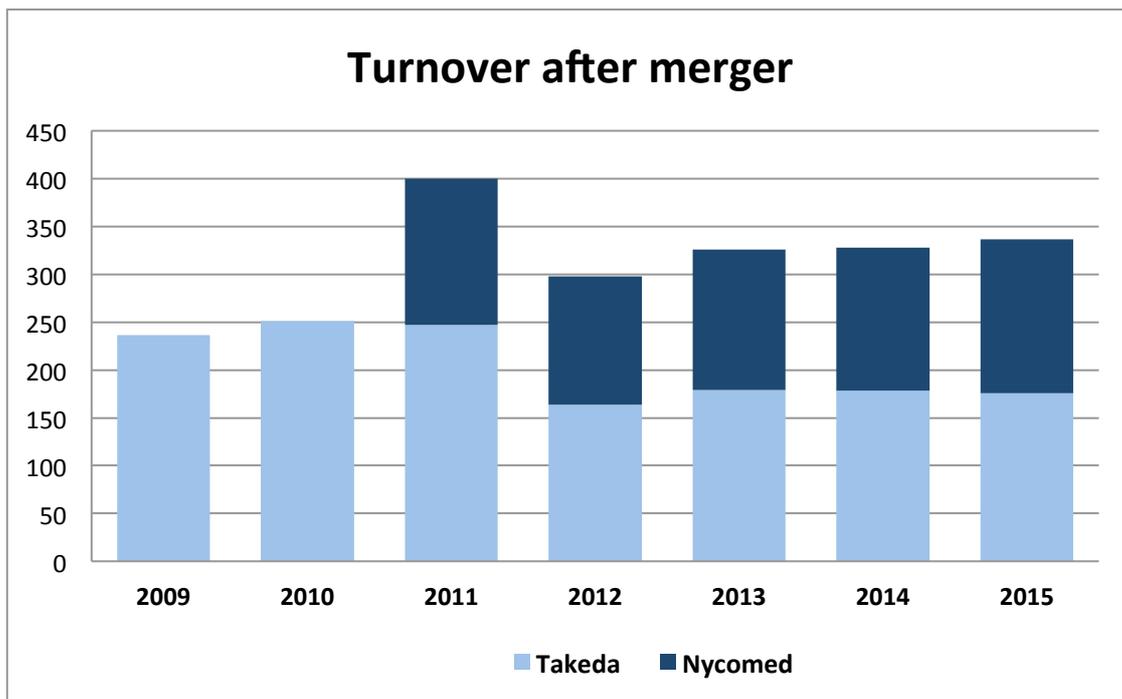
<sup>196</sup> La Takeda decide di orientare la propria strategia verso prodotti speciali definiti come farmaci per il trattamento specifici, le malattie croniche complesse con quattro o più dei seguenti attributi: iniziati solo da uno specialista, richiedono un trattamento e un'amministrazione straordinaria; distribuzione unica; costo alto; garantisce la cura intensiva del paziente.

<sup>197</sup> Fonte: Documenti Takeda Italia S.p.a.

Diabetologia	53.029	48.297	38.952	34.206	33.279	35.764
Gastroenterologia	51.362	164.457	136.595	154.856	157.235	161.483
Oncologia	127	1.367	3.903	19.924	22.919	26.132
OTC	-	4.725	4.502	4.360	4.098	4.183
Altri	9.287	28.486	17.948	15.310	12.578	13.143
Malattie respiratorie	-	7.346	8.119	8.004	7.811	8.161
Chirurgia	-	10.162	8.790	9.172	9.900	10.557
Urologia	49.673	53.640	55.523	56.120	56.341	55.597
TOTALE	250.962	404.785	302.018	329.941	331.807	340.529

Fonte: documenti appartenenti alla BU Retail di Takeda Italia S.p.a.

I dati evidenziati negli anni 2011-2012 mostrano l'incidenza delle varie aree terapeutiche sul fatturato totale. È pacifico capire come un'incorporazione abbia dei costi notevoli per tutta l'azienda e come questi si ripercuotano sul fatturato del periodo. Dai dati riportati si rileva come in alcune aree il fatturato cresca sensibilmente rispetto al 2011 (ad esempio urologia e malattie respiratorie) e come in altre, invece, diminuisca notevolmente. Nelle aree in cui avviene tale diminuzione, il dottor Cappella evidenzia come la scadenza di diversi brevetti in quegli anni abbia alterato i benefici immediati che l'incorporazione della Nycomed portava con sé.



Fonte: documentazione appartenente alla BU Retail di Takeda Italia S.p.a.

L'incorporazione della Nycomed è avvenuta nel 2011. I dati sopra riportati riguardano le vendite degli ultimi cinque anni, i ricavi derivanti dalle stesse, e mettono in evidenza alcune anomalie che si sono registrate anche nel post fusione. Solitamente, dopo un'operazione di acquisizione il fatturato, i ricavi e le vendite dovrebbero quasi raddoppiare. In realtà, nel caso della fusione tra Takeda e Nycomed si registra un'anomalia nel corso degli anni 2011 e 2012:

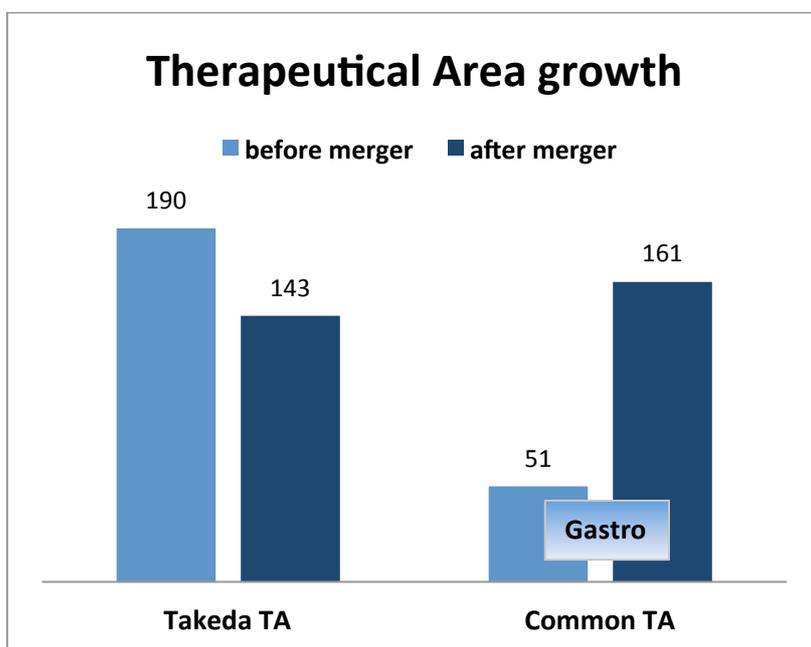
Area terapeutica	2011	2012	Differenza 2011 e 2012
Cardiologia	86.305	27.684	(58.620)
Diabetologia	48.297	38.952	(9.345)
Gastroenterologia	164.457	136.595	(27.863)
Oncologia	1.367	3.903	2.536
OTC	4.725	4.502	(223)
Altri	28.486	17.948	(10.538)
Malattie respiratorie	7.346	8.119	773
Chirurgia	10.162	8.790	(1.372)
Urologia	53.640	55.523	1.884

TOTALE	404.785	302.018	(102.767)
--------	---------	---------	-----------

Fonte: rielaborazione personale dei dati appartenenti alla BU Retail.

I dati in tabella rappresentano il fatturato totale dell'azienda negli anni della fusione e, in particolare, l'incidenza sul fatturato delle diverse aree terapeutiche.

La differenza negativa esistente tra i due anni è dovuta al fatto che proprio in quel periodo scadevano i brevetti di alcuni farmaci, insieme ai consueti costi di implementazione della strategia inerenti i nuovi prodotti. Numericamente, per la Takeda erano in scadenza tre brevetti afferenti alle aree terapeutiche diabetologica e gastroenterologica e, nel momento in cui ci si trova di fronte ad una simile situazione, occorre che ridurre il prezzo del farmaco del 45% circa<sup>198</sup>. La scadenza dei brevetti è stata una delle ragioni che hanno portato la Takeda ad accelerare l'incorporazione della Nycomed. Un'ulteriore motivazione è sicuramente il volersi concentrare su aree terapeutiche particolarmente redditizie e nelle quali la Nycomed aveva già esperienza e quota di mercato rilevante<sup>199</sup>.



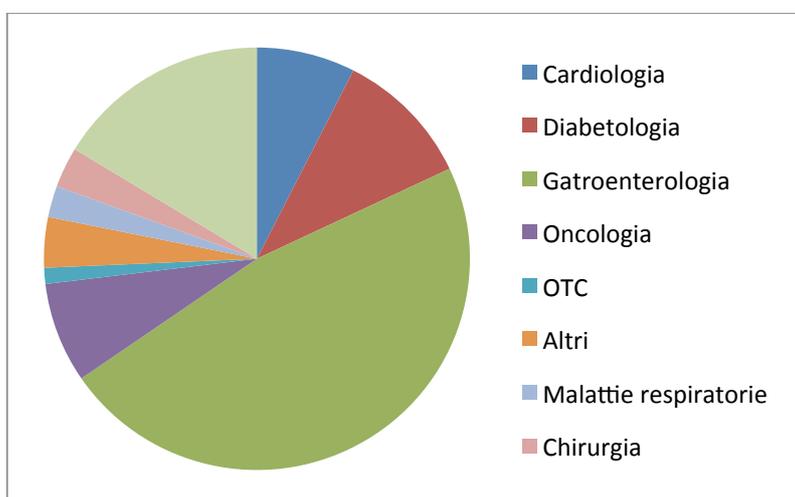
<sup>198</sup> [http://www1.adnkronos.com/Archivio/AdnSalute/2006/03/02/Farmaceutica/NOTIZIARIO-SETTIMANALE-FARMACI-&-INDUSTRIA-25\\_102928.php](http://www1.adnkronos.com/Archivio/AdnSalute/2006/03/02/Farmaceutica/NOTIZIARIO-SETTIMANALE-FARMACI-&-INDUSTRIA-25_102928.php)

<sup>199</sup> Strategia dichiarata dal Dottor M. Cappella durante l'intervista.

Fonte: rielaborazione personale dei dati appartenenti alla BU Retail.

Dal grafico si evince come prima dell'acquisizione le aree terapeutiche erano molte di più rispetto a quelle post acquisizione. Nella colonna di destra, però, si può evidenziare la motivazione di tale riduzione. In quel periodo l'area gastroenterologica era quella più colpita dalla scadenza dei brevetti, mentre la Nycomed era altamente specializzata nella stessa. Per tale ragione la maggior crescita post incorporazione si è registrata proprio a livello dell'area terapeutica gastroenterologica, area in cui la Takeda diventa leader a livello mondiale.

Attualmente l'incidenza delle diverse aree terapeutiche sul fatturato può essere così rappresentata:



Fonte: documentazione fornita dal Dottor Cappella.

Anche dal grafico si evince come gran parte del fatturato è dovuto alla gastroenterologia, alla diabetologia e all'oncologia. Il dottor Cappella, dopo aver analizzato i vari dati, ha quindi affermato con certezza che attraverso l'incorporazione della Nycomed la Takeda ha raggiunto un livello di eccellenza vero e proprio, sia attraverso la commercializzazione di prodotti primary care<sup>200</sup>, che costituiscono comunque la maggior parte del fatturato, sia tramite il reimpiego delle risorse finanziarie nella ricerca e sviluppo il modo da concentrarsi anche su farmaci più specifici. La creazione di valore derivante dall'operazione di fusione si è potuta

---

<sup>200</sup> I primary care sono farmaci essenziali che assicurano lo stato di salute di tutta la popolazione, soprattutto dei più poveri, attraverso pochi principi ma fondamentali e di qualità.

registrare nel corso degli anni considerando che, una volta che era stata decisa l'integrazione delle due realtà, occorreva riorganizzare l'intera struttura e focalizzare l'attenzione sui nuovi punti di forza della nuova società.

### **3.2.3 Aspetto amministrativo**

L'ultimo elemento che era necessario indagare era l'aspetto amministrativo, ovvero tutto ciò che riguardava l'organizzazione delle funzioni, dei servizi e delle responsabilità prima e dopo l'incorporazione della Nycomed. A riguardo ho intervistato Mario Stovigliano, Finance & Commercial support Director in Takeda Italia S.p.a.. Le domande poste vertevano su:

- le scelte amministrative adottate durante la fusione;
- quali sono state le conseguenze in termini di efficienza;
- che impatto hanno avuto le decisioni sulle mansioni e le professioni in azienda;
- come è cambiata la situazione finance dell'azienda.

A livello amministrativo l'integrazione della Nycomed ha avuto il merito di implementare un modello globale e di trasformare la Takeda, dall'essere una semplice somma di unità, che spesso non collaboravano tra loro, una vera e propria organizzazione globale, sconfiggendo un modello inefficiente. La scelta dell'azienda giapponese è ricaduta sul decentramento dei servizi attraverso un modello "hub and spoke"<sup>201</sup>. Le hub sono essenzialmente fornitori di servizi in tale modello, servizi che non sono attività core dell'azienda ma che comunque concorrono al risultato finale. Nel spostare le attività, il management ha dovuto licenziare alcuni dipendenti, trasferirli o assumerne altri ma la particolarità maggiore si ritrova nel fatto che tutti i dipendenti erano dipendenti Takeda. Tale scelta mirava a ridurre i rischi derivanti dall'outsourcing di alcune attività: minor controllo, incapacità di intervenire tempestivamente sull'errore, diversa qualità delle prestazioni, impossibilità di collaborazione immediata per risolvere un problema, scarsità di comunicazione e di conformità con gli SLA<sup>202</sup>.

---

<sup>201</sup> Il modello hub and spoke si è sviluppato negli USA in seguito alla deregulation nell'aviazione civile commerciale. Concentrando i collegamenti su un "hub", si riusciva ad avere la capacità di fornire più frequenze tra due aeroporti "spokes", il cui flusso di traffico, invece di risolversi con voli diretti, viene convogliato sull'hub.

<sup>202</sup> Service Level Agreement.

La difficoltà che si è incontrata durante l'implementazione del decentramento dei servizi riguardava la gestione delle responsabilità per le attività che, pur essendo esternalizzate, ricadevano, come responsabilità, della Takeda Italia e dei suoi manager. Tale situazione ha creato diversi problemi nel tempo e, insieme alla riduzione del personale, ha portato ad uno stravolgimento delle mansioni svolte da ciascun dipendente dell'azienda. Il personale rimasto, infatti, ha dovuto ricostruire e riadattare la propria professionalità a nuovi compiti e a nuove mansioni, di fatto aumentando la difficoltà e l'impegno quotidiano. Oltre questo occorreva capire se si aveva ancora il controllo sul bilancio. Proprio per la presenza di fonti esterne che fornivano servizi inerenti la contabilità, si aveva il timore che questa organizzazione avrebbe potuto portare a falle nel bilancio o, comunque, ad una non congruità di valori e di dati. Per ovviare all'incertezza derivante dalla diversa qualità del servizio si è cercato di costruire e di instaurare un modello di base che, almeno sulla carta, funzionasse. Dal modello poi, nella pratica, ci si è spesso discostati. A causa del decentramento dei servizi, nel momento in cui bisogna, ancora oggi, rendere coerenti i dati o approfondire alcune questioni, il personale, a tutti i livelli, che riceve i dati dalle hub dovrà svolgere delle *microattività* per completare le informazioni riguardanti i valori economici e finanziari aziendali. Allo stato attuale il valore delle microattività si aggira intorno al 30% delle attività svolte quotidianamente dai diversi individui. Le difficoltà amministrative aumentano in corrispondenza:

- dell'elevato numero dei fornitori di servizi;
- del regime fiscale: esistendo hub in diversi paesi europei e non, esistevano anche diversi regimi fiscali diverse tasse imposte dai governi, che andavano comunque messi in collegamento tra loro per avere una visione unica dell'azienda.

Il dottor Stovigliano ha poi illustrato la sua opinione in merito alla creazione di valore derivante dall'incorporazione della Nycomed. Secondo lui, a fronte come di alcune modifiche inerenti il modello organizzativo, come ad esempio la decisione di inserire in ogni hub una persona dedicata al controllo delle operazioni svolte in quel contesto, si è dato vita ad un modello che i dati dicono essere più efficiente rispetto al passato. L'idea di ottimizzare, infatti, è stata un'idea vincente, anche se ancora oggi occorrono piccoli aggiustamenti inerenti le responsabilità. A riguardo si può dire che i difetti riscontrati

potrebbero indicare una pianificazione troppo veloce di un modello troppo audace per un'azienda così burocratizzata come la Takeda.

### 3.3. Creazione di valore e prospettive future

Lo studio della Takeda Italia S.p.a ha permesso di capire come spesso la scelta di procedere con un'operazione straordinaria, soprattutto con l'incorporazione di un'azienda target, si creano diversi problemi che riguardano la gestione del cambiamento. A tutti i livelli organizzativi, infatti, si sono registrati cambiamenti notevoli che hanno messo in evidenza quanto sia difficile pianificare e implementare in diversi contesti una decisione così complessa. In questo gioca un ruolo fondamentale l'attività di pianificazione. Il case study mostra come la pianificazione effettuata dalla casa madre Takeda è stata attenta a tutte le possibili variabili che occorreva prendere in considerazione e, soprattutto attraverso la creazione di specifici team internazionali, ha cercato di implementare la propria decisione in tutte le sue sedi nel modo più utile, ma rispettando anche, per quanto possibile, le caratteristiche e le esigenze di tutti i suoi dipendenti. Il caso di Takeda Italia S.p.a. è sicuramente significativo, perché dimostra che fondere due realtà aziendali in funzionamento non dipende solamente da un'attenta e dettagliata pianificazione. Tale attività può certamente indirizzare tutta l'operazione verso il successo, ma non è l'unica attività da svolgere. Occorre, soprattutto per elementi spinosi come quello delle risorse umane, un monitoraggio costante della situazione e un continuo adattamento alla dinamicità degli eventi. L'acquisizione di Nycomed ha comportato il licenziamento di 275 persone, sia semplici dipendenti sia manager e direttori generali, che inevitabilmente hanno dovuto cambiare la loro vita e le loro abitudini. Provare a gestire questa situazione di criticità per dar vita ad un'azienda più efficiente è sicuramente stato un lavoro complesso e impegnativo. Ad oggi tutto il gruppo Takeda è un gruppo solido<sup>203</sup>:

	Stato Patrimoniale
	31/03/2014
<b>ATTIVO</b>	
Immobilizzazioni	2.534.605
Attivo corrente	2.034.539
<b>Totale Attivo</b>	<b>4.569.144</b>
<b>PASSIVO</b>	

---

<sup>203</sup> [www.Takeda.it](http://www.Takeda.it)

<b>Patrimonio netto</b>	
Capitale sociale	63.562
Riserve	2.407.177
Patrimonio di terzi	69.896
Fondo per rischi e oneri	859.984
Trattamento di fine rapporto	76.497
Debiti	952.281
Ratei e risconti	139.748
<b>Totale passivo</b>	<b>4.569.144</b>
<b>CONTO ECONOMICO</b>	
Ricavi netti	1.691.685
Costi e spese operative	(1.552.412)
Utile operativo	139.274
Altri ricavi (costi) netti	19.577
Utile prima delle imposte	158.851
Imposte dell'esercizio	(49.292)
Utile dell'esercizio	109.558
Utile di terzi	(2.900)
<b>Utile del gruppo</b>	<b>106.658</b>

I dati sopra esposti sono riferiti all'esercizio sociale Giapponese 1.04.2013-31.03.2014. Il tasso di cambio al 31/03/2014 è pari a 142,42 Yen per 1Euro. I dati sono in milioni di Yen.

Ancora oggi i manager di Takeda continuano ad interrogarsi su come apportare miglioramenti al modello implementato con l'incorporazione della Nycomed. La creazione di valore, come già anticipato, è stata innegabile e i benefici si ripercuotono quotidianamente anche a distanza di anni. Con l'ulteriore consolidamento del settore, però, i manager di Takeda pensano continuamente al futuro, a cosa proporre per rimanere sempre più competitivi e a quali decisioni prenderà la casa madre.

## **Capitolo IV: La fusione per incorporazione tra Merck e Serono e il confronto con la fusione Takeda-Nycomed**

### **4.1 Le due società coinvolte nella fusione del 2007: la Merck e la Serono**

L'ultimo capitolo dell'elaborato focalizza l'attenzione su un'altra fusione avvenuta nel settore farmaceutico, e mira a renderne evidente tutte le caratteristiche e le differenze con la fusione tra la Takeda e la Nycomed del 2011. Nel 2007, infatti, nasce la società italiana Merck Serono S.p.a., frutto della fusione per incorporazione tra la Merck Pharma, appartenente al gruppo tedesco Merck KGaA, e l'Industria Farmaceutica Serono<sup>204</sup>. La fusione è avvenuta quattro anni prima rispetto all'incorporazione di Nycomed in Takeda, in un ambiente diverso e partendo da presupposti diversi. L'identità delle aziende coinvolte nel 2007 si discosta per alcuni aspetti da quella delle aziende del 2011. Il mio lavoro mira a evidenziare tutte le differenze esistenti tra le due fusioni, tutti i fattori che hanno contribuito a renderle uniche e come tali operazioni siano state pianificate e implementate nella realtà. È interessante, infatti, paragonare come le differenti scelte manageriali, evidentemente mirate a raggiungere obiettivi diversi, abbiano condizionato, poi, lo svolgimento e le conseguenze delle due operazioni. Per eseguire uno studio dettagliato del caso, ho contattato i manager della Merck Serono S.p.a., in particolare il dottor Federico Fornari, attuale CFO della società. Dopo un breve colloquio, ho utilizzato una serie di domande, simili a quelle che ho sottoposto ai manager di Takeda, per continuare l'intervista con il manager, chiedendo anche un suo punto di vista in merito all'attuale posizione della società nel mercato.

Focalizziamo ora l'attenzione sulle società coinvolte.

L'azienda farmaceutica Merck è leader nel settore farmaceutico e chimico. Oggi il gruppo conta circa 50.000 persone che lavorano per sviluppare e affinare tecnologie che migliorino la vita dei pazienti: da terapie biofarmaceutiche per curare il cancro o la sclerosi multipla a sistemi all'avanguardia per la ricerca scientifica<sup>205</sup>.

---

<sup>204</sup> Top Employers Italia 2011, Merck Serono.

<sup>205</sup> [www.merckgroup.com](http://www.merckgroup.com)

La Merck è la più antica società chimico-farmaceutica del mondo. È stata, infatti, fondata nel 1668 e i discendenti dei fondatori sono ancora i proprietari di maggioranza del gruppo quotato in borsa. Nel corso dei secoli l'azienda ha evidenziato uno spirito coraggioso e determinato a promuovere l'innovazione e la ricerca in campo medico-sanitario<sup>206</sup>. Avendo una grande tradizione storica, la sede del gruppo possiede circa 2.000 metri di materiale stampato, completo di lettere, brevetti, pubblicazioni.

Oltre ad aver incontrato personalmente il Dottor Fornari, ho analizzato anche la documentazione utilizzata dal manager e da Alessia Cimini, sua collaboratrice per l'area Tax & Finance, che hanno utilizzato durante un seminario tenutosi presso la LUISS Guido Carli nel 2013. In quell'occasione è stato possibile ricostruire le fasi storiche salienti della società<sup>207</sup>:

1668: F.J. Merck compra la farmacia Engel Apotheke a Darmstadt (Germania);

1827: H.E. Merck inizia con la produzione di massa di sostanze chimiche attraverso l'estrazione dalle piante;

1850: a Darmstadt viene costituita la E. Merck Darmstadt, una partnership commerciale tra i membri della famiglia Merck;

1891: il grande successo ottenuto a livello di esportazioni negli USA spinge la società a creare a New York una sua controllata, la *Merck & Co*;

1900: la Merck si espande in tutti i continenti e di lì a qualche anno inizia a portare avanti la ricerca inerente al business dei cristalli liquidi;

1918: a causa della Prima Guerra mondiale perde la proprietà di *Merck & Co*;

1995: fondazione della Merck KGaA, società quotata alla borsa di Francoforte. Ancora oggi la famiglia Merck è il più grande azionista, detenendo il 70% del capitale<sup>208</sup>.

---

<sup>206</sup> <http://www.businesswire.com/news/home/20151215006999/it/>

<sup>207</sup> *The Pharmaceutical Business*, LUISS Guido Carli, 2013.

<sup>208</sup> Prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti e all'ammissione a quotazione sul mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. di n. 105.207.808 azioni ordinarie, emittente MolMed S.p.a., 2010.

2001: rilancio del programma operativo in America settentrionale sotto l'EMD Trademark (Emmanuel Merck Darmstadt).

Oggi la Merck è organizzata in tre settori di attività:

- **Healthcare:** si occupa essenzialmente di terapie innovative incentrate sulle persone. I medicinali appartenenti a quest'area sono soggetti a prescrizione e sono utilizzati per il trattamento di malattie neurodegenerative. In generale le aree terapeutiche più importanti sono l'oncologia, la fertilità, la medicina generale e cardio-metabolica e l'endocrinologia<sup>209</sup>.
- **Life Science:** il business offre alcuni dei più importanti marchi del settore e si concentra su prodotti controllati in tutte le fasi della loro lavorazione e distribuzione sul mercato. Il settore propone sistemi sempre più all'avanguardia, al fine di governare tutte le fasi della produzione di prodotti biotech e di interfacciarsi direttamente con il cliente tramite una piattaforma di distribuzione principale. L'attività del settore Life Science si è sviluppata recentemente e riunisce le competenze della Merck e della Sigma-Aldrich, acquisita da Merck nel 2015<sup>210</sup>.
- **Performance Materials:** il settore fornisce prodotti chimici a elevata tecnologia, riutilizzati in diversi prodotti finali. La base di clienti serviti da tali prodotti è molto elevata e riguarda sia i prodotti chimico-farmaceutici, sia il mercato dei cristalli liquidi per televisori LCD<sup>211</sup>.

Così come per la Takeda e la Nycomed, anche la Merck è da sempre stata contraddistinta da una fortissima mission aziendale. Esiste, analogamente al Codice Etico e al Codice Organizzativo e Gestionale previsti dalla Takeda, un *Mission Statement*<sup>212</sup> della Merck che identifica i valori societari e il modo in cui la società è gestita. La mission aziendale è quella di pensare in grande, di cercare di aiutare i pazienti garantendo un continuo orientamento della società alla ricerca, alla tutela della salute in tutti i suoi aspetti e un servizio efficiente che copra tutto il mondo. La parola chiave del gruppo Merck è *Innovazione*, concetto che nel 2007 ha ispirato proprio la

---

<sup>209</sup> [http://www.merckgroup.com/en/company/business\\_sectors/business\\_sectors.html](http://www.merckgroup.com/en/company/business_sectors/business_sectors.html)

<sup>210</sup> <http://www.pharmastar.it/?cat=6&id=16039>

<sup>211</sup> <http://www.news-medical.net/news/20151015/1465/Italian.aspx>

<sup>212</sup> <http://manonamission.blogspot.it/2005/06/mercks-mrk-mission-statement.html>

fusione con la Serono<sup>213</sup>. Avere un Mission Statement divulgato e promosso dalla società in tutti i documenti ufficiali, anche on line, ha reso evidente la serietà della società, così come i suoi obiettivi:

- aumentare il profitto con i migliori prodotti possibili rispetto al proprio core business;
- ricercare costantemente la soluzione più efficiente facendo leva sulle proprie competenze e conoscenze;
- aumentare l'attenzione ai dipendenti, sia per quanto riguarda la loro persona, sia per ciò che concerne la loro carriera;
- rimarcare la corporate social responsibility e il progresso del gruppo in questo ambito.

Proprio in seguito alla fusione con la Serono, oltre alle classiche specialità mediche, la Merck è attiva anche nel settore biotecnologico<sup>214</sup>. I prodotti che derivano da questo business hanno delle caratteristiche particolari: migliorano la qualità della vita dei pazienti e soddisfano elevati standard qualitativi di salute e di vita.

Riprendendo l'importanza che i valori e la cultura hanno per il gruppo Merck, non possiamo non ricordare il Takedaismo. Il Takedaismo è, infatti, un asset di valori che la filosofia giapponese imprenditoriale impone in tutte le attività che la Takeda svolge, presupponendolo come base comportamentale anche per tutti gli individui<sup>215</sup> appartenenti all'organizzazione. Allo stesso modo, anche il gruppo Merck ha una serie di valori fondamentali che pregna le azioni del gruppo e dei suoi dipendenti. Tali valori<sup>216</sup> sono:

- il coraggio:  
richiede fiducia nelle capacità di ciascun individuo. Chi è coraggioso può pensare al futuro sapendo di essere coerente nel presente e sano, conscio di avere tutte le competenze necessarie per resistere e inserirsi in tutti i

---

<sup>213</sup> Intervista al Dottor Fornari, CFO Merck Serono S.p.a.

<sup>214</sup> <http://www.swissinfo.ch/ita/serono-venduta-al-gruppo-farmaceutico-tedesco-merck/5458624>

<sup>215</sup> G. Gabrielli, *People management. Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone*, Franco Angeli, Milano, 2010.

<sup>216</sup> [www.merckgroup.com](http://www.merckgroup.com)

cambiamenti aziendali. Un individuo coraggioso riesce ad aprirsi a nuove idee e ad un nuovo modo di approcciare il lavoro;

- la realizzazione:

cercare di realizzarsi individualmente e in team è una vera e propria sfida personale, che porta, però, ad un sentimento di completezza negli individui. La realizzazione può essere misurata con i risultati ottenuti sul campo, evidenziando, quindi, una forte indipendenza imprenditoriale;

- la responsabilità:

essere responsabili verso i clienti, i fornitori, gli investitori e i dipendenti evidenzia un'attenzione e una cura particolari del gruppo nei confronti delle proprie attività. In questo modo l'azienda fornisce un ottimo esempio verso l'esterno ed evidenzia la convinzione delle proprie scelte strategiche;

- il rispetto:

il gruppo si è distinto, nel corso degli anni, per il rispetto verso il concetto di umanità e dignità umana. Lavorando in un ambiente simile, si crea un clima basato sulla stima, sull'equità e sul riconoscimento del prossimo. Alla base c'è una forte comunicazione, leale e onesta, tra tutti i membri del gruppo e questa permette l'integrazione tra più culture ed esigenze, portando a risultati di successo. Agendo con rispetto anche il passato è importante: la società ha imparato, negli anni, a valorizzare il passato in funzione del presente e del futuro;

- l'integrità<sup>217</sup>:

l'integrità del gruppo è ciò che garantisce la sua credibilità verso l'esterno e verso l'interno. Questo valore permette di avere delle linee guida che non possono non essere seguite, altrimenti si perderebbe tutta quella stima e quella sicurezza che proviene dagli individui che entrano in contatto con la società;

- la trasparenza:

la trasparenza dell'informazione crea un clima di fiducia nei confronti della società e tutti gli operatori si sentono parte di un tutto che ha obiettivi condivisi

---

<sup>217</sup> Anche il Takedaismo ha, nell'integrità, uno dei valori fondamentali a cui si ispira tutta la cultura aziendale. [www.takeda.it](http://www.takeda.it)

e noti. La trasparenza genera affidabilità e promuove la partecipazione di tutti i soggetti che accettano, responsabilmente, di far parte del gruppo Merck.

I valori sopra citati rendono il gruppo Merck fortemente ispirato ad un determinato modo di agire. La stessa determinazione e la stessa volontà di agire secondo un codice di condotta morale ben preciso ha, infatti, contraddistinto la strategia del gruppo nel corso dei secoli. La società, infatti, mira al successo, ma rispetta gli interessi di tutti i lavoratori, dei clienti e dei fornitori, cercando di guidarli nel loro lavoro quotidiano.

Le caratteristiche dell'azienda si sono pian piano incontrate con la continua evoluzione del settore, con le diverse merger waves<sup>218</sup> e con la conseguente contrazione del settore farmaceutico. Gli anni della fusione con la Serono, infatti, sono anni in cui il settore farmaceutico riprende a contrarsi insieme a tutti gli altri, dando vita ad acquisizioni più o meno grandi e importanti e che, inevitabilmente, le aziende dovevano fronteggiare. Ancora oggi la Merck Serono S.p.a. sfrutta i benefici della fusione: si concentra sulla qualità dei prodotti high-tech, frutto dell'incontro tra il business farmaceutico di Merck e il business biotecnologico-farmaceutico proposto dalla Serono. In generale, il gruppo Merck raggiunge l'obiettivo di una crescita sostenibile e redditizia attraverso una crescita organica e alcune acquisizioni che potenzino i punti di forza dell'azienda. A questo si deve aggiungere la volontà del gruppo di ampliare la propria posizione all'interno dei mercati emergenti nel lungo periodo.

Il gruppo, nella sua costante ricerca di miglioramento, ha capito che per essere sempre competitivi e per aumentare la propria redditività e la propria quota di mercato, doveva guardare al futuro cercando di attuare un'innovazione, un nuovo modo di approcciare al farmaco e alla medicina<sup>219</sup>. Per tale ragione incomincia a cercare sul mercato un'azienda target che potrebbe apportare quel pizzico d'innovazione utile per raggiungere obiettivi a lungo termine.

La Serono è un'azienda italiana nata nel 1906 grazie all'intervento del professor Cesare Serono che fonda a Roma l'Istituto Farmacologico Serono<sup>220</sup>. Nel corso degli anni riesce a sviluppare e a produrre diversi farmaci e nel 1940 registra il record italiano

---

<sup>218</sup> P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Fourth Edition, John Wiley & Sons, 2007.

<sup>219</sup> Dottor Fornari, CFO della Merck Serono S.p.a.

<sup>220</sup> <http://www.fondazione-serono.org/>

nella produzione di Insulina<sup>221</sup>. Nel 1948 la Serono produce il primo trattamento per curare l'infertilità, la gonadotropina (Pergonal) e pochi anni più tardi il Vaticano prende il controllo della società, lasciando alla famiglia Bertarelli la responsabilità della gestione aziendale<sup>222</sup>. Il farmaco contro l'infertilità, il Pergonal, nel 1970 arriva negli USA come primo prodotto italiano registrato su quel mercato. Il successo generato da un passo così importante nella storia della Serono ha spinto la famiglia Bertarelli a prendere il controllo dell'azienda. Tre anni dopo la famiglia sposta la sede a Ginevra e proprio in quegli anni la Serono inizia a focalizzare l'attenzione sullo sviluppo della biotecnologia farmaceutica. In seguito allo sviluppo della biotecnologia associata al farmaceutico, la posizione competitiva dell'azienda aumenta notevolmente e, nel 2000, Ernesto Bertarelli riesce a portare il gruppo alla quotazione presso la Borsa di New York.

La crescita aziendale risulta esponenziale e così, nel 2006, la Serono diventa leader nel settore *Pharma Biotech* (infertilità, malattie neurodegenerative, endocrinologia metabolica).

La Serono basava il suo fatturato essenzialmente su un farmaco in particolare, il Rebif, che fatturava annualmente circa un miliardo di dollari e, contemporaneamente, commercializzava diversi prodotti biotecnologici. Nel 2005, però, la Serono aveva un fatturato<sup>223</sup> di circa 2,5 miliardi di dollari, con una perdita di 106,1 milioni di dollari per via di una multa di 725 milioni di dollari commissionata dall'US Attorney's Office, che aveva identificato una scorrettezza da parte della società nella preparazione del prodotto Serostim<sup>224</sup>.

Nonostante tale situazione, l'aspetto della biotecnologia applicata alla scoperta dei farmaci ha costituito un driver fondamentale per il management della Merck, convinto che acquisire un simile know-how avrebbe sensibilmente aumentato la posizione competitiva e la redditività aziendale<sup>225</sup>. In quegli anni il presidente Merck Michael Romer affermava “quest'acquisizione permetterà all'impresa di sviluppare l'attività

---

<sup>221</sup> Ibidem

<sup>222</sup> [http://www.academiavita.org/\\_pdf/assemblies/10/dignita\\_della\\_procreazione\\_umana.pdf](http://www.academiavita.org/_pdf/assemblies/10/dignita_della_procreazione_umana.pdf)

<sup>223</sup> G. Pellicelli, *Strategie d'impresa*, IV Edizione, Egea, 2014.

<sup>224</sup> <http://centrostudi.gruppoabele.org/doping/?q=node/174>

<sup>225</sup> Dottor Fornari, CFO Merck Serono S.p.a.

farmaceutica etica e di conquistare una posizione leader nel mercato delle biotecnologie<sup>226</sup>”. A supporto di quest’affermazione, la Merck ha avviato le trattative per vendere la sua divisione dei generici e finanziare, così, l’acquisizione della Serono.

Acquisire una società biotech, infatti, aggiungeva nuovi prodotti e tecnologie a quelle esistenti, in modo più conveniente rispetto alla crescita organica. Inoltre, incorporare il business biotech costituisce un vantaggio nei confronti dei competitor, derivante dalla maggior difficoltà di riproduzione e d’imitazione dei prodotti.

## 4.2 La fusione

Prima di evidenziare le differenze esistenti tra i due casi di studio, è opportuno mostrare le caratteristiche e i driver che hanno portato a una simile scelta strategica. La fusione tra la Merck e la Serono è avvenuta il 5 gennaio 2007, dopo che la Merck ha raggiunto un accordo con la famiglia Bertarelli di Serono, il 64% dell’azienda, e realizzando la Merck Serono S.p.a., che, con 14.600 dipendenti nel mondo, rappresenta la divisione biofarmaceutica del gruppo Merck<sup>227</sup>. La società così costituita si occupa, oggi, della ricerca, della produzione e della commercializzazione di farmaci d’origine chimica e biotecnologica in oltre 150 paesi al mondo. A oggi, più del 50% delle vendite di Merck Serono è generata da prodotti biotecnologici<sup>228</sup>. Sin dalla sua costituzione, la Merck Serono S.p.a. ha investito ingenti risorse nello sviluppo di nuovi trattamenti per le aree terapeutiche di neurologia, di oncologia, d’immuno-oncologia e d’immunologia. Così come il gruppo Takeda, anche la Merck Serono utilizza il modello “hub and spoke” per la sua organizzazione. Secondo quanto riportato dal sito aziendale, infatti, le attività di R&S della Merck Serono, che coinvolgono più di 2.300 persone, sono concentrate in quattro hub: Boston (USA), Darmstadt (Germania), Pechino (Cina) e Tokyo (Giappone). Tale organizzazione è supportata da alcune partnerships con altre aziende del settore biotecnologico.

La Merck ha acquisito la Serono per 8,3 miliardi di dollari, una cifra non molto elevata rispetto alle operazioni di M&A tipiche del settore farmaceutico, e ha integrato l’attività

---

<sup>226</sup> G. Pellicelli, *Strategie d’impresa*, IV Edizione, Egea, 2014.

<sup>227</sup> Sito Internet Corporate della Merck Serono: [www.merckserono.com](http://www.merckserono.com).

<sup>228</sup> [www.pharmastar.it](http://www.pharmastar.it) del 20/05/2014 “Merck investe 50 milioni di euro nel sito produttivo di Bari”.

di Serono nella divisione Etici Merck<sup>229</sup>. Per Industria Farmaceutica Serono, il cambio di denominazione ha come conseguenza anche un rafforzamento in termini di solidità finanziaria, grazie ai dipendenti e al business della Merck Pharma. Qualche mese dopo la fusione, l'amministratore delegato di Merck Serono S.p.a. dichiarò che "La sinergia che si è concretizzata garantisce un potenziale decisamente superiore alla somma dei punti di forza delle due realtà. I numeri per continuare a crescere ci sono tutti: con lo stabilimento di produzione e i tre centri di ricerca, Merck Serono S.p.A si appresta a divenire un 'polo di eccellenza' sul nostro territorio, e una realtà capace di bilanciare perfettamente le forze di Marketing con quelle di Ricerca e Sviluppo"<sup>230</sup>.

La Merck Serono S.p.a., secondo le indicazioni fornite dal dottor Fornari durante il seminario alla LUISS Guido carli del 2013, è così suddivisa:

- **Roma:** nello stabilimento posto in via Casilina 125 ci sono la General Management Sales e l'ufficio Marketing;
- **Guidonia Montecelio (Roma) e Collettero Giacosa (Torino):** stabilimenti e siti dediti alla Ricerca e allo Sviluppo;
- **Modugno (Bari):** stabilimento di produzione (riempimento e rifinitura). I prodotti finiti sono esportati in più di 100 paesi nel mondo.

Dopo aver evidenziato quali sono le caratteristiche della Merck Serono S.p.a. oggi, occorre focalizzare nuovamente l'attenzione su com'è avvenuta la fusione tra le due entità.

Come in precedenza evidenziato, intorno al 2005-2006 la Merck iniziò a capire che doveva cambiare qualcosa nella sua attività se voleva raggiungere e mantenere un'elevata competitività nel mercato. La situazione, durante il biennio, era la seguente<sup>231</sup>:

- *Nel business del Pharma non si era raggiunta una massa critica sufficiente e le previsioni per il futuro non risultavano particolarmente promettenti:*

---

<sup>229</sup> <http://www.pharmamarketing.it/cont/archivio-pharma-news/7129/nasce-merck-serono-italia.asp>

<sup>230</sup> <http://www1.adnkronos.com/>

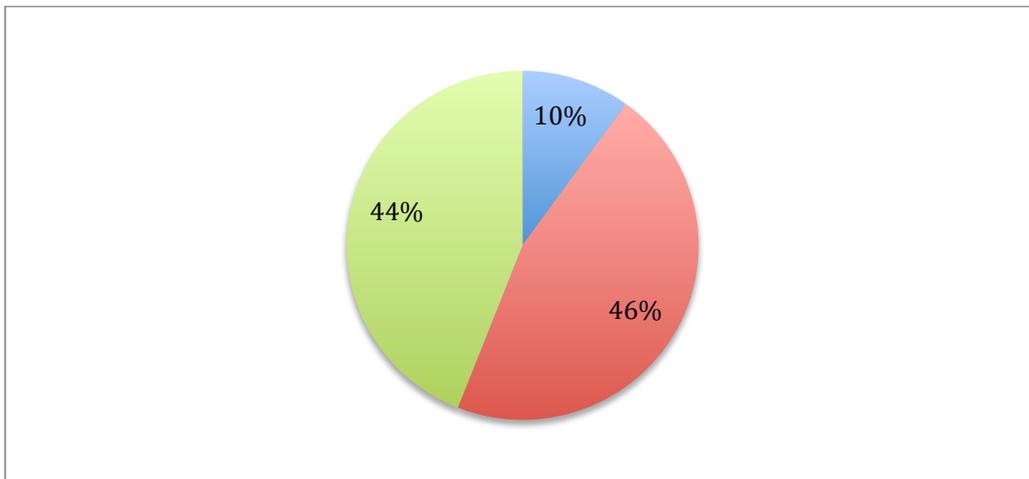
<sup>231</sup> Il dottor Fornari, durante l'intervista, ha chiarito la situazione precedente la fusione e gli obiettivi che si volevano raggiungere, vista la situazione del gruppo in quel periodo.

1. 46% dei ricavi del Pharma proveniva dai farmaci generici, che avevano un margine di profitto molto basso;
  2. l'unico prodotto innovativo era l'Erbitux;
  3. la R&S sembrava non avere più molte risorse e molte idee funzionali alla scoperta di nuovi farmaci.
- *Esistevano degli squilibri a livello regionale:*
    1. solo il 15% dei ricavi del gruppo era stato generato in Nord America;
    2. i farmaci e i processi produttivi di impronta asiatica erano scarsi, in particolare in Giappone;
    3. in Cina il business era inesistente.
  - *Il business Life Science non aveva raggiunto una massa critica e una portata globale sufficienti a convincere il gruppo ad aumentare gli investimenti.*
  - *I Cash Flow era scarsi.*

Nei grafici sottostanti, è possibile capire meglio la situazione del gruppo Merck in quegli anni.

Vendite per divisione:

Pharma:



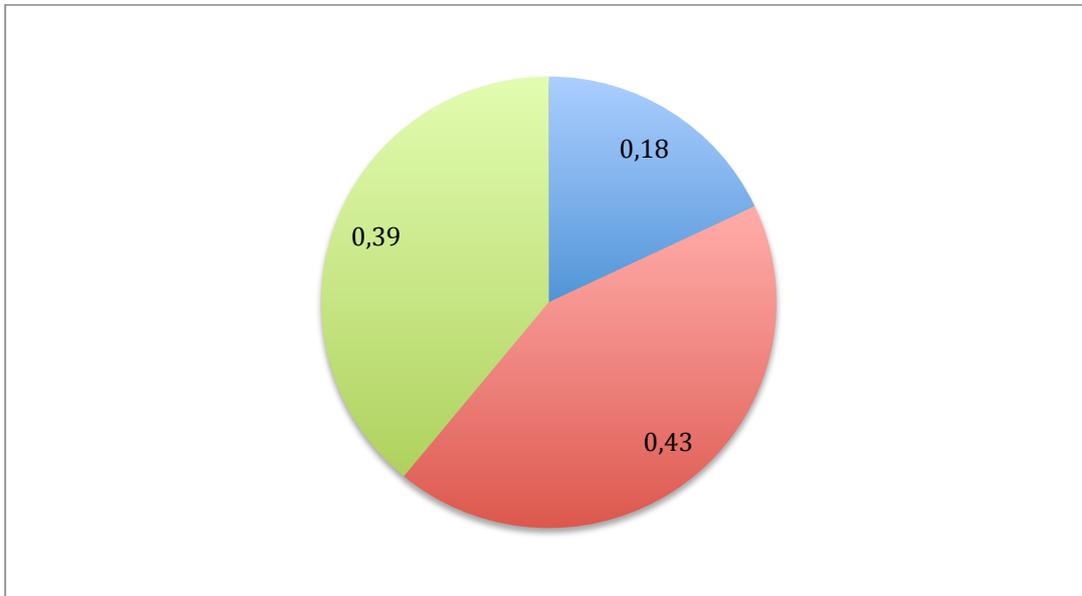
Legenda:

Rosso: Generics (1,796 milioni di dollari);

Verde: Ethicals (1,723 milioni di dollari);

Blu: Consumer Health Care (376 milioni di dollari).

Chemicals:



Rosso: Life Science & Analytics (822 milioni di dollari);

Verde: Liquid Crystals (739 milioni di dollari);

Blu: Pigments (339 milioni di dollari).

Fonte: le immagini sono tratte da alcuni documenti personali del dottor Fornari e dalla presentazione effettuata in LUISS nel 2013<sup>232</sup>.

La situazione appena descritta ha indotto il management della Merck a una rinnovata consapevolezza delle esigenze da soddisfare e degli obiettivi da perseguire. Come ha ulteriormente chiarito il Dottor Fornari, il management di Merck si è orientato su tre drivers fondamentali:

1. Raggiungere un successo sostenibile nel tempo.
2. Produrre un cambiamento decisivo.

---

<sup>232</sup> Seminario del Dottor Fornari, CFO Merck Serono S.p.a., presso la LUISS Guido Carli, 2013.

3. Attuare un processo di crescita costante che comprenda tutti i business e tutte le entità coinvolte. In quest'ultimo obiettivo, infatti, s'intravede la volontà della Merck di ragionare sulle proprie competenze e sul proprio know-how e di aprire l'azienda a relazioni stabili con altre società. È questo uno dei motivi che hanno spinto la Merck verso il business della Serono, azienda leader nel settore biotech.

I manager del gruppo Merck hanno poi eseguito diverse analisi inerenti il settore e il mercato per capire quali passi dovessero mettere, con la relativa priorità, per perseguire gli obiettivi suddetti.

La tabella seguente, elaborata in seguito alle informazioni fornitemi dal dottor Fornari, evidenzia le priorità del gruppo nel 2006. Gli obiettivi da perseguire, infatti, sono una risposta concreta alla situazione della società nel 2005/2006, situazione che aveva ridotto i profitti del gruppo e che stagnava, in un certo senso, le possibilità di crescita. Ovviamente il carattere ambizioso degli obiettivi, e la complessità dei processi da compiere per la loro attuazione, ha suggerito di suddividere le priorità d'intervento in aree geografiche e funzionali, adeguatamente e strategicamente pianificate.

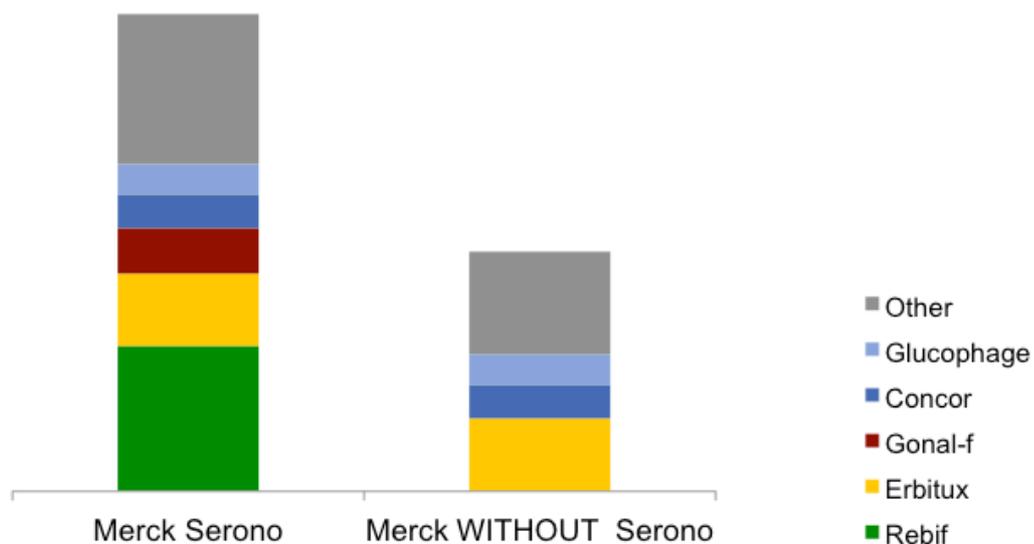
Priorità	Task	Area/Regione
1	Globalizzazione del business	Strategia
		America settentrionale
		Cina
		Mercati Emergenti
	Rafforzamento del business farmaceutico	Biotecnologia
		Portafoglio con un alto margine di profitto (Innovazione)
		Abilità di R&S
Rafforzamento del business Life Science		
Modernizzazione dei processi		
Aumento del cash flow		
2	Riduzione dei costi	
	Attuazione della cultura della performance	
	Sviluppo di una strategia di crescita di medio/lungo termine	

Fonte: elaborazione personale<sup>233</sup>.

Per rendere concreti tali propositi, nel 2007 la Merck acquisisce Serono e sin dai primi mesi l'acquisizione porta notevoli vantaggi:

- Merck Serono S.p.a. diventa la società farmaceutica leader nel settore biofarmaceutico<sup>234</sup>.
- Si sfrutta la complementarità tra le due aziende e, precisamente, il portafoglio prodotti e le capacità inerenti la ricerca e lo sviluppo dei prodotti.
- Ritorna fondamentale la risonanza dei prodotti della nuova società nel mercato statunitense.
- Si sfruttano numerose sinergie a livello di vendite nei mercati emergenti.

Secondo i dati, l'acquisizione della Serono ha portato numerosi benefici anche in termini di fatturato e del potenziale di vendita, che è notevolmente aumentato<sup>235</sup>:



Fonte: Seminario del Dottor Fornari presso la LUISS Guido Carli, 2013.

<sup>233</sup> Il dottor Fornari mi ha fornito alcuni dati su cui aveva lavorato il management del gruppo ai tempi della fusione. Ho elaborato tali dati per rendere chiare le caratteristiche e le azioni promosse dal gruppo durante il periodo 2006/2007.

<sup>234</sup> Top Employers Italia, Franco Angeli, Milano, 2010.

<sup>235</sup> *The Pharmaceutical business. Portfolio measures: effects on sales*, presentazione del Dottor Fornari, CFO della Merck Serono S.p.a., presso la LUISS Guido Carli di Roma, 2013.

Il grafico rappresenta le vendite dei prodotti del Pharma nel 2011, escluso quelli inerenti alla Consumer Health, prima e dopo l'acquisizione della Serono. Come i grafici evidenziano, il potenziale di vendita derivante dalla fusione è raddoppiato. I dati manifestano come il fatturato inerente le vendite della Merck Serono S.p.a. sia all'incirca di 5,6 milioni di dollari, contro un fatturato della Merck prima dell'acquisizione della Serono di 2,8 milioni di dollari. Tali dati sono stati elaborati analizzando i principali farmaci prodotti dall'azienda, con l'inserimento dei dettagli provenienti dai farmaci che appartenevano alla Serono.

Per completezza d'informazione, esaminiamo i farmaci, oggetto d'analisi, che sono stati introdotti con la fusione del 2007:

- **Gonal-f:** farmaco per la cura e il trattamento dei disturbi della fertilità<sup>236</sup>. È prescritto per integrare o sopperire alla mancanza dell'ormone FSH, presente sia negli uomini sia nelle donne. Grazie alla fusione, il business del *biotech* unito al business farmaceutico ha dato vita ad un farmaco, approvato in più di 100 Paesi, che stimola la crescita dei follicoli ovarici e l'ovulazione nelle donne. Per gli uomini, l'approvazione è avvenuta in 80 Paesi tra cui il Giappone, mercato non semplice data l'elevata presenza di aziende farmaceutiche all'avanguardia<sup>237</sup>.
- **Rebif:** è un farmaco utilizzato per il trattamento della sclerosi multipla con recidive<sup>238</sup>, cioè che si manifesta con episodi diversi che alterano le funzioni neurologiche<sup>239</sup>. Purtroppo in questo momento storico, la sclerosi multipla non è curabile ed eliminabile, ma l'utilizzo di questo farmaco può ridurre il progredire della malattia e l'insorgenza di alcune delle disabilità fisiche tipiche delle persone affette da sclerosi multipla<sup>240</sup>.

L'acquisizione della Serono, quindi, ha decretato l'aumento della posizione competitiva dell'azienda nel mercato. Il business del biotech, infatti, aveva una serie di conseguenze per la Merck. Dal punto di vista strategico-operativo, l'acquisizione della Serono nel

---

<sup>236</sup> [http://www.ema.europa.eu/docs/it\\_IT/document\\_library/EPAR\\_Product\\_Information/human/000071/WC500023748.pdf](http://www.ema.europa.eu/docs/it_IT/document_library/EPAR_Product_Information/human/000071/WC500023748.pdf)

<sup>237</sup> [http://www.merckserono.com/en/products/fertility/infertility/gonal\\_f/gonalf.html](http://www.merckserono.com/en/products/fertility/infertility/gonal_f/gonalf.html)

<sup>238</sup> <http://www.sclerosimultipla-e.it/capire/forme-sm/>

<sup>239</sup> [http://www.ema.europa.eu/docs/it\\_IT/document\\_library/EPAR\\_Product\\_Information/human/000136/WC500048681.pdf](http://www.ema.europa.eu/docs/it_IT/document_library/EPAR_Product_Information/human/000136/WC500048681.pdf)

<sup>240</sup> [http://www.emdserono.com/en/therapies/neurology\\_immunology/neurology\\_immunology.html](http://www.emdserono.com/en/therapies/neurology_immunology/neurology_immunology.html)

2007 comporta anche un investimento notevole nella biotecnologia, culminato con la creazione di un centro biotecnologico Merck Serono presso Corsier-sur-Vevey<sup>241</sup>.

Un altro aspetto interessante riguarda il mercato cinese. Prima della fusione, infatti, uno dei problemi che il gruppo Merck doveva affrontare era la quasi totale assenza del proprio business in Cina, dovuta a un'incapacità da parte dell'azienda di entrare in quel mercato e alle evidenti difficoltà derivanti dalla particolare fisionomia dello stesso. Dopo la fusione con la Serono, la società aveva le risorse finanziarie sufficienti per investire in un mercato così particolare: il frutto di tale scelta strategica è l'aumento delle vendite, dalle 115 migliaia di dollari nel 2005 alle 412 migliaia del 2011<sup>242</sup>.

La fusione, quindi, ha creato valore e la società risultante, la Merck Serono S.p.a., è riconosciuta come una realtà che, qualche anno dopo la fusione, vanta circa 5,3 miliardi di fatturato e 17.000 dipendenti nel mondo. In Italia le vendite ammontano a circa 265 milioni di euro e il fatturato ha notevoli prospettive di crescita considerando la produzione e le attività svolte presso i diversi insediamenti presenti sul territorio nazionale. È proprio in Italia, infatti, che l'azienda produce i farmaci e investe nelle attività di ricerca e sviluppo, al fine di fornire un contributo alla struttura internazionale del gruppo<sup>243</sup>. Le aree terapeutiche più importanti, come precedentemente citato, sono l'oncologia, la sclerosi multipla, l'infertilità, le malattie metaboliche e cardio metaboliche. La ricerca condotta nel 2010 da Top Employers Italia ha rilevato la suddivisione della Merck Serono sul territorio nazionale, ponendo l'accento sullo stabilimento di Bari, il sito di Guidonia e la società RBM<sup>244</sup> a Colliere Giacosa, ma ha soprattutto evidenziato lo stile e la determinazione della società. La Merck Serono incarna il modello di azienda a conduzione familiare che, tuttavia, pone passi importanti ponderandoli attentamente. Essendo un'azienda concreta e consapevole dei suoi punti di forza, non ha mai intrapreso investimenti eccessivamente pericolosi e non ha pensato mai troppo in grande rispetto alla sua realtà, salvandosi dalla smania di crescere che spesso ha decretato il fallimento di altre grandi società. A supportare tale condotta strategica esistono una forte cultura aziendale e la consapevolezza che il futuro del

---

<sup>241</sup> Sito Corporate Merck Serono S.p.a.

<sup>242</sup> Seminario del Dottor Fornari presso la LUISS Guido Carli di Roma nel 2013.

<sup>243</sup> Top Employers Italia, 2010.

<sup>244</sup> La RBM è una società di ricerca controllata al 100% dalla Merck Serono S.p.a.

gruppo si baserà sempre sul know-how in campo biotech e sulla rete di relazioni con la casa madre in Germania e con la sede in Svizzera.

Fra i punti di forza della Merck Serono S.p.a., un fattore che ha costituito e costituisce ancora l'aspetto più importante e che crea costantemente valore, è sicuramente l'aver concentrato in Italia tutta la filiera produttiva dei propri prodotti, dallo sviluppo della molecola alla sua commercializzazione come prodotto finale<sup>245</sup>. La forza e la solidità espressa sul territorio nazionale garantiscono un fatturato importante ed evidenziano, ancor di più, come da aziende con una tradizione imprenditoriale importante si possa trovare un equilibrio e un fit strategico perfetto che, nel corso degli anni, porteranno a creare sempre maggior valore<sup>246</sup>.

I punti di forza della Merck Serono, secondo quanto riportato dall'intervista al Dottor Luchi (2010) sono, in conclusione, l'importante tradizione, che garantisce una visione di lungo periodo basata sulla memoria storica della società, e l'alta tecnologia del settore. L'apporto biotecnologico di Serono, infatti, costringe i dipendenti e il management di Merck Serono a lavorare per produrre prodotti e processi sempre nuovi, assecondando la ricerca continua d'innovazione.

### **4.3. Il confronto tra Merck/Serono e Takeda/Nycomed.**

Dopo aver evidenziato le caratteristiche delle due fusioni, ho focalizzato l'attenzione sui diversi aspetti che possono essere confrontati. La fusione tra la Merck e la Serono è avvenuta nel 2007, mentre l'incorporazione della Nycomed da parte di Takeda nel 2011, quattro anni più tardi e, pertanto, in un contesto storico diverso. Come già rilevato nel secondo capitolo dell'elaborato, il contributo delle operazioni di M&A nel settore farmaceutico è avvenuto ciclicamente. A questo proposito occorre inquadrare innanzitutto il differente periodo in cui sono avvenute le due fusioni oggetto di studio: la fusione tra la Merck e la Serono è inserita in un anno di "ripresa" per il settore, manifestatosi in seguito ad un biennio in cui il numero di operazioni di fusione era sensibilmente diminuito rispetto agli anni precedenti. Questo rallentamento negli anni precedenti era dovuto sicuramente ad una sorta di paura delle imprese nel mettere in

---

<sup>245</sup> Intervista del Dottor Francesco Luchi, Hr Director alla Merck Serono, 2010.

<sup>246</sup> Top Employers Italia, 2011.

atto una simile strategia e ad un'incapacità del management di prevedere risultati di medio/lungo periodo. La fusione tra la Takeda e la Nycomed, invece, è avvenuta nel 2011, anno in cui il settore farmaceutico vantava numerosissime operazioni, di medio/grande portata. Riprendendo i dati forniti da Aboutpharma.it<sup>247</sup>, infatti, si può notare il trend all'interno del farmaceutico:

Data di annuncio di M&A	Valore (miliardi \$)	Numero di M&A
2012	44.6	83
2011	54.1	171
2010	108.3	180
2010 (escluso Novartis-Alcon)	70.3	179
2009	151.9	173
2009 (escluso mega merger)	42.9	171
2008	109.4	186
2008 (escluso mega merger)	62.4	184
2007	70.0	161
2006	99.7	138
2005	61.5	135

Come si può notare dalla tabella, il 2007 e il 2011 sono gli anni, rispettivamente, successivo e antecedente un cambiamento. Il 2007 è l'anno della ripresa, del coraggio mostrato da parte del management aziendale di analizzare altre aziende per trovare un modo per crescere, per aumentare le proprie dimensioni all'interno del mercato. Il 2011, invece, è l'anno antecedente un evidente rallentamento delle operazioni: diminuiscono il numero e il valore, il denaro. Alcuni studi effettuati dalle più grandi società di consulenza<sup>248</sup> hanno mostrato come questo rallentamento potrebbe essere il frutto di

---

<sup>247</sup> <http://www.aboutpharma.com/blog/2013/02/14/m-a-nel-farmaceutico-tutti-i-deal-2012-e-le-tendenze-2013/>.

<sup>248</sup> Rapporto *Mergers & Acquisitions*, KPMG, anni dal 2009 al 2015.

un'eccessiva contrazione del mercato, ormai saturo e per questo troppo assoggettato alle logiche del profitto.

Un altro aspetto da rilevare nel confronto tra i due casi oggetto di studio riguarda i mercati coinvolti. La fusione del 2007 ha avuto come protagonisti principalmente il mercato italiano, quello tedesco e quello svizzero. Anche se le mire espansionistiche del gruppo erano orientate verso il mercato cinese, la maggior parte delle operazioni è stata svolta in questi mercati, che hanno una normativa simile e, comunque, europea. La fusione del 2011, invece, è stata decisa a livello della multinazionale giapponese e, in seguito, implementata nei vari paesi del mondo. L'incorporazione della Nycomed ha rappresentato, per Takeda, un modo per realizzare una presenza mondiale, poiché in precedenza, l'azienda era presente solo in Giappone e Stati Uniti, con qualche piccolo stabilimento sparso in Europa. Con l'incorporazione della Nycomed, invece, la Takeda ha potuto raggiungere tutto il mondo<sup>249</sup>.

Le diverse dimensioni aziendali sono sicuramente un fattore che ha influenzato le scelte strategiche delle aziende coinvolte. La multinazionale Takeda era di per sé, ed è tutt'oggi, la più grande azienda farmaceutica giapponese, con un fatturato riconosciuto tra i più elevati a livello mondiale. Intorno al 2013, soltanto due anni dopo la fusione, si aggirava intorno ai 17 miliardi di dollari<sup>250</sup>. Il gruppo Merck, di cui fa parte la Merck Serono S.p.a., è una delle più importanti aziende chimico-farmaceutiche del mondo, che importa i propri prodotti in più di 150 paesi, ma che produce e commercializza i farmaci solo in Italia.

Se nell'incorporazione della Nycomed per opera della Takeda l'impronta giapponese è stata molto forte, sia nelle scelte strategiche sia nell'implementazione delle stesse, nella costituzione della Merck Serono S.p.a. si sono evidenziati dei tratti tipici appartenenti alla tradizione italiana della Serono. Nonostante l'eccessiva burocrazia del nostro Paese e i limiti strutturali dello stesso, la storia della Serono l'ha resa attrattiva per la Merck: la Serono, infatti, rappresenta un prototipo d'industria italiana che pur conservando le proprie radici e le proprie tradizioni, è consapevole della necessità d'internazionalizzare i diritti di proprietà e di entrare in relazione con i Paesi europei più importanti, come la

---

<sup>249</sup> Fonte: documenti del dottor M. Cappella, capo della Retail BU di Takeda Italia S.p.a.

<sup>250</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Takeda\\_Pharmaceutical\\_Co](https://it.wikipedia.org/wiki/Takeda_Pharmaceutical_Co).

Germania<sup>251</sup>. Il presidente del board esecutivo di Merck, Karl-Ludwing Kley, evidenzia la strategicità del fattore Italia nell'acquisizione della Serono affermando, secondo un'intervista riportata nel 2013 dal Sole 24 Ore, che “Crediamo nel vostro Paese. La qualità dei nostri ricercatori qui è molto buona. Inoltre, gli insediamenti italiani si sono integrati bene nel meccanismo industriale e di ricerca che, in una multinazionale come la nostra, non può che cercare di essere il più coeso possibile<sup>252</sup>”. Le parole di Kley evidenziano come una volta compiuta la fusione, il problema era coordinare le varie entità e ragionare come un organismo sovranazionale che applichi quanto definito dalla casa madre. Kley ha evidenziato anche che, immediatamente dopo la fusione, ci sono stati diversi aspetti da curare perché nei singoli Paesi non si adottavano gli stessi processi e lo stesso modo di lavorare. Da quel momento in poi, la Merck Serono S.p.a. e la casa madre hanno lavorato per far sì che in tutti gli stabilimenti si lavorasse nello stesso modo e che, quindi, in Italia si raggiungessero gli stessi elevati standard qualitativi dell'Europa e della casa madre. A differenza di quanto accaduto nella fusione dell'azienda giapponese, dove sono state create delle task force di manager che avevano il compito di organizzare la nuova struttura aziendale e adottare diversi accorgimenti ad hoc secondo il Paese coinvolto, nella fusione della Merck con la Serono, invece, è stato necessario entrare in relazione con i processi burocratici dell'azienda italiana. La Serono, come tutte le aziende farmaceutiche, deve sottostare alla regolamentazione italiana dei prezzi dei farmaci, spesso utilizzata per sanare i debiti dei conti pubblici. Secondo quanto dichiarato dal presidente della Merck in quell'occasione “Al vostro Paese servirebbe una vera politica industriale. Il farmaceutico è uno dei settori trainanti della modernità: per la sua capacità d'innovazione tecnologica, per la sua forza nella creazione di valore aggiunto e per le sue ricadute occupazionali<sup>253</sup>”.

L'incorporazione della Nycomed ad opera di Takeda è stata studiata suddividendo i vari aspetti d'interesse in tre macro aree: organizzativo, commerciale e amministrativo. Per comprendere a fondo i dettagli dell'operazione, ho contattato i manager interessati e ho rivolto loro un'intervista. Per quanto riguarda la fusione tra la Merck e la Serono, non è stato possibile intervistare le stesse figure professionali della Takeda Italia S.p.a. e, per

---

<sup>251</sup> [www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2013-07-24/](http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2013-07-24/).

<sup>252</sup> Ibidem.

<sup>253</sup> [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com) articolo “Merck Serono crede nell'Italia” del 24/07/2013.

tale ragione, ho dovuto rivolgermi al CFO Federico Fornari per avere i dettagli dell'operazione. Dai diversi colloqui avuti, sono emerse numerose particolarità che hanno attirato la mia attenzione, oltre a quelle già citate. Una di queste è sicuramente la diversa concezione del sistema organizzativo “hub and spoke”<sup>254</sup> adottato in entrambe le operazioni, ma con significati diversi.

Il sistema “hub and spoke” è stato utilizzato per la prima volta dalle compagnie aeree che concentravano tutti i voli in uno scalo strategico (hub) e aumentavano, di conseguenza, il numero dei voli e il raggio d'azione della compagnia. In questo modo si aumentava il numero dei collegamenti tra due o più aeroporti che, invece di essere connessi in modo diretto, erano connessi tramite l'hub. Tale modello è stato applicato in entrambe le fusioni ma, come dicevo, in modo diverso. Nel caso Takeda/Nycomed, dopo la fusione è stato necessario organizzare le varie hub e le varie attività che erano svolte in ognuna di esse. Il Dottor Mario Stovigliano, Finance & Commercial support Director presso Takeda Italia S.p.a., ha evidenziato come la multinazionale giapponese intendeva, e intende ancora oggi, le hub come i centri di raccordo di alcuni servizi forniti dall'esterno, collegati dai diversi “spoke” all'hub principale. Una simile organizzazione ha permesso all'azienda di focalizzare l'attenzione, in tempi rapidi, sulle diverse situazioni successive alla fusione. Tale organizzazione, però, negli ultimi tempi ha creato qualche problema a livello di controllo e di qualità di servizi, considerando che anche le attività più elementari di una multinazionale devono essere svolte secondo gli standard qualitativi concordati.

Nella fusione Merck/Serono, invece, tale organizzazione non è stata presa in considerazione. Il Dottor Fornari ha da subito rilevato come non fosse necessario il modello hub and spoke, giacché tutta la filiera produttiva e la commercializzazione dei prodotti avveniva tutta in Italia. In realtà, però, il fatto di avere tutta la produzione concentrata in Italia non ha bloccato il sistema hub and spoke per quanto riguarda la Ricerca & Sviluppo<sup>255</sup>. La Merck Serono ha, infatti, ben quattro hub strategicamente posizionati: Boston, Darmstadt, Pechino e Tokyo. Negli hub lavorano i migliori professionisti provenienti da tutto il mondo, al fine di produrre biotecnologie e farmaci sempre all'avanguardia per le esigenze dei pazienti. Essendo connessi tra loro, questi

---

<sup>254</sup> [http://www.treccani.it/enciclopedia/hub-and-spoke\\_\(Dizionario\\_di\\_Economia\\_e\\_Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/hub-and-spoke_(Dizionario_di_Economia_e_Finanza)/)

<sup>255</sup> Sito Corporate aziendale [www.merckserono.it](http://www.merckserono.it)

centri di eccellenza comunicano le più recenti scoperte e creano un valore aggiunto per l'attività di R&S. Gli hubs presenti nelle quattro città entrano in relazione con ulteriori centri specializzati nel mondo, evidenziando un approccio nuovo e propositivo rispetto ai differenti problemi scientifici e medici che si possono incontrare. Le hubs sono anche collegate con le maggiori università del mondo. Si cerca, infatti, di favorire l'avvicinamento dei migliori talenti al mondo all'attività di ricerca dell'innovazione in campo biofarmaceutico.

La presenza di hub, inoltre, garantisce una via preferenziale per l'approvazione di nuove terapie e farmaci sperimentali poiché spesso le autorità adibite alla regolamentazione del commercio dei farmaci richiedono, come base scientifica, studi clinici effettuati localmente.

Come si può notare, quindi, un'altra differenza tra le due fusioni è proprio il concetto di hub e la qualità dei servizi coinvolti in questo modello organizzativo.

Spostando ora l'attenzione sulle strategie commerciali adottate dalle due aziende nei confronti delle società target, è possibile confrontare le diverse motivazioni che hanno spinto le società ad agire.

Partendo dalla fusione del 2007, il gruppo Merck, come già notato, si trovava di fronte ad una stagnazione del business e, d'altro canto, alla necessità di intraprendere una strada innovativa nuova, la biotecnologia. La società aveva compreso che, anche dal punto di vista commerciale, era necessario ampliare il proprio portafoglio prodotti e investire in un settore totalmente nuovo. La Merck, infatti, decise di acquisire il business biotecnologico all'esterno, incorporando l'azienda Serono per puntare sull'innovazione in campo farmaceutico e per assicurarsi il futuro tramite una crescita redditizia. Dopo la fusione, è stato necessario creare le linee guida della nuova impresa e una serie di valori cui ispirare ogni singola attività: l'orientamento alle prestazioni, il lavoro in virtù degli obiettivi pianificati, l'attenzione al cliente e alla dinamicità del mercato, la stabilità, la qualità, la rapidità, l'integrità e la trasparenza<sup>256</sup>. La fusione con la Serono e con il suo know-how biotecnologico, quindi, ha consentito alla nuova società di affermarsi in aree terapeutiche ben definite come l'oncologia, la neurologia,

---

<sup>256</sup> [www.merckserono.it](http://www.merckserono.it)

la medicina cardiometabolica, l'infertilità, apportando innovazioni efficaci in tempi brevissimi. La Merck Serono S.p.a. è riuscita a creare un valore inestimabile e ad affermarsi sul mercato in una posizione stabile: nel 2008 ha realizzato ricavi per quasi cinque miliardi di euro e ha realizzato oltre il 50% del fatturato con prodotti biotecnologici, derivanti dall'integrazione della competenza chimico-farmaceutica di Merck e il know-how biotecnologico di Serono, leader europeo nel suo campo<sup>257</sup>. Il business della Serono registrava, in media, un investimento annuale di 1 miliardo di euro in R&S, 1.500 ricercatori che lavoravano in 10 centri di ricerca sparsi nel mondo e un'organizzazione capillare delle risorse<sup>258</sup>. Questa situazione, combinata con il know-how della Merck, ha reso possibile un'innovazione maggiore rispetto alla medicina classica e tradizionale: le diverse tecniche genetiche hanno prodotto principi attivi ricombinanti simili alle sostanze presenti nel corpo umano, offrendo maggior purezza ed efficacia rispetto a prodotti aventi un'origine estrattiva o di sintesi. Una caratteristica dei farmaci biotecnologici, infatti, è che devono essere iniettati sotto pelle per essere efficaci. Per tale ragione, gran parte delle risorse destinate alle attività di ricerca e sviluppo sono concentrate sulla scoperta e sullo sviluppo di metodi più tollerabili per il paziente di assunzione del farmaco, in modo che il paziente stesso decida di utilizzare sempre lo stesso farmaco.

Una funzione che ha svolto un ruolo fondamentale per il processo d'integrazione Merck/Serono è stata la struttura finanziaria<sup>259</sup>. Sin dai primi mesi post-fusione, il nuovo management ha mirato all'efficienza, facendo leva sulla disciplina e sulla qualità dei processi. Nel corso dei mesi si è cercato, numerose volte, di tener conto delle esigenze che i diversi business manifestavano a livello locale, obiettivo molto difficile da raggiungere considerando le differenze esistenti tra le strutture dei vari paesi coinvolti. Per tale ragione la Merck Serono ha iniziato a propendere per una minore flessibilità nei processi e nelle scelte strategiche, situazione che si è ripercossa sul portafoglio prodotti e sulla riorganizzazione logistica della società. Il management ha deciso di portar avanti un disegno che vede una forte centralizzazione in Germania delle funzioni di supporto. Potrebbe sembrare una scelta poco idonea e costosa, poiché la

---

<sup>257</sup> Ceccarelli S.p.a., società di consulenza direzionale: "Merck Serono: leadership in biotecnologie", articolo del 2009.

<sup>258</sup> [http://www.ceccarelli.it/Repository/files/90\\_231.pdf](http://www.ceccarelli.it/Repository/files/90_231.pdf)

<sup>259</sup> Ibidem.

Germania è un Paese caratterizzato da un'elevata tassazione e una forte regolamentazione. Tale scelta, però, ha permesso al management della Merck Serono di decentrare, poi, in Italia e negli altri Paesi, le attività più operative e lo sviluppo delle attività di business, seguendo le diverse opportunità del mercato secondo le aree terapeutiche. La riorganizzazione della nuova entità ha dato una nuova linfa vitale a tutta l'organizzazione. Secondo l'amministratore delegato Antonio Messina, infatti, riorganizzare l'azienda ha permesso, immediatamente dopo la fusione, di evidenziare i passi successivi da mettere per raggiungere un maggior valore rispetto al passato: la R&S dedicata alle malattie neurodegenerative e oncologiche, l'ottimizzazione delle operazioni nella fertilità, alcune nuove soluzioni per il metabolico<sup>260</sup>. Alla mission futura, inoltre, va aggiunta una particolare attenzione alle risorse umane.

Dell'aspetto delle risorse umane se ne parlerà in seguito.

Le strategie messe in atto durante la fusione Merck-Serono hanno evidenziato, quindi, la necessità, da parte della Merck, di incorporare un nuovo business per creare valore e, di conseguenza, di aumentare e d'innovare il portafoglio prodotti della nuova società. Ad esempio l'introduzione del Gonal-f e del Rebif, come in precedenza analizzato, ha notevolmente aumentato le vendite e il fatturato della società, garantendo anche al pubblico prodotti nuovi e efficaci.

La strategia commerciale della Takeda nei confronti della Nycomed, invece, è stata attuata per far fronte a esigenze particolari. La Takeda si trovava in una situazione in cui i migliori prodotti sul mercato erano in scadenza di brevetto<sup>261</sup>. Inoltre, essendo prodotti maturi, avevano ormai un basso margine di profitto. La stagnazione commerciale imponeva un cambiamento tempestivo. La Nycomed, oltre ad avere una presenza mondiale, aveva prodotti innovativi e, in quel periodo, aveva concentrato le risorse su un prodotto particolare: il DAXAS, secondo quanto dichiarato dall'AIFA<sup>262</sup>, è un farmaco utile per la terapia contro la broncopneumopatia cronica ostruttiva grave associata a bronchite cronica. Un farmaco del genere, appartenente all'area terapeutica

---

<sup>260</sup> Intervista all'amministratore delegato della Merck Serono S.p.a. del 2009, ad opera della società di consulenza direzionale Ceccarelli S.p.a.

<sup>261</sup> Intervista al Dottor Massimo Cappella, Retail Business Unit Director presso la Takeda Italia S.p.a. e al Controlling Senior Manager Takeda Italia S.p.a. Salvo Bauccio.

<sup>262</sup> Agenzia Italiana del Farmaco.

respiratoria, ha costituito un elemento di forte attrattività per la Takeda che, soprattutto in Italia, aveva bisogno di intensificare il fatturato nell'area terapeutica respiratoria. Secondo il management di Takeda, la rilevanza del DAXAS è stata un modo per giustificare una necessità aziendale di colmare le inefficienze dei propri processi produttivi incorporando un'azienda, come la Nycomed, che ha immediatamente portato il suo modo di "fare impresa", i suoi processi produttivi e la sua organizzazione. Consideriamo ora il fatturato, espresso in miliardi di euro, delle varie aree terapeutiche: è possibile notare come la scadenza dei brevetti di alcuni prodotti e l'introduzione di nuovi farmaci nel portafoglio aziendale abbia impattato in modo evidente sul fatturato dal 2011 in poi:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Cardio</b>	75.311	82.843	80.357	87.484	86.305	27.684	27.990	27.645	25.510
<b>Diabete</b>	22.302	30.773	44.207	53.029	48.297	38.952	34.206	33.279	35.764
<b>Gastro</b>	59.478	54.682	52.541	51.362	164.457	136.595	154.856	157.235	161.483
<b>Uro</b>	52.275	51.450	50.791	49.673	53.640	55.523	56.120	56.341	55.597
<b>Onco</b>	0	0	0	127	1.367	3.903	19.924	22.919	26.132
<b>OTC</b>	0	0	0	0	4.725	4.502	4.360	4.098	4.183
<b>Respi</b>	0	0	0	0	7.346	8.119	8.004	7.811	8.161
<b>Surgery</b>	0	0	0	0	10.162	8.790	9.172	9.900	10.557

Fonte: elaborazione personale<sup>263</sup>.

Dai dati presenti in tabella si evince come il 2011, l'anno della fusione, sia molto critico. Il minor fatturato registrato in quasi tutte le aree terapeutiche dimostra come la scadenza dei brevetti Takeda sia imminente e come i costi della fusione abbiano impattato notevolmente in tutta l'organizzazione. Il DAXAS, dopo la fusione, è stato un progetto che non ha dato concretezza alle attese della Takeda. Come si nota dalla tabella, infatti, l'area terapeutica respiratoria ha avuto un picco positivo, e un inizio, nel 2011 e, successivamente un piccolo declino. Al contrario, l'area terapeutica gastroenterologica ha avuto un'impennata positiva nel 2011. Successivamente, sempre a causa della scadenza dei brevetti, l'area gastroenterologica ha subito una piccola riduzione di fatturato e poi, nel corso del triennio successivo, un andamento crescente,

---

<sup>263</sup> I dati presenti in tabella sono frutto di un'elaborazione personale d'informazioni e dati fornitimi dai manager dell'area Finance di Takeda Italia S.p.a.

derivante dalla capacità delle due imprese di combinare perfettamente le proprie competenze e i propri tempi per portare i farmaci sul mercato.

Dal punto di vista della strategia aziendale, quindi, la Merck e la Takeda hanno trovato delle motivazioni diverse che hanno portato allo stesso risultato: l'incorporazione di un'altra azienda. Si possono ravvisare, però, alcune similitudini tra le due strategie, soprattutto nella volontà di diversificare il proprio portafoglio prodotti e nell'individuazione di un prodotto in particolare, appartenente all'azienda target, attorno al quale focalizzare l'attenzione. Per la Takeda, infatti, è stato fondamentale poter avere all'interno del portafoglio prodotti il DAXAS. Il management aveva previsto che questo prodotto avrebbe dato una scossa rilevante al fatturato della società, alla quota di mercato detenuta e alla sua risonanza presso il pubblico, dato che in Italia soprattutto l'area terapeutica respiratoria era particolarmente carente e bisognosa di innovazione. Per la Merck, invece, aver incorporato il know-how biotecnologico ha reso possibile una crescita considerevole del fatturato nelle aree terapeutiche della società tedesca. Allo stesso tempo, la Serono ha garantito la presenza nel portafoglio prodotti della Merck Serono S.p.a. di due prodotti innovativi e molto importanti per risolvere il problema dell'infertilità (Gonal-f) e della sclerosi multipla (Rebif)<sup>264</sup>. In entrambi i casi, la creazione di valore, espressa in termini di fatturato e di quota di mercato, è stata evidente nel corso degli anni.

Prima di passare alle conclusioni dell'elaborato, l'ultimo aspetto da rilevare riguarda l'ambito delle risorse umane. Com'è noto, quando una società decide di fondersi o di incorporare un'altra, si pone un problema a livello organizzativo, poiché le figure professionali non solo raddoppiano, ma hanno anche le stesse funzioni e competenze. Ci saranno, infatti, due direttori generali, due manager della stessa business unit, due dipendenti con le stesse competenze e lo stesso inquadramento e così via. Secondo una ricerca del Conference Board<sup>265</sup>, i "problemi legati al personale" possono essere una delle motivazioni più importanti per le quali i processi di M&A non raggiungono i

---

<sup>264</sup> [http://www.diversamenteabili.info/Engine/RAServePG.php/P/63431DIA0300/M/67651DIA0304/T/Le\\_ggi-tutta-la-notizia-Approvata-in-Unione-Europea-la-nuova-formulazione-per-il-farmaco](http://www.diversamenteabili.info/Engine/RAServePG.php/P/63431DIA0300/M/67651DIA0304/T/Le_ggi-tutta-la-notizia-Approvata-in-Unione-Europea-la-nuova-formulazione-per-il-farmaco).

<sup>265</sup> È un'organizzazione, fondata nei primi anni del '900, che convoca conferenze e gruppi di apprendimento, svolge attività di ricerca e di gestione economico-aziendale e studia diversi indicatori economici.

risultati attesi<sup>266</sup>. Come già analizzato nel capitolo inerente al caso Takeda, l'aspetto delle risorse umane, la loro organizzazione ed eventuale ricollocazione in azienda e, nei casi più complessi, il loro licenziamento, impatta non soltanto sull'azienda e sul suo modo di crescere e di svolgere le proprie attività, ma ha una notevole risonanza anche all'esterno. Il mercato, infatti, è molto attento alla gestione delle risorse umane da parte di un'azienda, soprattutto quando questa porta a termine un'operazione straordinaria come una fusione<sup>267</sup>.

Quello che è accaduto durante la fusione Takeda/Nycomed, nel 2011, è stato un vero e proprio caso. Secondo il management di Takeda, anche il “problema” delle risorse umane in esubero è stato affrontato creando delle task force che prendessero decisioni tempestive in accordo con i sindacati. Il manager Alfredo Lombardi<sup>268</sup>, durante la nostra intervista, mi ha fornito tutti gli accordi sindacali che erano stati stipulati sia da parte della Takeda sia da parte della Nycomed. In questi accordi sono ampiamente descritte le caratteristiche dei dipendenti in esubero, il loro numero, le loro competenze, e tutte le strategie messe in atto dalla casa madre e dalle consociate Takeda per trovare una soluzione: riallocazione, messa in mobilità, licenziamento e liquidazione. Le strategie attuate dal management di Takeda, a seguito dell'incorporazione della Nycomed, hanno però dato, come risultato finale, il licenziamento di oltre 200 persone (appartenenti a entrambe le entità coinvolte)<sup>269</sup>. Inevitabilmente, un simile dato ha avuto ripercussioni sul mercato. La Takeda è stata più volte attaccata da chi non si è mai spiegato come un'azienda con utili elevatissimi, quasi da record, e baluardo della “cultura della responsabilità sociale” possa arrivare a licenziare, dopo l'acquisizione della Nycomed a fine 2011, quasi il 40% della forza lavoro, cioè 124 lavoratori della società incorporata e 170 dei suoi, soprattutto informatori farmaceutici<sup>270</sup>. Fausta Chiesa, giornalista affermata e autrice dell'articolo su Etica News a proposito di questo tema, evidenzia l'incoerenza di una società attenta e sensibile alle preoccupazioni sociali, ma che

---

<sup>266</sup> R. A. Noe, J.R. Hollenbeck, B. Gerhart, P. M. Wright, *Gestione delle risorse umane*, II Edizione, Apogeo, 2012.

<sup>267</sup> M. Tommolillo, *L'organizzazione umana. Dalla gestione delle risorse umane alla gestione umana delle persone*, Libreriauniversitaria.it, Padova, 2012.

<sup>268</sup> Human Resources Director presso Takeda Italia S.p.a.

<sup>269</sup> Accordi sindacali forniti dal Dottor Lombardi durante la nostra intervista (riferimento cap. III dell'elaborato).

<sup>270</sup> <http://www.vedogreen.it/news/borsa-etica/4582/azienda-pharma-si-dice-responsabile-a-casa-40-dipendenti-csr-in-takeda-utili-record-e-tagli/>.

promuove il licenziamento di quasi il 40% della propria forza lavoro. L'incoerenza proclamata dalla giornalista è evidenziata anche dalle notizie inerenti al bilancio Takeda chiuso il 31 marzo 2012: l'utile d'esercizio era pari a 30.600.800 euro (il miglior risultato registrato dal 1982, anno in cui la Takeda è entrata in Italia) al netto delle imposte. La stabilità del gruppo Takeda, quindi, non è mai stata in discussione e la gestione delle risorse umane, per quanto prevista e controllata dai sindacati, ha lasciato l'amaro in bocca a tanti dipendenti che si sono ritrovati senza un lavoro, nonostante la forza economica del gruppo. Per Takeda Italia, l'aspetto dei licenziamenti è stato una vera e propria macchia in termini di CSR. Non è dato sapere se il management della multinazionale avesse previsto o meno, in termini numerici, gli esuberi e i licenziamenti di così tanti dipendenti, dai top manager fino agli informatori farmaceutici. Quel che è certo è che, alla luce del decreto Balduzzi<sup>271</sup>, i sindacati hanno spiegato che cambierà il lavoro degli informatori farmaceutici. Queste figure professionali non andranno più a far visita singolarmente ai medici di base, ma realizzeranno delle presentazioni collettive. Per tale ragione ne occorreranno di meno.

In sintesi si può evidenziare come, considerando gli accordi sindacali inerenti all'incorporazione della Nycomed da parte di Takeda, la questione delle risorse umane abbia avuto non poca importanza presso il pubblico. Diversi studiosi, giornalisti o semplicemente curiosi, si sono interrogati su come fosse stato possibile che una società così solida, famosa per la sua cultura aziendale e la sua attenzione nei confronti delle persone e della società, abbia licenziato più di 200 persone per inseguire la propria strategia aziendale.

A questo interrogativo non è possibile fornire una risposta. Si può semplicemente confrontare quanto è accaduto con la fusione della Merck/Serono nel 2007.

In occasione dell'incorporazione della Serono da parte del gruppo Merck, non si è manifestato un clamore così elevato. In realtà, però, anche il management della società tedesca ha dovuto riorganizzare la società e occuparsi del problema delle risorse umane. Ciò che ha stupito in questa occasione, è stata la solidità della nuova realtà aziendale, condita dal mantenimento dei posti di lavoro per tutti gli impiegati. Nonostante l'incorporazione di una nuova società, infatti, non ci sono stati licenziamenti di massa.

---

<sup>271</sup> <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/DF/292571.pdf>.

Tale solidità, forse, è da ricondurre alla presenza del business biotecnologico che, quindi, aveva bisogno necessariamente di essere condotto dalle medesime persone che l'avevano sviluppato e condotto per anni all'interno della Serono. La situazione "idilliaca" post fusione, però, si è incrinata quando nel 2011/2012, è stata decisa la chiusura dello stabilimento di Ginevra, sede storica di Serono. In quell'occasione sono stati cancellati circa 1250 posti di lavoro a causa della casa madre Merck: 750 persone sono state trasferite in altri siti produttivi tra la Germania, l'America e la Cina, e 500 posti di lavoro sarebbero stati soppressi entro il primo trimestre del 2013<sup>272</sup>. La chiusura dello stabilimento di Ginevra ha creato scalpore, essendo giustificata solo da motivazioni economiche dati gli ineccepibili successi della società. La famiglia Bertarelli, proprietaria della Serono fino al 2007, era consapevole che lo stabilimento ginevrino era stato un fiore all'occhiello della società. Durante la fusione con la Merck, infatti, diversi posti di lavoro erano stati creati proprio a Ginevra, considerata anche la strategicità e la funzionalità del luogo. Quello che ha fatto propendere per la chiusura dello stabilimento svizzero è stata sia l'organizzazione lenta e burocratica di Ginevra, sia il fallimento del farmaco Cladribine, un prodotto per la terapia contro il cancro che non ha ottenuto l'omologazione né in Europa né negli USA<sup>273</sup>. La decisione di chiudere lo stabilimento di Ginevra<sup>274</sup> ha sicuramente lasciato l'amaro in bocca alla famiglia Bertarelli che, al tempo della cessione della Serono alla Merck, non avrebbe mai pensato di dover assistere alla chiusura della propria "casa".

Anche in questo caso, la rabbia dei sindacati è stata rilevante. Come nel caso Takeda, anche qui i bilanci della società e gli utili registrati, le vendite e l'importanza del Rebif nel mercato, non possono giustificare una simile decisione. Fortunatamente, però, il Corriere del Ticino, il 30 gennaio 2013, ha annunciato che circa il 60% dei dipendenti licenziati ha trovato un nuovo impiego. Il gruppo farmaceutico afferma che delle 750 persone che lavoravano a Ginevra hanno una nuova occupazione: 280 all'interno dello stesso gruppo, 170 in Svizzera, 110 tra Francia e Stati Uniti. Più di 300 persone sono

---

<sup>272</sup> <http://www.infoinsubria.com/2012/04/merck-serono-il-tramonto-del-sogno-bertarelli/>.

<sup>273</sup> Ibidem.

<sup>274</sup> <http://www.areaonline.ch/Merck-Serono-chiude-e-si-defila-2174de00>.

state assunte da altre aziende e 80 dipendenti, così come nel caso Takeda, hanno scelto un pensionamento anticipato<sup>275</sup>.

---

<sup>275</sup> Intervista al Dottor Fornari, CFO Merck Serono S.p.a..

## CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha inteso proporre uno studio dei processi di M&A e della loro capacità di creare valore. In particolare, l'analisi delle caratteristiche salienti delle operazioni di finanza straordinaria in generale, e soprattutto delle fusioni e delle acquisizioni, ha permesso, inoltre, di seguire da vicino i complessi processi evolutivi di cui si sono resi protagonisti i mercati nel corso del tempo. L'andamento ciclico delle merger waves è un esempio di come questi processi, non certo nuovi nello scenario economico, abbiano assunto connotati diversi e un peso strategico ben più determinante nel corso degli ultimi anni. L'analisi condotta ha cercato, quindi, di evidenziare i principali punti di forza e le principali criticità di tali operazioni di finanza straordinaria in relazione ad un settore, quale quello farmaceutico, in cui più si esalta il contrasto tra una logica prettamente economica, all'origine delle stesse M&A, e la finalità complessiva del business, rappresentata dalla tutela e dalla promozione della salute dell'intero genere umano. Tanto più che in molti casi i possibili vantaggi derivanti dalla fusione o dall'incorporazione di un'altra azienda sono spesso anteposti alla convenienza meramente economica dell'operazione. Ciò è stato chiaro soprattutto negli ultimi vent'anni, periodo in cui sono state compiute diverse M&A con costi elevatissimi per le aziende coinvolte.

Fra gli aspetti sicuramente positivi, impliciti nelle operazioni di Mergers & Acquisitions, ho cercato di evidenziarne almeno due. In primo luogo, questi processi richiedono al management aziendale coinvolto una rinnovata capacità di utilizzare tutti gli strumenti noti dell'analisi settoriale per capire, fino in fondo, le caratteristiche e le particolarità che saranno inevitabilmente presenti durante il processo. Il management, infatti, dovrà individuare e preparare il terreno per sfruttare, in maniera sinergica, tutte le interdipendenze sussistenti o possibili tra i diversi business, realizzando un circolo virtuoso tra le risorse, standard qualitativi d'intervento nel settore e risultati finali.

In secondo luogo, la ricerca e l'innovazione tecnologica, vera e propria ossatura delle operazioni di M&A nel settore farmaceutico, rappresentano uno dei pochi esempi in cui lo stesso progresso scientifico e tecnologico, pur condizionato dalla logica economica, è chiamato comunque a misurarsi con finalità di carattere etico e sociale. Proprio in questo contesto s'inserisce, però, il discorso sugli aspetti più critici di tali operazioni.

Dopo aver esposto le caratteristiche delle operazioni di Merger & Acquisitions e la loro intrinseca strategicità, ho voluto evidenziare come l'applicazione di tali processi nel settore farmaceutico, ha posto non pochi problemi al management delle aziende interessate.

Come esaminato nei capitoli inerenti le fusioni tra Takeda/Nycomed e Meck/Serono, per quanto il management della Takeda e della Merck abbiano pianificato il processo nei minimi dettagli, ciò che è accaduto nella fase di implementazione e, in seguito, nel periodo immediatamente successivo alla creazione della nuova realtà aziendale si è discostato non solo considerevolmente rispetto a quanto preventivato, ma ha anche condizionato, talvolta negativamente, la reputazione e la posizione delle aziende all'interno del mercato. Esaminando in modo particolare il caso della Takeda Italia S.p.a., oltre alla ristrutturazione aziendale e alle novità commerciali, quello che ha maggiormente colpito l'opinione pubblica è stata l'ondata di licenziamenti derivante dall'incorporazione della Nycomed. Nei manuali universitari si è sempre evidenziato che durante un processo di fusione si vengono a crear figure professionali doppie e che, quindi, si deve procedere a una loro ricollocazione o al loro licenziamento. Quello che ha stupito è vedere come un'azienda solida come la multinazionale giapponese, dalla forte cultura e dall'attenzione verso i suoi dipendenti famosa in tutto il mondo, abbia dovuto licenziare un così elevato numero di essi per perseguire gli obiettivi prefissati. La creazione della Takeda Italia S.p.a. è un tipico esempio di come spesso, nella realtà, implementare decisioni provenienti dal top management aziendale a tutti i livelli di un'organizzazione sia alquanto problematico e, soprattutto, non tenga conto delle esigenze delle realtà aziendali che derivano la loro attività dalla casa madre. La creazione di valore successiva all'incorporazione della Nycomed è stata innegabile: i bilanci societari dal 2011 in poi mostrano, infatti, una crescita costante della società, delle sue dimensioni, della sua quota di mercato e del suo fatturato inerente alle vendite. Quello che dai bilanci non risulta, invece, è il prezzo pagato dai dipendenti di entrambe le società, a differenza di quanto accaduto nella fusione Merck Serono. Nella fusione del 2007, infatti, per diversi anni c'è stato il tentativo di sfruttare le professionalità in "eccesso" a favore delle attività da svolgere in azienda.

Ciò m'induce ad ipotizzare che, al di là di certi step obbligatori e di certi processi necessari, la pianificazione complessiva di un'operazione complessa come

l'incorporazione di un'azienda, possa e debba essere realizzata tenendo in maggior conto il "capitale umano" e le esigenze degli individui, le persone che sono sempre dietro le strategie, le scelte, i risultati e che inevitabilmente costituiscono il cuore pulsante di un'azienda.

Sono consapevole che un'attenzione così marcata all'aspetto delle risorse umane rappresenti una sfida molto difficile da affrontare, ma credo anche che nel contesto storico-sociale particolarmente problematico che stiamo vivendo, si tratti di una sfida irrinunciabile e, in qualche modo, decisiva.

## Bibliografia

- F. Amicucci, G. Gabrielli, *Boundaryless learning. Nuove strategie e strumenti di formazione*, Franco Angeli, Milano, 2013.
- R. Antifora, *La fusione delle società. Lineamenti civilistici, contabili e fiscali*. Sistemi editoriali III Edizione 2007.
- A. Arrighetti, A. Ninni, *La trasformazione “silenziosa”. Cambiamento strutturale e strategie d’impresa nell’industria italiana*, Collana di Economia Industriale e applicata, 2014.
- M. Auteri, *Il mercato del farmaco. Tra andamenti e prospettive*, Libreriauniversitaria.it Edizioni, 2013.
- G. Bertoli, *Crisi d’impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, EGEA, 2000
- M. Bruni, S. Sciascia, A. Amodio, L. D’Oria, *Crescita e redditività. Le sfide per il successo delle medie imprese del made in Italy*, Egea, 2014.
- R. Cappellari, *Le strategie aziendali*, Mc Grew Hill, 2007.
- C. Carnevale, *Stakeholder, CSR ed economie di mercato. La complementarità delle sfere economico-istituzionali*, Franco Angeli, 2014
- S. Cartwright, C.L. Cooper, *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances*, 1996.
- Catturi, *L’azienda universale*, CEDAM, Padova, 2003.
- E. Ciccone, *Il valore economico dei brevetti*, rivista Diritto Mercato Tecnologia, 2011.
- M. Cicellin, S. Consiglio, *I processi di fusione e acquisizione: le implicazioni per le risorse umane e la “soft due diligence”*, Working paper, 2012.
- R. Coase, *The Nature of the Firm*, 1937.
- G. Colombo, *Per capire i problemi delle fusioni e delle acquisizioni*. Sviluppo & Organizzazione, 1991.

- G. Costa, P. Giubitta, *Organizzazione aziendale*, Mc Grew Hill, 2008.
- P. Di Betta, *La regolazione nella strategia d'impresa. Convergenza e competenze, coalizioni e sistemi di beni*, Franco Angeli, 2004.
- F. Fontana, M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano, 2003.
- F. Fontana, G. Lorenzoni, *L'architettura strategica delle aziende ospedaliere: un'analisi empirica*, Franco Angeli/Sanità, Milano, 2000.
- G. Gabrielli, *People management. Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone*, Franco Angeli, Milano, 2010.
- L. Garattini, S. Capecchia, *Farmaci, economia, salute*, Il pensiero Scientifico Editore, 1984.
- P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Fourth Edition, John Wiley & Sons, 2007.
- F. Gianfrate, *Economia del settore farmaceutico*, Il Mulino, 2004.
- R. Grandinetti, G. Nassimbeni, *Le dimensioni della crescita aziendale*, Franco Angeli, 2007.
- M. R. Grant, J. Jordan, *Fondamenti di strategia*, Il Mulino, 2013.
- R. M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, collana Strumenti, 2011.
- D. Harding, S. Rovit, *Prendere o lasciare?. Le quattro decisioni critiche in una strategia di M&A*, Bain & Company Italy, 2008.
- PC, Haspeslagh, DB Jemison, *La Gestione delle Acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle Imprese*, Etas Libri, Milano, 1992.
- M.J. Kami, *L'imperativo strategico: cogliere il cambiamento*, IPSOA Scuola d'Impresa, 1989.
- R. Levaggi, S. Capri, *Economia sanitaria*, Franco Angeli, 2003.

- G. Marchi, M. Vignola, *Fiducia e controllo nelle alleanze internazionali. Le imprese italiane e la sfida nei mercati emergenti*, Franco Angeli, 2013.
- M.L. Marks, P. Mirvis, *Merger Syndrome: Stress and Uncertainty, Mergers & Acquisitions*, 1985.
- M.L. Marks, P. Mirvis., *The Merger Syndrome*, Psychology Today, ottobre 1986.
- P. Mella, *L'impresa quale sistema di trasformazione efficiente*, Libreria CLU, Pavia, 2008
- L. Michellini, *La competitività delle imprese nei settori in evoluzione*, Franco Angeli, Milano, 2011.
- M. R. Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, Franco Angeli, Milano, 2003.
- M. Nicodemo, *Le operazioni straordinarie*, Manuali Professionali, UTET, 2010
- R. A. Noe, J.R. Hollenbeck, B. Gerhart, P. M. Wright, *Gestione delle risorse umane*, II Edizione, Apogeo, 2012.
- G. Pellicelli, *Strategie d'impresa*, IV Edizione, Egea, 2010.
- M. Petrocchi, *Le fusioni di società. Disciplina civilistica, tributaria, adempimenti e prassi contabile*, EBC Milano, 1992.
- L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2004.
- L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2013
- E. Sabbadin, F. Negri, *Economia e Management per il marketing*. Torino, G. Giappichelli Editore, 2010.
- G. Savioli, *Le operazioni di gestione straordinaria*, IV Edizione, Giuffrè Editore, 2008
- S. Sciarelli, *La gestione dell'impresa*, CEDAM, 2011.
- G. Sena, *I diritti sulle invenzioni e sui modelli di utilità*, Giuffrè Editore, Milano, 2011

- L. Sicca, *La gestione strategica dell'impresa*, CEDAM, 2001
- Sodalitas Social Award, *Il libro d'oro della Responsabilità Sociale d'Impresa*, 2005.
- C. Sorci, *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*, Giuffrè Editore, Milano.
- M. Taliento, *La stima del valore delle "sinergie" nelle acquisizioni di aziende in esercizio. Note metodologiche e rilievi economico-contabili*, RIREA Quaderni Monografici Rirea n 23
- T.J. Tetenbaum, *Beating the odds of merger and acquisition failure: Seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies*, Organisational Dynamics, 1999.
- M. Tommolillo, *L'organizzazione umana. Dalla gestione delle risorse umane alla gestione umana delle persone*, Libreriauniversitaria.it, Padova, 2012.
- F. Tosolini, L. Mezzalira, *Le procedure di registrazione dei medicinali a livello europeo*, Osservatorio Farmaci SIFO, Servizio Farmacia Territoriale ULSS 20, Verona, 1999.
- E. Viganò, *Azienda. Contributi per un rinnovato concetto generale*, CEDAM, Padova, 2000.

## Sitografia

[www1.adnkronos.com](http://www1.adnkronos.com)

[www.mi.camcom.it](http://www.mi.camcom.it)

[www.aboutpharma.com](http://www.aboutpharma.com)

[www.academiavita.org](http://www.academiavita.org)

[www.agenziadelfarmaco.gov.it](http://www.agenziadelfarmaco.gov.it)

[www.amref.it](http://www.amref.it)

[www.anadma.it](http://www.anadma.it)

[www.angelini.it](http://www.angelini.it)

[www.areaonline.ch](http://www.areaonline.ch)

[www.arena-patent.com](http://www.arena-patent.com)

[www.astellas.it](http://www.astellas.it)

[www.bccdegliulivi.it](http://www.bccdegliulivi.it)

[www.betterhealth.takeda.com](http://www.betterhealth.takeda.com)

[www.businessvalue.it](http://www.businessvalue.it)

[www.businesswire.com](http://www.businesswire.com)

[www.ceccarelli.it](http://www.ceccarelli.it)

[www.centrostudi.gruppoabele.org](http://www.centrostudi.gruppoabele.org)

[www.diesis.it](http://www.diesis.it)

[www.diritto.it](http://www.diritto.it)

[www.diversamenteabili.info](http://www.diversamenteabili.info)

[www.docplayer.it](http://www.docplayer.it)

[www.ema.europa.eu](http://www.ema.europa.eu)

[www.emdserono.com](http://www.emdserono.com)

[www.euroconference.it](http://www.euroconference.it)

[www.farmacia.unich.it](http://www.farmacia.unich.it)

[www.federchimica.it](http://www.federchimica.it)

[www.fondazioneserono.org](http://www.fondazioneserono.org)

[www.giur.uniroma3.it](http://www.giur.uniroma3.it)

[www.haygroup.com](http://www.haygroup.com)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.imshealth.com](http://www.imshealth.com)

[www.infoinsubria.com](http://www.infoinsubria.com)

[www.informazione.it](http://www.informazione.it)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.lavoroefinanza.soldionline.it](http://www.lavoroefinanza.soldionline.it)

[www.manonamission.blogspot.it](http://www.manonamission.blogspot.it)

[www.marketing-insights.it](http://www.marketing-insights.it)

[www.medicinaitalia.it](http://www.medicinaitalia.it)

[www.medisoc.it](http://www.medisoc.it)

[www.merckgroup.com](http://www.merckgroup.com)

[www.merckserono.com](http://www.merckserono.com)

[www.merckserono.it](http://www.merckserono.it)

[www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)

[www.news-medical.net](http://www.news-medical.net)

[www.nycomed.it](http://www.nycomed.it)

[www.pfizer.it](http://www.pfizer.it)

[www.pharmabusiness.net](http://www.pharmabusiness.net)

[www.pharmamarketing.it](http://www.pharmamarketing.it)

[www.pharmastar.it](http://www.pharmastar.it)

[www.philipatkinsonconsulting.com](http://www.philipatkinsonconsulting.com)

[www.quadernidifarmacoeconomia.com](http://www.quadernidifarmacoeconomia.com)

[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

[www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com)

[www.sclerosimultipla-e.it](http://www.sclerosimultipla-e.it)

[www.secure.etichspoint.com](http://www.secure.etichspoint.com)

[www.senato.it](http://www.senato.it)

[www.setupimpresa.it](http://www.setupimpresa.it)

[www.siren.laren.di.unimi.it](http://www.siren.laren.di.unimi.it)

[www.studiocanuto.com](http://www.studiocanuto.com)

[www.swissinfo.ch](http://www.swissinfo.ch)

[www.takeda.it](http://www.takeda.it)

[www.takeda.com](http://www.takeda.com)

[www.tauw.it](http://www.tauw.it)

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)

[www.unife.it](http://www.unife.it)

[www.unimi.it](http://www.unimi.it)

[www.valutazione.net](http://www.valutazione.net)

[www.vedogreen.it](http://www.vedogreen.it)

[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

Articoli, papers, report delle società di consulenza e interviste:

Accordi sindacali forniti dal dottor A. Lombardi dell'azienda Takeda Italia S.p.a.

Accordo Integrativo del 3 ottobre 2012 tra Nycomed S.p.a., UGL Chimici e SLF Cobas e la RSU (forza esterna e sede di Milano).

AIFI, *Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, Tavolo di Lavoro M&A, 2012.

Reportistica AIFA. Agenzia Italiana del Farmaco.

Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, *Indagine conoscitiva nel settore farmaceutico*, 2014.

Provvedimento n 5486, Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, 1997.

S. M. Bainbridge, *Mergers and acquisitions*, Thomson reuters/Foudation press, New York, 2009

Bain&Company, *Insights Management Tools*, pubblicazione del 2015: competenze fondamentali che consentono alle aziende di fornire valore unico per i clienti.

Banca Monte dei Paschi di Siena, *Industria Farmaceutica: La catena di valore del farmaco. Un tema cruciale: la distribuzione farmaceutica*, Siena, aprile 2015, Area Research & Investor relations.

A. Biagi, *Le politiche di estensione della durata del brevetto nel settore farmaceutico*, articolo della ricercatrice presso l'Università di Catania.

J. L. Bower, *Not All M&As Are Alike*, Harward Business Review, 2001.

Ceccarelli S.p.a., società di consulenza direzionale: “Merck Serono: leadership in biotecnologie”, articolo del 2009.

A.D. Chandler, *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise*, MIT Press, Cambridge, 1962.

Codice Etico e di Condotta di Takeda Italia S.p.a., versione aggiornata a Giugno 2014.

Comunicazione della Commissione, del 16 luglio 2008, su una strategia europea in materia di diritti di proprietà industriale, COM(2008)465 def.

P. Davidsson, P. Steffens, J. Fitzsimmons, *Growing profitable or growing from profits? Putting the horse in front of the cart?*, Journal of Business Venturing, VOL 24.

Farmindustria, *Indicatori farmaceutici*, Luglio 2013, Roma.

M. Martynova, L. D. R. Renneboog, *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?*, Journal of Banking and Finance, 2008.

Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca, Horizon 2020 Italia, marzo 2013.

A. Pezzoli, *La concorrenza di prezzo e la concorrenza dinamica nel settore farmaceutico. Quali spazi (e quali ambiguità) tra antitrust e tutela della proprietà intellettuale*, seminario, 2015.

S. Pietrobono, professore e commercialista, *L'azienda come sistema*, articolo del 2011.

M. E. Porter, *What is strategy?*, Harvard Business Review, November-December, 1996.

Prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti e all'ammissione a quotazione sul mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a. di n. 105.207.808 azioni ordinarie, emittente MolMed S.p.a., 2010.

Report McKinsey, *Where mergers go wrong*, 2004

Rapporto annuale KPMG, divisione Corporate Finance.

KPMG Consulting, *Unlocking shareholder value: the key to success. Mergers and Acquisitions. A Global Research Report*, 2000.

Report KPMG Advisory S.p.a., *La creazione di valore nelle Imprese Liguri*, Confindustria Genova, 2011

Report Takeda, anno 2011-2012.

Report Top Employers Italia 2010, Merck Serono.

Report Top Employers Italia 2011, Merck Serono.

Regolamento dell'UE n° 2309/1993.

Seminario *The Pharmaceutical Business*, LUISS Guido Carli, 2013.

The Pharmaceutical Industry, Datamonitor Report, March 2008.

Unioncamere Lazio, *Analisi di settore. L'industria chimico-farmaceutica nel Lazio*, 2012.

Università Bocconi, F. De Paolis, *Le operazioni di finanza straordinaria*, Seminario, Milano, 2009

Università L. Bocconi, Enaudi Institute for Economics and Finance, *Idee per la crescita. Le opzioni e le proposte per ritornare a crescere*, 2013.

Università di Ferrara, *Modulo di valorizzazione della proprietà intellettuale*, 2009.

Università LUIC, *La finanza straordinaria. La valutazione d'azienda*, 2010-2011

Università del Piemonte Orientale, C. Di Novi, *Il mercato del farmaco: potere di mercato e asimmetrie informative*, Dipartimento di Politiche Pubbliche e Scelte Collettive, Alessandria.

Wall Street Journal, 23 dicembre 2015.

Intervista al Dottor Massimo Cappella, Retail Business Unit Director presso Takeda Italia S.p.a. .

Intervista ad A. Cavallaro, responsabile Internal Audit Takeda Italia S.p.a., *Compliance e antiriciclaggio nelle imprese farmaceutiche*, articolo del 2011.

Intervista a Alfredo Lombardi, Human Resources Director presso Takeda Italia S.p.a.

Intervista a Salvo Bauccio, Controlling Senior Manager presso Takeda Italia S.p.a.

Intervista al Dottor Mario Stovigliano, Finance & Commercial support Director presso Takeda Italia S.p.a.

Intervista al Dottor Fornari, CFO Merck Serono S.p.a.

Intervista del Dottor Francesco Luchi, Hr Director alla Merck Serono, 2010.

## *Ringraziamenti*

Alla fine di un percorso così complesso e così intenso vorrei ringraziare le persone che mi sono state accanto e che mi hanno permesso di arrivare sin qui.

Il mio principale ringraziamento va al mio relatore, il Professor Enzo Peruffo, perché con il suo temperamento, le sue competenze e la sua disponibilità mi ha fatto incuriosire per questa splendida materia a tal punto da voler ancora studiare e approfondire tutti i nuovi temi appartenenti al mondo della strategia d'impresa.

Ringrazio anche il mio correlatore, il Professor Franco Fontana, perché con i suoi studi e le sue conoscenze, mi ha permesso di approfondire temi complessi e non sempre trattati con la necessaria competenza.

Ringrazio anche la Dottoressa Federica Alfano, che con la sua evidente passione, dedizione e disponibilità, è stata sempre presente e pronta a fornirmi i suoi preziosi consigli.

Di là dal contesto universitario il mio più grande ringraziamento va ai miei genitori. Con il loro sguardo silenzioso, il loro amore e il loro sacrificio, mi hanno sostenuta e spronata sin dal primo giorno a perseguire i miei sogni: grazie per avermi permesso di realizzare uno dei traguardi più importanti della mia vita. Ma nella mia famiglia c'è anche lei, la mia sorellina. Il tuo amore incondizionato e la tua "particolare" dolcezza mi hanno sempre fatta sentire a casa, nonostante la distanza. Grazie per essermi stata sempre vicina, per avermi fatto sentire la tua stima e il tuo amore e per non aver mai smesso di chiedere il mio aiuto e la mia protezione. Grazie per la vostra stima e il vostro amore, mi avete dato la sicurezza che in ogni momento, soprattutto difficile, voi sareste stati lì accanto a me, facendomi sentire coccolata e amata.

Grazie a te, che sei l'amore della mia vita, per avermi accompagnata in tutto questo percorso. Grazie perché con la tua presenza mi hai dato le certezze di cui avevo bisogno per compiere i passi più importanti necessari a costruire il mio futuro, che un domani potrebbe essere anche il nostro. Grazie per aver compreso ogni mia scelta, anche quelle che ci hanno portati lontani, per non avermi mai abbandonata e per avermi sempre fatta sentire il centro del tuo mondo.

Grazie alla famiglia Bauccio, a Marco e Vale, per avermi accolta e sopportata e per avermi fatto sentire sempre a casa. Grazie per le nostre serate e per la vostra capacità di rendere familiare una città del tutto nuova.

Grazie ai colleghi di Rai Way, in particolare a Stefano e Simona e a tutta la stanza 413, perché con la loro professionalità mi hanno insegnato ad affrontare i problemi in modo diverso, anche quelli che si presentano all'ultimo minuto. Grazie per l'affetto e la stima dimostratami in questo primo percorso lavorativo e di vita.

E poi ci sono le mie pazze amiche, che il destino ha voluto chiamare nello stesso modo. La mia Peppina, e ben 22 anni di amicizia che forse non bastano per descrivere il nostro rapporto. Ci siamo ritrovate dopo un po' di tempo e oggi condividiamo i nostri segreti più intimi, le nostre sensazioni e le nostre follie in un modo che solo noi sappiamo fare. Grazie per la tua stranezza e il tuo essere pazza, perché mi hai mostrato un modo diverso di fare la persona seria. E poi ci sei tu, la mia eterna "compagna di riscaldamento", quella che nei momenti più significativi della mia vita c'è sempre stata, con il suo sorriso e la sua voglia di vivere. Grazie per non avermi mai fatto mancare il tuo appoggio, anche con punti di vista diversi ma frutto sempre del tuo grande cuore. Siete le mie migliori amiche.

Poi ci sono loro, le persone che mi hanno accolta nella nuova città e che mi hanno fatto sentire di nuovo a casa. Grazie ai miei due tesori, Luigia e Marta, due ragazze forse un po' troppo presto diventate donne, ma che sono per me un esempio di forza d'animo e di determinazione senza eguali. Grazie per avermi insegnato come ci si alza dopo una brutta caduta, per avermi fatto scoprire un volto nuovo dell'Amicizia e per aver sempre creduto in me. E grazie anche a Fabri e a tutto il gruppo Charlie allargato, per avermi spinto a migliorare e a non accontentarmi mai dei risultati raggiunti.

Non possono mancare le persone che più mi conoscono e che rappresentano la mia seconda famiglia. Non farò nomi perché ognuno di voi sa quello che ha rappresentato e rappresenta oggi per me. Grazie ai miei amici storici, un gruppo che nel corso degli anni è cambiato tanto ma che alla fine si è sempre ritrovato. Quindi ringrazio il giorno in cui ci siamo incontrati, perché ho conosciuto persone splendide che mi hanno insegnato a vivere diversamente, a uscire dai binari ogni tanto per poi ritornarci, insieme, più forti di prima. Grazie a chi è entrato a far parte da poco del mio mondo e a chi ci è ritornato

dopo un periodo d'assenza, perché per raggiungere un obiettivo occorre saper superare tante difficoltà, ma l'importante è farlo con l'aiuto e il sostegno di chi ti vuole davvero bene.

Ringrazio la mia più grande passione, la pallavolo, che mi ha fatto conoscere la maggior parte delle persone più importanti della mia vita e mi ha insegnato a lottare per raggiungere un obiettivo. Grazie alla mia vecchia e nuova squadra, fatta di persone uniche ed eccezionali che mi hanno dimostrato che non importa in che città sei, ma il feeling e il linguaggio parlato in quel campo ti accompagnerà sempre.

Infine ringrazio me stessa per non aver mollato, per aver lottato con tanta determinazione e aver avuto il coraggio di sconvolgere la mia vita per mettere i passi più giusti per il mio futuro.



Abstract dell'elaborato:

## **I processi di M&A: il post fusione e la creazione di valore. Il caso Takeda-Nycomed e il confronto con la fusione tra la Merck e la Serono.**

L'elaborato mira a evidenziare qual è, oggi, il ruolo dei processi di Mergers & Acquisitions nel settore farmaceutico, quali sono i cambiamenti che derivano da simili strategie e come le aziende creano un maggior valore creato attraverso tali operazioni. Per rendere concreta l'analisi, ho approfondito e studiato l'incorporazione della farmaceutica Nycomed ad opera della giapponese Takeda nel 2011 e ho confrontato questo caso con la fusione avvenuta tra la Merck e la Serono nel 2007.

Il tema è stato scelto per la sua straordinaria attualità, come dimostra la recentissima fusione avvenuta tra due colossi del mondo farmaceutico: il 23 novembre 2015, infatti, è stata data al mondo la notizia di una fusione pluri miliardaria avvenuta tra le aziende Pfizer (nota anche per il Viagra) e Allergan (famosa, tra gli altri prodotti, per il Botox)<sup>276</sup> per un valore di oltre 150 miliardi di dollari<sup>277</sup>. L'accordo, reso noto dal Wall Street Journal, evidenzia la straordinarietà di tale operazione, non del tutto esente da polemiche, considerando che l'headquarter della società sarà trasferito a breve in Irlanda, paese fiscalmente favorevole e sede di Allergan<sup>278</sup>. Tale fusione è soltanto l'ultima di una serie di operazioni analoghe che da tantissimi anni contribuiscono a rendere sempre più concentrato il settore farmaceutico.

---

<sup>276</sup> <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-11-23/tra-pfizer-e-allergan-fusione-che-vale-oltre-150-miliardi-dollari-070405.shtml?uuid=ACHyCSfB>.

<sup>277</sup> <http://www.milanofinanza.it/news/m-a-siglata-la-maxi-fusione-pfizer-e-allergan-201511230924112502>

<sup>278</sup> [http://www.repubblica.it/economia/2015/11/23/news/wsj\\_farmaceutici\\_pfizer\\_e\\_allergan\\_fusione\\_fatta-127956146/](http://www.repubblica.it/economia/2015/11/23/news/wsj_farmaceutici_pfizer_e_allergan_fusione_fatta-127956146/)

Esaminare un tema così attuale è alquanto difficoltoso se si pensa a tutte le variabili da considerare.

Nonostante le limitazioni cui è soggetto, le problematiche intrinseche e i relativi periodi di crisi, il settore dell'Health Care continua a essere, infatti, un business abbastanza florido, e questo giustifica in buona parte il ricorso alle operazioni di finanza straordinaria da parte di alcune imprese che vogliono mantenere o aumentare il loro ruolo all'interno del mercato. Le operazioni di M&A, sono una delle diverse tipologie di operazioni straordinarie che le imprese adottano per crescere e aumentare il proprio potere all'interno del mercato di riferimento. Da circa vent'anni, in altri termini, le operazioni di M&A hanno favorito il forte trend di consolidamento in atto, decretando la fine dell'esistenza stand-alone di alcuni gruppi e la nascita e il successo di diversi grandi colossi che in questo momento dominano il mercato mondiale.

Diversi economisti, negli anni, hanno valutato il ruolo e le caratteristiche delle operazioni di finanza straordinaria e, in particolare, delle operazioni di fusione e acquisizione. Le operazioni straordinarie, infatti, sono eventi che rivestono i caratteri di eccezionalità e di unicità, poiché conducono a una profonda modifica della struttura finanziaria dell'impresa e a una sua ristrutturazione in ogni ambito. L'attualità del tema, però, non deve farci dimenticare le origini tutt'altro che recenti del fenomeno. Fin dai primi anni del novecento, infatti, tali operazioni si sono susseguite ciclicamente negli anni, tant'è che diversi studiosi, tra cui Martynova e Renneboog<sup>279</sup>, hanno analizzato il fenomeno evidenziando le diverse ondate di M&A e le caratteristiche peculiari di ognuna.

Come ho cercato di chiarire, le operazioni di M&A si configurano come una precisa strategia aziendale di crescita per linee esterne, evidentemente contrapposta alla crescita organica (o interna), preferita soprattutto in passato. La tipologia di crescita interna è sempre stata quella più utilizzata dalle imprese che,

---

<sup>279</sup> M. Martynova, L. D. R. Renneboog, *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?*, Journal of Banking and Finance, 2008.

basando le loro analisi sulle competenze, sulle risorse e sul know-how interni, studiavano diversi modi per penetrare il mercato d'interesse. Nel corso degli anni, tuttavia, si è costatato come crescere internamente determinava una serie di svantaggi: le imprese tendevano a svilupparsi come un sistema chiuso, scarsamente interagente con l'ambiente esterno e, per questo, incapace di sfruttare tutte le opportunità dello stesso. Se è vero, infatti, che un'apertura strategica nei confronti del mercato può sicuramente aumentare la rischiosità degli affari, è anche vero che tale opzione può favorire tutte quelle imprese che mirano a crescere e ad affermarsi nel mercato con prodotti e business sempre più innovativi. Sintetizzando i vantaggi e gli svantaggi delle due tipologie di crescita, si può evidenziare che se tramite una crescita interna, il fabbisogno finanziario e i ricavi sono distribuiti in periodi lunghi, uno sviluppo per vie esterne fornisce un fabbisogno finanziario elevato in tempi molto brevi, utile a finanziare l'operazione straordinaria. La straordinarietà delle operazioni, infatti, permette anche di raggiungere velocemente le sinergie e i vantaggi che giustificano l'operazione medesima.

La letteratura economica documenta con chiarezza come l'adozione di una strategia di crescita esterna ponga le imprese che la attuano nella condizione di creare valore per tutti i portatori d'interesse dell'azienda. Creare valore attraverso un processo di M&A significa, in sostanza, gestire un processo d'incontro e di combinazione di due realtà che, insieme, valgono di più che valutate separatamente. L'azienda, quindi, deve avere una redditività superiore rispetto al costo del capitale necessario per creare quella redditività. Tecnicamente:

$$\text{ROI} > \text{WACC}$$

Essendo un processo molto complesso, nel mio lavoro ho cercato di porre in rilievo le diverse fasi e procedure che lo scandiscono.

Durante un'operazione di M&A, per creare la maggior redditività, occorre innanzitutto sfruttare al meglio i business delle diverse aziende coinvolte nel processo. Per raggiungere quest'obiettivo quindi, prima di procedere con un'operazione di M&A, il management deve analizzare le possibili e le

potenziali interdipendenze tra i business: al di là della loro natura, le interdipendenze sono un valido motivo che spinge il management aziendale a considerare una possibile operazione di M&A tra due imprese. Gli effetti sinergici che possono riscontrarsi in un simile processo hanno spesso giustificato il ricorso, quasi ossessivo negli ultimi anni, alle fusioni, soprattutto nel settore farmaceutico.

Per rendere concreto l'elaborato, poi, ho analizzato le caratteristiche della fusione per incorporazione, tipologia che nella realtà ha contraddistinto la fusione tra Takeda e Nycomed nel 2011 e tra Merck e Serono nel 2007.

Le aziende succitate sono alcune delle più grandi aziende appartenenti al settore farmaceutico. Il settore, caratterizzato dalla presenza di diversi soggetti, è da sempre contraddistinto da una particolarità: la non facile consonanza tra la logica prettamente economica dell'attività aziendale e il fine ultimo del business portato avanti dalle stesse aziende farmaceutiche, cioè la salute dell'umanità. In un settore così regolamentato, infatti, con caratteristiche uniche rispetto ad altri ambiti economici, le aziende devono cercare di produrre farmaci efficaci per curare le innumerevoli malattie e patologie presenti nel mondo. Per far questo, le società investono ingenti risorse finanziarie nella ricerca medica e, spesso, cercano di tessere relazioni con diversi istituti sanitari per ottenere ulteriori risorse, non necessariamente finanziarie, per raggiungere risultati sempre migliori e sempre più innovativi. Intorno al farmaco, quindi, orbita una procedura molto complessa di autorizzazione all'immissione sul mercato e alla commercializzazione dello stesso, resa ancor più impegnativa sia per la questione della copertura brevettuale dei prodotti, sia per la forte presenza dello Stato in diverse questioni, come la determinazione del prezzo dei farmaci.

Il brevetto, secondo la definizione fornita dall'Agenzia Italiana del Farmaco, è uno "strumento giuridico che conferisce il diritto esclusivo di sfruttamento di un'invenzione in un territorio. Il proprietario del brevetto è l'unico che può produrre, vendere o utilizzare l'invenzione. Nel caso dei farmaci la durata della protezione brevettuale è di venti anni". La copertura brevettuale, quindi,

rappresenta una sorta di garanzia per le imprese che ne sono provviste, poiché assicura le scoperte scientifiche e i prodotti che ne derivano nei confronti di un mero processo imitatorio che potrebbe essere attuato dai competitor.

I trend registrati, anche nel settore farmaceutico hanno evidenziato come le operazioni di M&A abbiano seguito un andamento ciclico e come negli ultimi anni si siano notevolmente intensificate. L'aumento del numero di fusioni e acquisizioni è stato favorito anche dal diffondersi delle nuove tecniche di analisi del settore, utili per evidenziare le diverse variabili e i diversi aspetti da considerare quando si decide di compiere una simile operazione straordinaria. L'analisi PEST, l'analisi SWOT e il modello delle cinque forze competitive di Porter sono solo alcuni degli strumenti che le imprese adottano per studiare le variabili più importanti di un settore. Il modello delle cinque forze competitive di Porter, ad esempio, è stato utile per analizzare le variabili di settore che il management di Takeda avrebbe dovuto considerare: i prodotti sostitutivi, i concorrenti, i clienti, i fornitori e i potenziali entranti.

La scelta di evidenziare in che ambiente si muoveva Takeda nel 2011 nasce dall'esigenza di delineare il contesto, interno ed esterno alla multinazionale, che ha portato alla scelta di incorporare la farmaceutica Nycomed.

La Takeda, azienda farmaceutica giapponese famosa per la sua straordinaria cultura e attenzione nei confronti dei dipendenti e della società, è un'azienda molto antica che, nel 2011, si trovava in una situazione di stagnazione commerciale. In quegli anni, infatti, diversi brevetti erano in scadenza, molti prodotti non avevano più alti margini di profitto e le ingenti risorse investite nella ricerca tardavano a dare frutti significativi. A tutto questo si aggiungeva la scarsa presenza mondiale e la mancanza di un'innovazione significativa a livello di prodotti offerti sul mercato. Tale situazione ha portato il management di Takeda a valutare il business e l'organizzazione mondiale della Nycomed, azienda presente in numerosissimi paesi e concentrata su un prodotto appartenente all'area terapeutica respiratoria, il DAXAS. Gli evidenti vantaggi derivanti dall'incorporazione della Nycomed hanno spinto la Takeda ad attuare tale

strategia, nell'ottica di aumentare il valore della società in tutti i mercati. Per evidenziare la crescita, ma anche tutte le decisioni che sono state prese per implementare la strategia della multinazionale giapponese a tutti i livelli dell'organizzazione, ho analizzato l'aspetto organizzativo/risorse umane, l'aspetto commerciale e l'aspetto amministrativo della fusione. Per fornire dei dati corretti e delineare un quadro quanto più scientifico ed esatto della fusione del 2011, i tre aspetti sono stati analizzati attraverso alcune interviste, personalmente condotte, ai manager referenti delle funzioni coinvolte dell'azienda giapponese. Per quanto riguarda l'aspetto inerente l'organizzazione societaria e l'impatto che l'incorporazione della Nycomed ha avuto sulla gestione delle risorse umane, ho evidenziato i cambiamenti strutturali avvenuti sia nei Paesi in cui la Takeda entrava per la prima volta, sia nei Paesi, come l'Italia, in cui l'azienda giapponese doveva far i conti con gli stabilimenti esistenti della Nycomed. Gli sviluppi più interessanti, ma anche più complessi, si sono avuti soprattutto in Italia, Paese in cui la Nycomed aveva un grande stabilimento a Milano. Per gestire una simile situazione, la Takeda ha creato delle task force di manager competenti in materia che si occupassero anche di trattare la questione del personale in esubero. Essendo in Italia, la dialettica con i sindacati è stata alquanto impegnativa, come si evince dagli accordi sindacali che il manager intervistato mi ha fornito e che documentano i trattamenti adottati da entrambe le società, prima e dopo la fusione. Dagli accordi sindacali si evincono, in particolare, numerosi dipendenti in esubero e diverse modalità di liquidazione degli stessi, per un totale di oltre 200 licenziamenti.

Per quanto riguarda l'aspetto commerciale, invece, ho sottolineato il cambiamento del portafoglio prodotti rispetto alla situazione precedente la fusione. L'inserimento del DAXAS tra i prodotti commercializzati non ha portato i vantaggi economici sperati, ma la fusione ha senza dubbio aumentato il fatturato delle vendite soprattutto nell'area terapeutica gastroenterologica (tabella seguente).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Cardio</b>	75.311	82.843	80.357	87.484	86.305	27.684	27.990	27.645	25.510
<b>Diabete</b>	22.302	30.773	44.207	53.029	48.297	38.952	34.206	33.279	35.764
<b>Gastro</b>	59.478	54.682	52.541	51.362	164.457	136.595	154.856	157.235	161.483
<b>Uro</b>	52.275	51.450	50.791	49.673	53.640	55.523	56.120	56.341	55.597
<b>Onco</b>	0	0	0	127	1.367	3.903	19.924	22.919	26.132
<b>OTC</b>	0	0	0	0	4.725	4.502	4.360	4.098	4.183
<b>Respi</b>	0	0	0	0	7.346	8.119	8.004	7.811	8.161
<b>Surgery</b>	0	0	0	0	10.162	8.790	9.172	9.900	10.557

Le sinergie commerciali che si volevano realizzare con l'incorporazione della Nycomed ad opera di Takeda, quindi, hanno spinto il management giapponese a procedere con una fusione che ha letteralmente sconvolto l'assetto aziendale. Oltre ai vantaggi commerciali succitati, l'analisi dell'aspetto amministrativo ha evidenziato la riorganizzazione aziendale secondo il modello "hub and spoke", con l'esternalizzazione di alcune funzioni elementari semplici che dovevano riportare alle hub di riferimento. In questo contesto, la filiale di Roma, sede di Takeda Italia S.p.a., è stata quella maggiormente colpita dalla fusione, poiché da un lato è stata contraddistinta da un'ondata di licenziamenti, e dall'altro è stata totalmente riorganizzata per essere una hub fondamentale all'interno della nuova organizzazione.

Nel corso degli anni i vantaggi derivanti dalla fusione tra la Takeda e la Nycomed sono stati espressi dai bilanci stellari che la società giapponese è riuscita a pubblicare:

	Stato Patrimoniale
	31/03/2014
<b>ATTIVO</b>	
Immobilizzazioni	2.534.605
Attivo corrente	2.034.539
<b>Totale Attivo</b>	<b>4.569.144</b>
<b>PASSIVO</b>	
<b>Patrimonio netto</b>	
Capitale sociale	63.562
Riserve	2.407.177
Patrimonio di terzi	69.896
Fondo per rischi e oneri	859.984
Trattamento di fine rapporto	76.497
Debiti	952.281
Ratei e risconti	139.748
<b>Totale passivo</b>	<b>4.569.144</b>
<b>CONTO ECONOMICO</b>	
Ricavi netti	1.691.685
Costi e spese operative	(1.552.412)
Utile operativo	139.274
Altri ricavi (costi) netti	19.577
Utile prima delle imposte	158.851
Imposte dell'esercizio	(49.292)
Utile dell'esercizio	109.558
Utile di terzi	(2.900)
<b>Utile del gruppo</b>	<b>106.658</b>

I dati sopra esposti sono riferiti all'esercizio sociale Giapponese 1.04.2013-31.03.2014. Il tasso di cambio al 31/03/2014 è pari a 142,42 Yen per 1Euro. I dati sono in milioni di Yen.

Dal bilancio del 2014 si evince come, successivamente alla fusione, il gruppo si sia stabilizzato su un fatturato molto elevato e su un utile che farebbe invidia a molti grandi colossi farmaceutici.

La curiosità per le operazioni di M&A nel settore farmaceutico, mi ha spinto a voler confrontare come è stata gestita la fusione tra la Takeda e la Nycomed, con un'altra fusione, avvenuta nel 2007, tra la Merck e la Serono.

Dopo aver evidenziato le caratteristiche e le peculiarità di entrambe le aziende interessate nel processo di fusione, ho analizzato i diversi passaggi e le diverse procedure adottate in questa operazione. Così come è avvenuto per la fusione Takeda-Nycomed, anche in questo caso ho potuto rendere ancor più concreta e dettagliata la mia analisi grazie ai colloqui e alle interviste rivolti al Dottor Fornari, CFO della Merck Serono S.p.a.. Il manager, oltre ad evidenziare la forte cultura del gruppo Merck, e la tradizione, riscontrata anche nelle attività inerenti al business, della società Serono, ha fornito una panoramica di quello che l'azienda Merck Serono S.p.a. rappresenta oggi nel mercato, la sua forza, la sua stabilità e la sua competitività. Ciò che maggiormente ha attratto il gruppo Merck, è stato il business biotecnologico della Serono, attività che l'azienda italiana svolgeva da diversi anni e che la rendeva una delle società più all'avanguardia in quel settore.

Nel biennio precedente la fusione, il gruppo Merck stava attraversando un momento particolarmente difficile: i prodotti non avevano più ampi margini di profitto, l'azienda risentiva il peso della forte competitività richiesta dal mercato, i farmaci non erano commercializzati in tutti i Paesi e, ad esempio in Cina, il business era praticamente inesistente. Questa situazione ha spinto il gruppo tedesco a valutare l'ipotesi di incorporare un business nuovo, come quello biotecnologico, che avrebbe sicuramente portato nuova linfa vitale alla

società. L'acquisizione della Serono, infatti, ha portato numerosi benefici al gruppo Merck e la nuova società, la Merck Serono S.p.a., è diventata una delle società leader nel panorama biofarmaceutico mondiale, soprattutto per quanto riguarda la cura dell'infertilità e della sclerosi multipla. I farmaci più famosi, e anche più commercializzati, quali il Rebif e il Gonal-f, hanno raddoppiato il fatturato delle vendite e hanno creato un valore inestimabile per tutti gli stakeholder aziendali.

È stato interessante, poi, confrontare i principali aspetti che hanno caratterizzato le due fusioni esaminate, per capire come il management abbia gestito l'implementazione delle scelte strategiche effettuate a livello corporate e le differenti conseguenze che si sono riprodotte nella realtà.

Dopo aver evidenziato il diverso contesto in cui si sono sviluppate le due fusioni, compiute a distanza di quattro anni l'una dall'altra, e i diversi mercati di appartenenza delle imprese coinvolte, ho evidenziato la forte tradizione e la forte cultura delle aziende interessate e di come questa abbia influito, almeno nella fase di pianificazione dell'operazione, sui diversi aspetti esaminati nell'elaborato.

Un altro aspetto oggetto del confronto, è stato il diverso modo in cui è stato implementato il modello organizzativo "hub and spoke". Se nel caso Takeda, la fusione ha implementato un modello hub and spoke che privilegia l'esternalizzazione di funzioni e attività elementari che, poi, devono essere controllate e unificate presso le hub più importanti, nel caso Merck-Serono, invece, le hub create sono state dedicate alla ricerca e sono diventate dei poli scientifici di eccellenza che, ancora oggi, cercano di reperire talenti da inserire nei loro progetti al fine di raggiungere un'innovazione sempre migliore nelle scoperte scientifiche e nei prodotti biotecnologici. Il confronto non si è fermato a questi aspetti. È stato interessante notare le differenze esistenti a livello commerciale tra i due casi. Se per la Takeda era fondamentale concentrarsi su un prodotto in particolare, il DAXAS, che, secondo la pianificazione dell'operazione, avrebbe dovuto portare dei benefici notevoli a tutto il gruppo,

per il gruppo Merck, invece, è stato fondamentale incorporare un business innovativo come quello biotecnologico, capace di portare l'azienda ad un livello innovativo e competitivo tale da renderla leader nel settore. Forse è stata proprio l'incorporazione di un nuovo business che ha portato l'azienda a pianificare una gestione delle risorse umane alquanto differente.

La Takeda, infatti, con l'incorporazione della Nycomed si è ritrovata a dover licenziare un elevato numero di dipendenti in esubero, prevedendo delle procedure ad hoc a seconda degli accordi sindacali stipulati per i diversi inquadramenti. La Merck, con l'incorporazione del business biotech della Serono, invece, al di là delle procedure necessarie da applicare durante un processo di M&A, si è ritrovata nell'immediato a dover gestire un'attività nuova e altamente redditizia. Per far questo, ha continuato ad affidarsi ai dipendenti e ai professionisti che ben hanno saputo gestirla nel corso degli anni, prevedendo, semmai, una ricollocazione degli stessi.

La questione delle risorse umane è stata notevolmente approfondita, soprattutto per la risonanza che questi aspetti hanno nei confronti del mercato.

Non è stato semplice confrontare la diversa pianificazione e gestione delle attività delle imprese coinvolte dalle operazioni di M&A, ma è stato interessante notare i punti di forza e le criticità di un processo così usuale ma, nella fase d'implementazione, così diverso e con risvolti singolari.

In conclusione, con il mio lavoro ho mostrato come le operazioni di finanza straordinaria, anche in un settore particolare come il farmaceutico, possano rappresentare la strategia vincente le molteplici sfide lanciate dai mercati e dagli attuali processi di innovazione: l'aumento della competitività nel settore, la ricerca di processi e di prodotti sempre più innovativi e all'avanguardia, la ricerca da parte delle imprese di una crescita dimensionale e di potere, l'affermazione del proprio business all'interno del settore.

Mi sembra, d'altra parte, che la sfida da vincere nei prossimi anni sia rappresentata inequivocabilmente dalla gestione delle attività d'implementazione

delle strategie corporate, soprattutto per quanto riguarda la questione delle risorse umane e il problema occupazionale. Si tratta senz'altro di una sfida di ordine economico e tecnologico ma anche e soprattutto di ordine politico ed etico: ciò che, amio avviso, la rende più decisiva e affascinante.