



Dipartimento di  
Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

# Acquisizioni ostili: strategie difensive e il caso Illumina – Roche.

Prof. Paolo Agnese

---

RELATORE

Tommaso Grillo

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022



# Indice

Introduzione .....	1
1. Caratteristiche acquisizione societaria (takeover) .....	2
1.1. Definizione .....	2
1.2. Motivazioni .....	3
1.3. Quadro legislativo .....	7
1.4. Acquisizione amichevole e ostile .....	11
2. Strategie difensive .....	15
2.1. Società comunemente soggette .....	15
2.2. Ratio delle difese .....	16
2.3. Difese contro le acquisizioni ostili .....	17
2.3.1. Difese preventive .....	17
2.3.2. Difese successive .....	22
2.3.3. Azioni legali .....	30
2.4. Valutazioni sulle strategie difensive .....	31
3. Caso Schering .....	35
3.1. Illumina Inc. ....	35
3.2. Roche Holding SA. ....	37
3.3. Descrizione del caso .....	40
Conclusioni .....	45
Bibliografia .....	48



## Introduzione

Le acquisizioni di società sono sempre più comuni negli ultimi anni e ad oggi rappresentano operazioni vitali per l'evoluzione e la crescita delle società. Le operazioni di Merger and Acquisition vengono usate dalle società per diversificare i propri investimenti ed ampliarsi. Vittime di queste operazioni rimangono le società di recente costituzione e di dimensioni ridotte. Queste società spesso decidono di accettare o comunque assecondare l'acquisizione per evitare costi che prosciugherebbero le loro finanze. Spesso quindi avviene che i grandi player del mercato acquistino giovani società con grandi prospettive di crescita. Ciò va a scapito dei fondatori e dei primi azionisti di queste società, i quali a causa proprio della vendita non possono veder realizzato in pieno il rendimento del loro investimento e il potenziale della società. Per evitare che questo avvenga è necessario che le società si difendano dalle acquisizioni. In particolare, poiché le acquisizioni ostili puntano all'acquisto senza il consenso della società target, occorre che quest'ultime, per difendersi devono mettere in atto idonee strategie difensive.

L'obiettivo dell'elaborato è dimostrare che è possibile difendersi da un'acquisizione ostile anche in situazioni estremamente sfavorevoli. Questo avverrà attraverso l'analisi delle diverse strategie difensive e delle diverse situazioni di applicazione di esse. Prima di portare un esempio a dimostrazione della mia tesi, è stato analizzato ampiamente il concetto di acquisizione societaria (o takeover) definendo tutte le sue caratteristiche. Successivamente l'elaborato presenta un'analisi delle diverse strategie difensive utilizzate dalle società negli anni, che possono essere preventive o successive come vedremo in seguito. Infine, l'ultima parte della trattazione è dedicata ad un caso, quello di Illumina-Roche, per dimostrare come queste tecniche possano essere applicate al mondo reale.

# 1. Caratteristiche acquisizione societaria, takeover

Per iniziare introdurremo il concetto di acquisizione societaria (takeover), definendo tutte le sue caratteristiche e tipologie. L'obiettivo di questo capitolo è di chiarire il concetto di acquisizione societaria e tutto il mondo relativo ad esso. In particolare, analizzeremo il quadro giuridico generale, le motivazioni e le conseguenze di questo tipo di operazioni.

## 1.1. Definizione

Takeover (acquisizione societaria) è l'acquisizione di una società da parte di nuovi proprietari, spesso un'altra società. Questo avviene attraverso pagamento in moneta o attraverso l'acquisto del pacchetto azionario di maggioranza<sup>1</sup>. Tale operazione varia a seconda della struttura e della volontà della società target<sup>2</sup>. Per quanto riguarda la struttura la situazione si differenzia tra società semplice, per azioni o quotata; ognuna di queste strutture porta con sé diversi fattori di cui tener conto che variano a seconda del caso. Invece, la volontà della società target ricopre un ruolo centrale nella modalità in cui l'operazione verrà portata avanti. In questo caso differenziamo tra acquisizione amichevole e ostile. Le strategie più comuni utilizzate dalla società offerente o dall'acquirente ostile<sup>3</sup> per acquisire la società target sono: l'OPA (offerta pubblica di acquisto o Tender Offer), la scalata (o Toehold Acquisition, che può essere amichevole o ostile) e la Proxy Battle (guerra di deleghe).

I takeover rientrano nelle pratiche di Merger and Acquisition (M&A)<sup>4</sup>. In particolare, queste si differenziano in due tipologie, appunto acquisizioni e fusioni. La differenza principale che va evidenziata tra queste due operazioni è che nel takeover una società viene acquistata e inglobata da un'altra, mentre nelle fusioni propriamente dette si ha la nascita di una nuova società con cancellazione delle società partecipanti all'operazione. Le motivazioni che portano a queste operazioni ed i conseguenti vantaggi sono spesso simili; ad esempio, una maggiore efficienza raggiunta tramite concentrazioni verticali o orizzontali. Nello stesso modo è simile

---

<sup>1</sup> Definizione da Oxford Reference.

<sup>2</sup> Società target; società oggetto del tentativo di acquisizione che deciderà di accettare l'acquisizione o contrastarla.

<sup>3</sup> Società offerente o acquirente ostile; soggetto interessato all'acquisizione della società.

<sup>4</sup> Termine generale con il quale si indicano le operazioni di fusione e acquisizione.

il quadro giuridico di riferimento e quindi i fattori che vanno considerati prima di attuare una scelta strategico-finanziaria di questo tipo. Andremo ad analizzare tutti questi elementi nelle prossime pagine. Importante differenza tra le due operazioni è la dimensione delle società coinvolte. Nel caso di fusione è comune ritrovare due società delle stesse dimensioni che decidono di unirsi per aumentare la loro influenza sul mercato. Al contrario in un takeover è comune che la società target abbia dimensioni minori rispetto all'altra. In questo squilibrio di dimensioni e quindi di forza durante la negoziazione si può trovare uno dei principali motivi per cui un'acquisizione amichevole spesso si trasforma in un'acquisizione ostile.

## 1.2. Motivazioni

Le motivazioni che portano ad iniziare un'operazione di acquisizione saranno di seguito analizzate. Evidenzieremo i vantaggi che questa operazione può portare sia per la società offerente sia per la società target. Le cause di un'acquisizione sono varie. In generale però ricordiamo che le società si comportano nello stesso modo di un individuo, per cui le loro scelte sono dirette al profitto finale. Quindi prima di iniziare un'operazione di acquisizione una società analizzerà a fondo la profittabilità di questa procedura.

Le operazioni di acquisizione, come quelle di fusione, sono dirette a creare un valore post-acquisizione. Il successo di queste operazioni porta quindi a sinergie tra le società preesistenti. Possono essere individuate cinque fattispecie principali di operazioni. Le integrazioni orizzontali avvengono quando la compagnia target opera nello stesso mercato e offre un prodotto simile a quello della società offerente; in questo modo la società offerente punta ad aumentare la propria quota di mercato e sfruttare economie di scala<sup>5</sup>. Le integrazioni verticali consistono nell'acquisto di una società che fa parte della catena produttiva; in questo modo si eliminano i costi di transizione da una compagnia all'altra. Le espansioni di mercato avvengono quando le società coinvolte offrono prodotti simili ma in due mercati diversi. Le espansioni di prodotto; in questo caso le due compagnie operano nello stesso mercato e offrono prodotti diversi spesso complementari. I conglomerati; quest'ultima categoria riguarda l'acquisizione di una società che opera in un mercato differente e offre prodotti completamente diversi da

---

<sup>5</sup> Diminuzione dei costi medi di produzione in relazione alla crescita della dimensione degli impianti e sono quindi realizzate dalle grandi imprese per ragioni organizzative e tecnologiche.

quelli della società offerente; l'obiettivo dell'acquisizione o fusione in questo caso è la diversificazione. In generale l'obiettivo di queste sinergie è ridurre i costi attraverso la creazione di economie di scala o la diversificazione del rischio<sup>6</sup>. Saranno esaminati i diversi motivi che spingono una società ad iniziare una procedura di acquisizione.

**Acquisto di società sottovalutata.** Le società con un valore di mercato inferiore al loro valore reale sono spesso target di acquisizioni da parte di coloro che riconoscono l'errore di definizione del prezzo. La società offerente in questo caso può ottenere un profitto dalla differenza tra il valore reale della società target e il costo dell'acquisizione. Per essere in grado di realizzare acquisizioni di questo tipo è necessario avere determinate caratteristiche, oltre alla disponibilità di fondi necessari per una acquisizione. La prima caratteristica è la capacità di trovare società sottostimate dal mercato, capacità che presuppone la disponibilità di maggiori informazioni rispetto a quelle che sono disponibili agli altri investitori nel mercato, ovvero migliori strumenti di analisi rispetto agli altri player del mercato. La seconda caratteristica è la capacità di esecuzione dell'acquisizione. Il profitto di questa operazione deriva dalla differenza tra il prezzo definito ed il valore reale. Se l'offerente, nel processo di acquisizione, causa una crescita del valore della società target sul mercato ad un livello pari o maggiore al suo valore reale l'acquisizione non è più profittevole. Quindi è necessario avere l'abilità di condurre una trattativa in modo veloce e discreto. Il profitto che deriva da questo tipo di acquisizione si manifesta in un valore aggiunto della società offerente (differenza tra valore reale e prezzo pagato) che si potrà manifestare concretamente nel momento di una futura vendita. Un caso particolare lo troviamo quando la sottovalutazione della società deriva da una cattiva gestione della stessa. È necessaria un'attenta valutazione delle responsabilità del management rispetto alle basse performance della società, prima di attribuire quest'ultime alla gestione e non ad altri fattori. Inoltre, è necessario che le basse performance si riflettano sul valore di mercato della società, cosa che non sempre accade. Valutati questi fattori si può trarre grande profitto da un acquisto di una società mal gestita semplicemente cambiando le persone che gestiscono la stessa.

**Diversificazione del rischio.** La diversificazione è un'altra delle ragioni più comuni per la quale si inizia un processo di acquisizione. Diversificare è una strategia che permette di diminuire il rischio di default e allo stesso tempo aumenta le possibilità di crescita. La società

---

<sup>6</sup> Processo di ampliamento della gamma dei beni prodotti o dei servizi offerti, volto a ridurre il rischio finanziario, industriale o commerciale. *Oxford Languages*.

offerente diversifica tramite l'acquisto di una società, che opera in un mercato diverso dal suo mercato di riferimento, oppure che offre prodotti diversi da quelli della società offerente. Questa operazione permette di diminuire il rischio di default perché nel caso di crisi di uno dei mercati o di uno dei diversi prodotti della società i ricavi derivanti gli altri mercati o prodotti possono essere l'ancora di salvezza della società. Inoltre, il takeover spesso riguarda l'acquisto di una società in crescita o che opera in un mercato in espansione, per cui solitamente ci sono grandi aspettative di crescita. La scelta di una società di portare avanti una procedura di acquisizione per diversificare, invece di creare il proprio dipartimento da zero, ha due motivazioni: una di rischio e una di costo. L'acquisto di una società già presente nel mercato elimina il fattore rischio di fallimento di entrata nel mercato. Infatti, la società acquistata avrà già la sua quota di mercato e non si dovrà lottare con i player già presenti per crearsi una propria quota, cosa che si dovrebbe fare in caso di entrata diretta nel mercato. La seconda ragione riguarda i costi relativi alla fase iniziale di entrata in un mercato, che comprendono l'acquisto dei macchinari e costi necessari per conquistare una quota del mercato. Si potrebbe considerare che questi costi sia compresi nei costi di avviamento che vengono considerati nell'acquisto. Ma bisogna valutare che tramite l'acquisto si viene in possesso di una società pronta che immediatamente inizierà a produrre ricavi e profitti, mentre se si parte da zero la produzione di ricavi e profitti richiederà mesi, se non anni.

**Creazione di valore.** La compagnia offerente individua nell'acquisizione un vantaggio perché vede la possibilità di mettere in atto sinergie, raggiungibili solo attraverso l'acquisto, che andranno ad incrementare il valore complessivo della società. La decisione della società in questo caso è motivata dal miglioramento dell'efficienza e dalla creazione di valore. Il valore delle due società, offerente e società target, dopo l'acquisizione supererà la somma dei valori delle singole società prima dell'acquisizione. Le sinergie possono riguardare i ricavi o i costi. Le prime aumentano la capacità di generare entrate della società. Invece le sinergie di costo portano ad una riduzione dei costi che può derivare da economie di scala, accesso a nuove tecnologie, ecc. Le sinergie possono essere messe in atto attraverso le integrazioni verticali o orizzontali. Le concentrazioni verticali consistono nell'acquisto di una società facente parte della stessa catena produttiva. Queste riguardano l'acquisto di una società fornitrice di input o di distribuzione, in questo modo si riducono i costi intermedi di produzione e si massimizza il profitto finale. Le concentrazioni orizzontali riguardano invece l'acquisto di una società che opera nello stesso mercato e vende un prodotto simile. Questa operazione ha l'obiettivo di aumentare la quota di mercato, e di conseguenza il potere della società sul mercato e sulla

definizione del prezzo di equilibrio. Un ulteriore vantaggio conseguente alla creazione di integrazioni verticali e orizzontali, o di conglomerati, riguarda i regimi di tassazione. Infatti, se la società oggetto dell'acquisizione è sottoposta ad un diverso regime di tassazione si può, per quanto possibile, trasferire i profitti alla società sotto il regime di tassazione più conveniente in modo tale da pagare meno tasse. Questa situazione verifica maggiormente nei casi di integrazione verticale e di conglomerati, dato che spesso la società fornitrice di input ha sede in stati in via di sviluppo, nei quali la tassazione è più agevolata rispetto agli stati sviluppati.

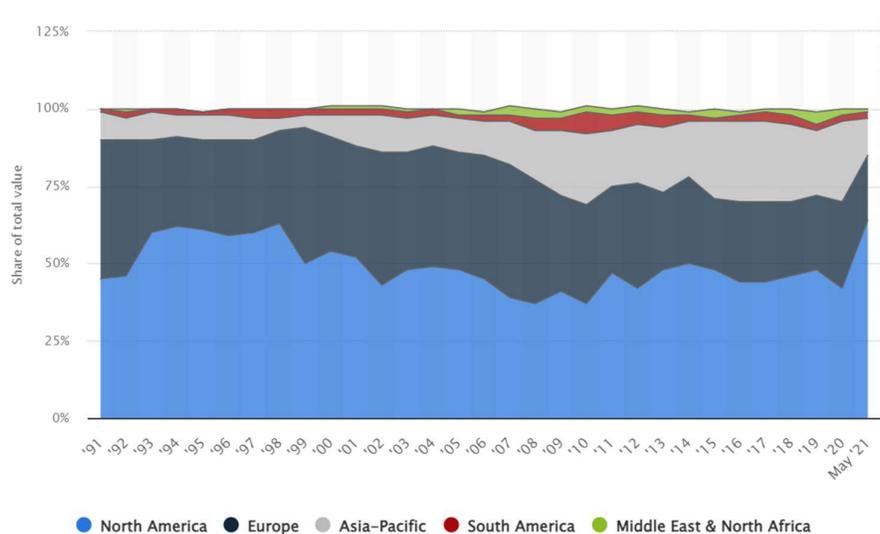
**Interesse personale.** Oltre alle diverse motivazioni appena elencate, la scelta di iniziare un'operazione di acquisizione societaria spesso dipende dall'interesse personale del CEO o del gruppo dirigente della società. In questi casi l'operazione non è diretta alla massimizzazione del benessere degli azionisti, ma appunto è motivata da un interesse personale. In particolare, tra le più comuni fattispecie ne analizzeremo tre. Empire building (1), letteralmente costruzione di un impero. Alcuni dei manager di grandi società sembrano avere l'interesse di far diventare la propria società la più grande e dominante del mercato. Questa condotta può portare ad acquisizioni errate che non portano reali vantaggi alla società. EGO manageriale (2), alcune acquisizioni, in particolare quando vi è la presenza di diversi offerenti, si trasformano in pure sfide personali tra manager. Nessuna delle parti vuole perdere, anche se la vittoria potrebbe risultare in un'acquisizione non più conveniente. Compensazioni e side-benefits (3), in alcuni casi le acquisizioni possono portare ad una rinegoziazione dei contratti per il management. Se i ritorni personali di questi ultimi fossero ingenti, potrebbero far passare in secondo piano i costi per gli azionisti. Da ciò si può capire come alcuni takeover non siano giustificati solamente da interessi economici, ma anche da interessi personali dei singoli individui a capo delle società.

Per concludere vanno evidenziati dei vantaggi competitivi che si possono ritrovare nelle diverse fattispecie. Questi naturalmente sono comuni anche alle fusioni, e in alcuni casi anche più evidenti. Tra i diversi vantaggi ne evidenziamo alcuni. Uno dei principali vantaggi potrebbe riguardare le finanze della società. Dopo l'acquisto della società target i fondi dell'offerente si uniscono a quelli del target, di conseguenza le risorse finanziarie a disposizione della società aumentano. Questo permette di diversificare maggiormente gli investimenti e gli impieghi della società. Un altro vantaggio, particolarmente rilevante nelle integrazioni orizzontali, riguarda l'aumento del personale specialistico conseguente all'acquisizione. Il personale specialistico è una risorsa fondamentale per la società. Il suo valore è conseguenza del processo di formazione

attraverso cui il dipendente deve passare per specializzarsi. Tramite un'acquisizione si possono evitare anni di formazione e questo permette alla società di risparmiare grandi risorse. Un ultimo vantaggio da analizzare riguarda lo scambio di informazioni. Le informazioni societarie hanno un alto valore perchè spesso sono la causa del valore stesso della società. Tramite l'acquisto di una società si viene in possesso di tutte le informazioni detenute dalla stessa. L'unione di queste informazioni, che possono riguardare diversi campi, dà la possibilità di raggiungere posizioni favorevoli rispetto ai concorrenti di mercato.

### 1.3. Quadro legislativo

Continuiamo la descrizione del mondo delle acquisizioni con il quadro legislativo competente<sup>7</sup>. In questo sotto capitolo evidenzieremo le normative relative alle conseguenze delle procedure M&A, con particolare attenzione alla normativa antitrust. In particolare, analizzeremo la normativa americana e quella europea. Questo perché come si vede dal grafico<sup>8</sup> sottostante, negli ultimi trenta anni gli USA e l'UE hanno rappresentato con stabilità l'80% del valore delle operazioni di M&A a livello mondiale.



<sup>7</sup> La descrizione della legislazione competente ha il solo obiettivo di fornire un quadro generale, la trattazione non è specifica.

<sup>8</sup> STATISTA ESTIMATES. Quota del valore dell'operazione di fusione e acquisizione (M&A) in tutto il mondo dal 1991 a maggio 2021, per regione. Grafico. 2 novembre 2021.

I limiti imposti dalla legislazione americana e quella europea sono molto simili. Entrambe le loro leggi antitrust hanno l'obiettivo di mantenere un mercato concorrenziale, per cui il focus viene rivolto principalmente al potere di mercato post acquisizione o fusione.

**La legislazione USA.** Gli Stati Uniti sono stati il primo paese ad avere una legge a tutela della concorrenza e del mercato, con l'approvazione dello Sherman Act nel 1890. Ad oggi la legislazione americana si basa su tre pilastri: lo Sherman Act 1890, il Clayton Act 1914 e il Federal Trade Commission Act 1914<sup>9</sup>. Queste tre leggi sono complementari tra loro e hanno il comune obiettivo di vietare ogni accordo o pratica che possa limitare il mercato. La legge americana ha il fine ultimo di tutelare il consumatore più che i player del mercato. Infatti, l'attenzione è rivolta a vietare politiche di fissazione del prezzo, costituzione di cartelli e monopolizzazione del mercato, tutte situazioni in cui il benessere del consumatore si ridurrebbe. La legislazione relativa alle operazioni di M&A opera a priori, prima che l'accordo di fusione o acquisizione venga firmato. La legge Hart-Scott-Rodino<sup>10</sup> attraverso i requisiti di notifica preliminari permette alle agenzie antitrust di esaminare i probabili effetti delle fusioni o acquisizioni proposte prima che esse abbiano luogo. All'interno della legislazione Antitrust USA, particolare importanza è ricoperta dal Clayton Act per quanto riguarda le acquisizioni ostili. Questo, infatti, vieta le fusioni o le acquisizioni che potrebbero diminuire la competizione nel mercato in maniera rilevante. Le società target utilizzano a loro favore questa legislazione mettendo in atto pratiche che possono portare al fallimento dell'acquisizione ostile.

Di particolare rilevanza per le pratiche di acquisizioni ostili è il Williams Act del 1968. Questo è una legge federale che regola le acquisizioni e le OPA di acquisto. Nel periodo precedente al Williams Act le OPA in contanti venivano utilizzate per mettere pressione agli investitori, i quali avevano poche informazioni rispetto al mercato azionario e al reale valore delle loro partecipazioni. Questa legge regola le OPA d'acquisto e le informazioni obbligatorie relative. Gli offerenti devono includere nell'offerta depositata alla SEC e alla società target: i termini dell'offerta, la fonte dei fondi di acquisizione e i piani dell'offerente per la società target post-acquisizione. Nel Williams Act sono compresi anche i vincoli temporali che specificano il tempo minimo in cui un'offerta può essere aperta e il numero di

---

<sup>9</sup> Sherman Act 1890, il Clayton Act 1914 e il Federal Trade Commission Act 1914 compongono la legge antitrust americana. Definizione da *Federal Trade Commission*.

<sup>10</sup> Hart-Scott-Rodino, Antitrust Improvements Act of 1976. Da *Federal Trade Commission*.

giorni a disposizione degli investitori per prendere una scelta. Questa legge mirava a trovare un equilibrio offrendo agli azionisti le informazioni necessarie per fare una scelta ragionata e agli offerenti la possibilità di conquistare gli azionisti attraverso l'offerta. Ad oggi il Williams Act, pur rimanendo di fondamentale importanza, ha perso parte del suo valore in quanto attualmente gli investitori dispongono di molte più informazioni rispetto a quelli degli anni '60.

Un'altra disposizione a difesa delle società target contro le acquisizioni ostili è l'obbligo di comunicazione alla Security and Exchange Commission (SEC)<sup>11</sup> per le partecipazioni rilevanti. In particolare, è obbligatoria la notifica alla SEC nel momento in cui viene superata la soglia di partecipazione del 5% all'interno di una società quotata. Questo meccanismo è spesso utile alle società target per riconoscere anticipatamente un tentativo di acquisizione ostile.

**La legislazione UE.** Le norme a tutela della concorrenza in UE sono estremamente severe a causa della natura liberale dell'organizzazione stessa che vede nella concorrenza il miglior possibile risultato di mercato. La legge antitrust europea si basa principalmente sul titolo settimo del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE)<sup>12</sup>. Essa si concentra su quattro aree: cartelli, abuso di posizione dominante, fusioni e aiuti di stato. Proibisce la creazione di cartelli, o di altre pratiche collusive, previene l'abuso di posizione dominante, vieta le operazioni di M&A che avrebbero un impatto limitante sul mercato e regola gli aiuti di stato da parte dei paesi membri alle società private o pubbliche. L'Art 102 del TFUE riguarda in particolar modo il controllo del comportamento delle grandi società che abusano della loro posizione dominante, e quindi è strettamente legato alle operazioni di acquisizione.

Rispetto alla regolamentazione delle fusioni o acquisizioni che hanno una "dimensione comunitaria"<sup>13</sup> troviamo una somiglianza con il sistema americano in quanto anche l'UE interviene a priori sulle operazioni che potrebbero limitare il mercato. Il regolamento N. 139

---

<sup>11</sup> SEC o Securities and Exchange Commission; organo federale statunitense di vigilanza dei mercati di borsa creato dal Security Exchange act del 1934.

<sup>12</sup> Il trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) è, insieme al trattato sull'Unione europea (TUE), la base del diritto costituzionale europeo. Assieme costituiscono le basi fondamentali del diritto primario nel sistema politico dell'UE.

<sup>13</sup> Si ha la presenza di una concentrazione o un'operazione di fusione comunitaria se il fatturato totale realizzato a livello mondiale dall'insieme delle imprese interessate è superiore a 5 miliardi di euro.

del 2004<sup>14</sup> infatti stabilisce che tutte le operazioni di M&A rilevanti per essere effettive sono soggette all'approvazione della Commissione Europea.

Importante rispetto alle acquisizioni e alle misure difensive è la direttiva N. 25 del 2004<sup>15</sup>. Le disposizioni più rilevanti di questa direttiva sono due: la passivity rule (art. 9) e la breakthrough rule (art. 11). La prima prevede che gli amministratori di una società oggetto di un tentativo di acquisizione non possono mettere in atto difese successive se non dopo l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti. La seconda legittima la neutralizzazione delle strategie difensive preventive<sup>16</sup> nel caso in cui queste, attraverso la limitazione della circolazione di azioni e del diritto di voto multiplo, rendano impossibile l'acquisizione.

L'Unione Europea pone, inoltre, una forte attenzione alle acquisizioni, in particolare quelle ostili, che riguardano società quotate sul mercato regolamentato di uno degli stati membri. Nello specifico, l'European Securities and Markets Authority (ESMA)<sup>17</sup>, attraverso il Takeover Bids Directive, ha il compito di assicurare un giusto ed equo trattamento per le società e gli investitori di società che partecipano a operazioni di acquisizione sia come offerenti che come target. Ritroviamo anche all'interno della normativa europea gli obblighi di comunicazione di partecipazione rilevate. La normativa comunitaria impone l'obbligo di comunicare al mercato e in particolare all'ESMA le partecipazioni rilevanti in società quotate. Questo obbligo è uno strumento per le società target per riconoscere in anticipo un tentativo di acquisizione ostile.

In conclusione, la regolamentazione americana e quella europea operano in maniera molto simile ed intervengono in modo analogo. La differenza principale tra le due si ritrova nel loro fine ultimo. La legge Antitrust americana ha l'obiettivo principale di tutelare il consumatore. Invece, la legislazione europea ricerca la piena integrazione economica tra stati e il mercato perfettamente concorrenziale come situazione ideale dell'economia. Entrambe i sistemi hanno un controllo specifico per le operazioni di M&A. Per cui è importante considerare il quadro legislativo e le conseguenze di mercato quando si partecipa ad un'operazione di acquisizione. Questo vale per la società offerente, ma soprattutto per la società target che può usare la

---

<sup>14</sup> Regolamento (CE) n. 139/2004. Regolamento relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, va a sostituire il precedente Regolamento CEE n. 4064/1989.

<sup>15</sup> Direttiva 2004/25/CE. La Direttiva, in particolare, stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni normative nazionali concernenti le OPA di titoli delle società comunitarie.

<sup>16</sup> Cap. II, par. 3. Strategie difensive successive e preventive saranno definite più avanti.

<sup>17</sup> L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati.

regolamentazione competente a suo favore, per difendersi ovvero per aumentare il proprio potere negoziale. La regolamentazione delle strategie difensive è presente in entrambi i sistemi, anche se più accentuata in quello europeo. In ogni caso l'attenzione è rivolta maggiormente alle difese successive rispetto a quelle preventive.

#### **1.4.Acquisizione amichevole e ostile**

Per concludere la descrizione delle caratteristiche delle acquisizioni, analizzeremo i fattori che portano un'acquisizione ad essere amichevole ovvero ostile. Ci soffermeremo principalmente sulle motivazioni che portano una società target ad accettare ovvero contrastare un'offerta di acquisizione. In particolare, evidenzieremo i diversi interessi coinvolti e i loro ruoli all'interno di queste operazioni.

Le acquisizioni, come già più volte ripetuto, possono essere amichevoli o ostili. Il fattore che differenzia queste due è la volontà della società target rispetto all'acquisizione e, in particolare, l'opinione del suo management rispetto ad essa. Per capire le motivazioni per cui una società sia o meno favorevole all'acquisizione è necessario analizzare i diversi interessi coinvolti e la loro influenza nell'operazione. I membri del Consigli di Amministrazione (CDA) e gli azionisti della società target sono i soggetti che influenzano la tipologia di acquisizione. Quando sia il CDA che gli azionisti della società target sono favorevoli all'acquisizione si tratta di acquisizione amichevole. Quando il CDA è contrario all'acquisizione ci troviamo in una situazione di acquisizione ostile. E per finire quando gli azionisti sono contrari non vi è possibilità di acquisizione; infatti, la volontà o almeno l'apertura degli azionisti a vendere le proprie quote societarie è determinante perché l'acquisizione avvenga. Tra i due gruppi di interessi è più comune che i membri della direzione della società target siano contrari all'acquisizione perché questi sono meno tutelati e hanno minori certezze in caso di acquisizione.

I motivi per cui gli azionisti siano favorevoli o meno all'acquisizione sono dei più disparati, e possono riguardare decisioni prettamente personali o economiche. In particolare, quando le motivazioni sono relative ad un ritorno economico è più facile per la società offerente convincere gli azionisti contrari attraverso l'aumento dell'offerta. Invece, le motivazioni che portano la direzione ad essere contrari o meno all'offerta di acquisizione riguardano

principalmente le loro prospettive future dopo l'avvenuta acquisizione. Infatti, dopo l'acquisizione c'è il rischio che parte della dirigenza della società target non sia più necessaria o richiesta all'interno della società offerente. Questo avviene quando il management della società target è considerato scadente. Ad esempio, facendo riferimento alle motivazioni che portano alla decisione di intraprendere un'acquisizione, possiamo individuare una società sottovalutata a causa di un'errata valutazione del mercato oppure di un management non ottimale; in questo secondo caso successivamente all'acquisizione la direzione della società target non sarà integrato nella società offerente. Al contrario sarà interesse della società offerente trattenere il management se questo è visto come un valore. Le società target spesso sono piccole società con grandi prospettive di crescita in cui la direzione è il valore aggiunto.

La posizione della direzione e degli azionisti determina la natura dell'acquisizione che, come detto più volte, può essere ostile ovvero amichevole. Entrambe le procedure iniziano nel medesimo modo con la presentazione da parte della società della proposta alla società target, la cui opinione determina la tipologia di acquisizione. Ognuno dei due casi ha le sue peculiarità e diverse strategie di acquisizione. Naturalmente l'acquisizione amichevole è una procedura estremamente più semplice da portare a termine data la sua natura.

**Acquisizione amichevole.** In questo caso sia management che gli azionisti della società target sono favorevoli all'acquisizione, per cui sono da stabilire solamente l'importo e la modalità in cui la società sarà acquistata. L'acquisizione può essere attuata in due modalità. La società offerente può acquistare direttamente le azioni dagli azionisti attraverso capitale monetario. In questo caso come riferimento, se la società è quotata, viene preso come riferimento il prezzo di chiusura dell'azione sul mercato. Inoltre, spesso viene richiesto un prezzo premium<sup>18</sup> per convincere gli azionisti più indecisi. Alternativamente viene offerta una conversione di azioni. Invece di comprare le azioni dagli azionisti, si offre agli azionisti della società target una quantità determinata di azioni nella società offerente.

**Acquisizione ostile.** Al contrario di quanto appena descritto per le acquisizioni amichevoli, nelle acquisizioni ostili la direzione della società target rifiuta la proposta di offerta e suggerisce agli azionisti di votare contro l'acquisizione. In questo caso la società offerente dovrà rivolgersi direttamente agli azionisti con l'obiettivo di farsi vendere le loro quote societarie ed acquistare

---

<sup>18</sup> Prezzo premium, Prezzo superior a quello di mercato corrisposto in un'operazione di acquisto per convincere il proprietario a concludere la vendita.

il controllo della società target. In particolare, le strategie più comuni che la società offerente mette in atto per raggiungere il suo obiettivo sono tre: l'offerta pubblica di acquisto, la scalata ostile e la battaglia di deleghe.

**Offerta pubblica di acquisto.** Questo tipo di offerta, anche detta tender offer, è diretta a tutti gli azionisti della società. I termini dell'offerta sono comuni per tutti gli azionisti e spesso sono limitati ad un periodo di tempo in cui la stessa può essere accettata. Il prezzo di acquisto offerto dalla società offerente solitamente è più alto del prezzo di mercato in quanto comprende infatti un prezzo premium che serve a convincere gli azionisti indecisi. L'offerta può essere formulata anche come offerta di conversione ed in questo caso i soci che accettano convertirebbero azioni della società target in quelle della società offerente in caso di riuscita dell'acquisizione. Questa strategia ha l'obiettivo di raggiungere tutti gli azionisti. Questo tipo di offerta è utilizzata anche come dimostrazione dell'interesse nell'acquisizione, per cui a volte è una fase preliminare di contrattazione con gli azionisti stessi, in particolare coloro che detengono una grande quota societaria.

**Scalata ostile.** La scalata ostile, in inglese Toehold acquisition, è una strategia di acquisizione che porta l'offerente ad essere un azionista della società target prima dell'acquisizione. Consiste nell'acquisto direttamente dal mercato di una quota della società target, minore del 5%. Solitamente si rispetta il limite del 5% perché al di sotto di questa percentuale non c'è l'obbligo di notifica alla Security and Exchange Commission (SEC). Questa strategia permette all'offerente di essere parte della società target e, quindi, di avere la possibilità di conoscere l'opinione dei soci rispetto ad una possibile acquisizione. Queste informazioni renderanno più facile la negoziazione, e il raggiungimento dell'acquisizione stessa. La scalata ostile è uno strumento iniziale e l'acquisto finale della quota di controllo della società avverrà attraverso negoziazioni private con i singoli soci, quindi dal mercato, o con una offerta pubblica di acquisto.

**Battaglia di deleghe.** Questa strategia, anche detta Proxy Battle, consiste nell'ottenere le deleghe di voto da parte degli azionisti della società target in modo da forzare un cambio della direzione. In questo modo l'acquisizione si può trasformare da ostile in amichevole e questo cambiamento semplifica la procedura di acquisizione con riduzione del costo della stessa. In particolare la società offerente si rivolge direttamente agli azionisti favorevoli e indecisi per persuaderli a concedere la delega di voto in assemblea. Se la società offerente raggiunge la

quota di maggioranza necessaria può votare un cambio di management e concludere la procedura di acquisizione.

In conclusione, le procedure di acquisizione hanno diverse caratteristiche. È importante considerare tutti i fattori quando si è parte di una procedura di questo tipo, sia nel ruolo di target che in quello di offerente. In particolare la società target, nel caso decida di difendersi dall'acquisizione, deve condurre un'attenta analisi rispetto alle motivazioni, al quadro legislativo competente e alla strategia di acquisizione portata avanti da parte della società offerente. Quest'analisi permettere di scegliere la migliore strategia difensiva possibile tra le diverse esistenti, che vedremo nel prossimo capitolo.

## 2. Strategie difensive

In questo capitolo saranno esaminate le manovre difensive che si possono attuare in caso di tentativo di acquisizione ostile. Inizieremo analizzando quali sono le società target maggiormente sottoposte a tentativi di acquisizione. Poi spiegheremo la ratio che troviamo dietro le diverse tipologie e in che modo vengono concepite. Successivamente differenzieremo tra difese preventive, le quali sono inserite nei regolamenti interni o nei contratti con i dipendenti e hanno la funzione principale di deterrente rispetto al tentativo d'acquisizione, e le difese successive, le quali al contrario non sono preparate ma vengono messe in atto dalla dirigenza nel caso sia necessario contrastare un tentativo di acquisizione in atto.

### 2.1. Società comunemente soggette

Le società target di acquisizioni ostili possono essere di varie tipologie. In particolare, riprendendo il sotto-capitolo 1.2 riguardo alle motivazioni che portano a questo tipo di procedure, si può estrapolare una tipologia di società che spesso è soggetta ad acquisizioni ostili. Considerando infatti che le motivazioni fanno riferimento a sottovalutazione del mercato ed a diversificazione e creazione di valore, si può dire che spesso la società target di un'acquisizione ostile è una società di piccole o medie dimensioni e di recente costituzione. Diciamo questo per due motivi particolari. Il primo è che spesso le società di piccole e medie dimensioni sono poco studiate da parte del mercato. Per questo motivo è più facile incontrare inefficienze di mercato, dovute ad asimmetrie informative, che danno l'opportunità alla società offerente di acquistare la società target ad un prezzo vantaggioso. Il secondo motivo riguarda le prospettive di crescita comuni solitamente a società di recente costituzione e di piccole dimensioni. Queste, infatti, sono società che operano in settori innovativi con grandi aspettative di crescita. Per giustificare ulteriormente questa affermazione facciamo riferimento allo studio condotto da Fama e French<sup>19</sup>, due economisti che hanno teorizzato un modello sullo studio empirico dei ritorni attesi. In particolare, all'interno del loro studio hanno analizzato i dati

---

<sup>19</sup> FAMA E.F. E FRENCH K.R. *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, 1996.

storici e hanno evidenziato che le Small Corps<sup>20</sup>, rispetto alle Big Corps<sup>21</sup>, hanno ritorni più elevati. Questi motivi spiegano, quindi, come una piccola società di recente costituzione spesso abbia le caratteristiche di una società target. Relativamente alle ragioni per cui un'acquisizione viene contrastata, e quindi si trasforma da amichevole e ostile, dopo aver analizzato la tipologia di società spesso soggetta alla procedura si può fare questa considerazione. Le società di piccole dimensioni e di recente costituzione spesso sono gestite dai soci fondatori questi che potrebbero vedere la società come un progetto personale a lungo termine e quindi contrastano l'acquisizione. La quota di maggioranza di queste società talora non è nelle mani dei fondatori, perché gli stessi potrebbero aver deciso di finanziare la società attraverso la vendita di quote. Essendo l'interesse degli altri soci quello di avere un ritorno dall'investimento, quando si presenta un'offerta ritenuta congrua, spesso sono favorevoli. Al contrario i fondatori credono nelle potenzialità della propria società e contrastano l'acquisizione. Questa è una ragione supplementare per cui un'acquisizione viene contrastata.

## **2.2. Ratio delle difese contro le acquisizioni ostili**

Negli anni ci sono state moltissimi tentativi di acquisizione ostile, alcuni riusciti e altri falliti. Di conseguenza nel tempo sono state tentate diverse strategie difensive a seconda della tipologia di acquisizione, delle caratteristiche e della situazione economica finanziaria del target. Per cui allo stato è presente una moltitudine di strategie comprovate che in alcune situazioni portano la società target a resistere l'acquisizione. Prima di elencare e spiegare tutte le possibili strategie è importante capire cosa è un'acquisizione agli occhi della società offerente e di conseguenza come è possibile contrastare l'acquisizione stessa. Ricordiamo intanto che le società commerciali sono dei soggetti economici che hanno come fine ultimo il raggiungimento di un profitto. Per cui come un individuo decide se investire i propri fondi su un progetto solo in caso di redditività dello stesso, anche una società inizierà un tentativo di acquisizione solo nel caso veda nell'operazione un adeguato ritorno economico. Considerato questo vengono ideate le strategie di difesa. La domanda importante da farsi è: quali sono le ragioni che portano un individuo a cambiare la sua intenzione di investire in un progetto? E di conseguenza; qual è il motivo per cui una società rinuncia al tentativo di acquisizione ostile? La risposta è

---

<sup>20</sup> Big Corps; società che hanno una capitalizzazione superiore ai 10 miliardi di dollari.

<sup>21</sup> Small Corps; società che hanno una capitalizzazione che va da 300 milioni a 2 miliardi di dollari.

l'aumento del costo dell'operazione. Infatti, sia per un investitore sia per una società offerente la volontà di portare avanti il proprio investimento o acquisizione è dettata dalla redditività dell'operazione. Nel momento in cui il profitto diventa nullo, o comunque non sufficiente per l'investitore, l'operazione perde attrattività. Dato ciò si può capire che le strategie di difesa puntano ad aumentare il costo dell'operazione o a diminuirne i ricavi in modo da ridurre l'attrattività. Vedremo che nelle diverse strategie si cercherà di raggiungere questo obiettivo in particolare attraverso aumento del debito della società offerente, creazione di possibili concorrenti e riduzione dei costi per gli altri soci.

### **2.3. Tipologie di difese**

Analizzando le difese utilizzate negli anni possiamo dividere le stesse in due grandi gruppi; le difese preventive e quelle successive. Le difese preventive riguardano spesso clausole o opzioni che vengono attivate nel caso di un tentativo di acquisizione ostile. Le difese successive, invece, sono strategie che verranno messe in atto nel momento che si riconosce il tentativo di acquisizione ostile. Nelle prossime pagine saranno analizzati questi due grandi gruppi e tutte le strategie che ne fanno parte. Inoltre, in conclusione ci sarà una piccola analisi di come le azioni legali possono essere utilizzate come strategia difensiva.

#### **2.3.1. Difese preventive**

Le difese preventive, anche dette repellenti anti-squalo, sono appunto strategie per ostacolare gli “squali”<sup>22</sup> nel tentativo di acquisizione. Queste strategie, infatti, hanno l'obiettivo di rendere la società un soggetto ostico da acquisire. Le difese preventive hanno il comune effetto di evitare che si arrivi al tentativo di acquisizione; infatti, un investitore ostile difficilmente sceglierà come obiettivo della sua acquisizione una società già coperta da una difesa preventiva. Queste strategie prevedono clausole che si attivano in caso di acquisizione ostile o caratteristiche della società stessa, che la rendono un soggetto più difficile e sgradevole

---

<sup>22</sup> In questo caso ci riferiamo agli investitori ostili che provano ad acquistare una società, come a squali che attaccano la loro preda.

da acquistare. Il ruolo principale di queste difese, quindi, è fungere da deterrente all'acquisizione stessa.

Iniziamo descrivendo la strategia della cosiddetta **“Pillola Avvelenata” (Poison Pill)**, formalmente conosciuta come piani dei diritti degli azionisti. La Poison Pill è la più comune tra le difese preventive la sua attivazione consente agli azionisti esistenti di acquistare azioni ad un prezzo ridotto dall'offerente ostile o dalla società stessa. Le pillole velenose aumentano anche significativamente il costo delle acquisizioni e creano grandi disincentivi per scoraggiare completamente tali tentativi. Queste strategie sono considerate particolarmente efficaci perché permettono di diluire notevolmente la quota dell'offerente e quindi rendono estremamente difficile una scalata ostile. Nel momento che un singolo investitore viene in possesso di una certa percentuale della proprietà della società target, viene attivata la pillola avvelenata in modo da riportare la quota dell'investitore o società ostile sotto il livello prestabilito. Questo avviene perché il costo di un'azione per un azionista qualunque è ridotto rispetto al costo per l'investitore ostile. Il meccanismo della Poison Pill tutela, in particolare, gli azionisti di minoranza ed evita il cambio di controllo della gestione aziendale. Come già detto gli azionisti esistenti possono sottoscrivere azioni della società target ad un prezzo ridotto o acquistare le stesse dall'acquirente ostile ed il soggetto da cui si possono acquisire le azioni determina la tipologia di pillola avvelenata. La prima tipologia è detta Poison Pill flip-in che permette la sottoscrizione di azioni aggiuntive della società target ad un prezzo ridotto. Questa sottoscrizione di azioni aggiuntive aumenta le azioni presenti sul mercato diluendo il valore delle azioni dell'investitore ostile, e aumentando il costo del completamento dell'acquisizione. Questa tipologia non è solo efficace in caso di acquisizione ostile, ma funziona anche come deterrente. Infatti, spesso la possibilità di Poison Pill flip-in è inserita nello statuto quindi un acquirente ostile potrebbe essere propenso a non perseguire un'acquisizione conoscendo la presenza di questa trappola. La seconda tipologia è chiamata Poison Pill flip-over meccanismo che permette l'acquisto di azioni della società target detenute dall'investitore ostile. In questo caso è ancora più evidente l'efficacia della difesa. Dato che gli azionisti possono acquistare le azioni della società target detenute dall'acquirente ad un prezzo ridotto, l'acquirente ostile vedrà ridotta la sua quota di partecipazione rendendo più difficile l'acquisizione. La strategia della pillola avvelenata seppur molto efficace, porta con sé alcuni potenziali svantaggi. A seguito di una pillola avvelenata flip-in il valore della singola azione diminuisce, per cui gli azionisti sono obbligati ad acquistare azioni sono per mantenere la stessa quota percentuale nella società. Le pillole avvelenate possono essere usate da manager inefficaci per mantenere

la loro posizione, e non permettono agli investitori di avere un management efficace. Gli investitori istituzionali preferiscono sono scoraggiati dall'investire in società con Poison Pill in quanto sono tutelati maggiormente gli interessi del management e non quelli degli investitori. Questo può portare ad una riduzione della valutazione della società considerando che gli investitori istituzionali sono i maggiori investitori nel mercato. Il deprezzamento delle azioni sul mercato può anche essere dovuto allo scambio di azioni sotto il valore e all'emissione di nuove azioni come viene nella Poison Pill Flip-in.

La seconda strategia difensiva che sarà analizzata è lo **Staggered Board, CDA Sfalsato**. Lo Staggered Board come la Pillola Avvelenata è una difesa preventiva presente nei regolamenti interni della società target. Però al contrario della pillola avvelenata questa strategia non si attiva con un tentativo di acquisizione ostile, ma è sempre presente. Un consiglio di amministrazione sfalsato è composto da diverse classi di direttori, con diversa durata di servizio. Solitamente possiamo trovare dalle tre alle cinque classi ognuna con durata diversa e ciò fa conseguire che le elezioni degli amministratori avvengano in modo sfalsato. In uno Staggered board durante ogni mandato elettorale solo una classe di amministratori viene rinnovata ed in questo modo si elimina la possibilità che tutto il CDA venga sostituito in una volta sola. Prendiamo ad esempio una società con 12 membri nel CDA divisi in 3 classi: Classe 1, Classe 2 e Classe 3. I membri di Classe 1 hanno durata di un anno, i membri di Classe 2 hanno durata due anni e i membri di Classe 3 hanno durata 3 anni. Questo significa che ogni anno solo una parte del consiglio viene sostituita. Lo Staggered board, infatti, crea enormi difficoltà ad un investitore ostile che voglia ottenere il controllo del CDA. A causa delle elezioni sfalsate sostituire i membri indesiderati potrebbe richiedere anni, mentre in un CDA non sfalsato si potrebbe sostituire l'intero consiglio in una volta sola. Questa differenza che può sembrare minima ha invece una grande importanza agli occhi dell'investitore ostile. Infatti, più tempo speso per un'acquisizione equivale a un maggior numero di fondi impiegati e di opportunità perse in altri investimenti. L'investitore ostile non deve quindi considerare solo il costo dell'operazione in sé ma anche il costo opportunità. Per quanto riguarda gli svantaggi di questa strategia difensiva troviamo molte similitudini con quelli delle pillole avvelenate. Lo Staggered Board può essere un pretesto per alcuni amministratori di non lavorare per gli interessi degli azionisti, considerando il fatto che non possono essere sostituiti per un numero definito di anni. Questo sistema infatti può portare a prestazioni inferiori, scoraggiando l'entrata nella società di potenziali grandi investitori e investitori istituzionali. Per questo lo

Staggered Board viene spesso considerato svantaggioso per gli azionisti. Di conseguenza negli ultimi anni il suo utilizzo è in declino.

Altra strategia è quella del cosiddetto **Paracadute Dorato, Golden Parachute**. Questa strategia consiste in vantaggi sostanziali concessi ai massimi dirigenti nel caso in cui la società target venga acquistata dalla società offerente e i dirigenti vengano licenziati a seguito dell'acquisizione. Il Golden Parachute, infatti, consiste nello stipulare accordi con i dirigenti chiave della società in modo da rendere un'acquisizione ostile svantaggiosa. I vantaggi nominati in precedenza possono essere in diverse forme, le più comuni sono; stock option, bonus in denaro, generose indennità di fine rapporto, continuamento dell'iscrizione ai piani pensionistici aziendali, maturazione di tutte le prestazioni pensionistiche, assicurazione sanitaria e risarcimento spese legali. I paracadute dorati sono quindi chiamati così perché sono destinati a fornire una buonuscita di grande valore per i dipendenti di un certo livello che perdono il lavoro. Questa strategia non rende difficile l'acquisizione in sé ma complica la situazione post-takeover. Come detto nel primo capitolo la situazione di acquisizione ostile si riscontra principalmente nel momento in cui il management è contrario. Partendo da questo presupposto in una situazione post-acquisizione ci saranno difficoltà tra la nuova proprietà e il management, di conseguenza è comune che l'alta dirigenza della società acquistata venga completamente sostituita in modo da avere la massima efficienza dal rapporto dirigenza-proprietà. Nel momento in cui viene inserito un paracadute dorato nei contratti dei massimi dirigenti l'acquisizione ostile diventa una strada molto più difficile da intraprendere. Infatti, il costo dell'acquisizione dovrà essere sommato al costo delle buonuscite che dovranno essere pagate ai dirigenti licenziati, oppure alla perdita di efficienza che deriverà da un management ostile alla proprietà. Rispetto ai vantaggi e agli svantaggi di questa pratica c'è un acceso dibattito. I sostenitori dei paracadute dorati ritengono che questi semplifichino l'assunzione e il mantenimento dei massimi dirigenti, in particolare nei settori in cui le acquisizioni sono comuni. Inoltre, i Golden Parachute consentono ai dirigenti di rimanere obiettivi se l'azienda è coinvolta in un'acquisizione, essendo coperti dal rischio di licenziamento. Invece, gli oppositori sostengono che i dirigenti sono già pienamente retribuiti e che non debbano avere dei vantaggi in caso di licenziamento. Inoltre, gli stessi dovrebbero agire oggettivamente a prescindere dalla presenza dei paracaduti dorati. L'ultimo punto che gli oppositori sostengono è che i costi derivanti dal pagamento dei Golden Parachute sono minimi rispetto ai costi di acquisizione e, di conseguenza, non hanno un impatto rilevante sull'esito del tentativo di acquisizione. Questo ultimo punto è forse il più significativo, ma bisogna considerare che la rilevanza dei Golden

Parachute dipende dal rapporto tra il costo delle buonuscite e il costo totale dell'acquisizione, rapporto che varia a seconda dell'acquisizione.

Un altro modo in cui una società si può tutelare contro un'acquisizione ostile è avere titoli azionari con **diritto di voto differenziato**. Questa linea di difesa è una delle più banali e anche una delle più comuni, in particolare, per le società quotate. Questa strategia consiste nel creare delle classi di azioni con diversi diritti di voto. Le azioni con relativamente meno potere avranno sul mercato un valore leggermente inferiore. Per capire bene questa tipologia di difesa esaminiamo un caso reale: Google. La struttura azionaria di Alphabet<sup>23</sup> è composta da tre classi di azioni: classe A (GOOG), classe B e classe C (GOOGL). Ci sono sostanziali differenze tra queste. Le azioni di classe A e C sono entrambe scambiabili sul mercato regolamentato, ma le azioni di classe C non hanno diritto di voto al contrario delle azioni di classe A che hanno un voto per azione. A differenza delle due appena descritte le azioni di classe B non possono essere scambiate pubblicamente e ogni azione fornisce dieci voti. Questa classe di azioni rappresenta il 60% dei voti disponibili. Il novanta per cento di queste azioni è in possesso dei fondatori di Google, Larry Page e Sergey Brin. La situazione di Alphabet è un esempio perfetto del modo in cui i diritti di voto differenziati possano essere usati come difesa. Infatti, immaginare una scalata ostile in una situazione come questa è impossibile, anche comprando tutte le azioni disponibili sul mercato regolamentato non si arriverebbe mai a possedere la quota di maggioranza. Le azioni con maggior diritto di voto sono spesso in mano ai gestori e fondatori della società che le ha emesse proprio per difendere la società da acquisizioni ostili. L'unico svantaggio che viene riconosciuto in questo caso è che spesso troppo potere si concentra nelle mani di coloro che possiedono le azioni con più diritti di voto. Questo potrebbe portare manager inefficaci a rimanere a capo di società solo perché hanno in loro possesso le azioni con maggiori diritti di voto o godono della fiducia degli azionisti in loro possesso.

Un approccio che ancora non abbiamo considerato per la difesa di una società target è quello della **Macaroni Defense**. La Macaroni Defense non punta, come fanno altre strategie, ad aumentare il costo diretto dell'acquisizione, ma ha l'obiettivo di rendere l'acquisizione meno appetibile aumentando l'indebitamento della società target, andando ad aumentare i costi futuri per la società acquirente. La società target emetterà un gran numero di obbligazioni nel

---

<sup>23</sup> Alphabet è una holding finanziaria che fa capo a Google e ad altre società del settore tech. Sul mercato azionario le azioni di Alphabet hanno mantenuto i codici di riferimento GOOG e GOOGL, questo perché Google rappresenta la quasi totalità degli investimenti di Alphabet.

caso di un tentativo di acquisizione. Queste obbligazioni hanno determinate caratteristiche, in particolare il loro prezzo di riscatto sarà superiore nel caso in cui il tentativo di acquisizione andasse a buon fine. In questo modo si obbliga l'investitore ostile a rivalutare le sue scelte, questo perché aumentando il debito della società viene modificata l'appetibilità della società stessa. In particolare, queste obbligazioni hanno un rendimento maggiore di quello di mercato, per cui il loro costo sarà impegnativo da coprire. Il nome di questa difesa deriva dal modo in cui il costo di riscatto delle obbligazioni aumenta nel momento dell'acquisizione, questo viene paragonato a dei maccheroni che si espandono in una pentola d'acqua bollente. Per fare un esempio immaginiamo una società A che decide di difendersi con questa strategia dalla società B. La società A emette obbligazioni per 250 milioni di dollari, a condizione che debbano essere riscattate al 200% del loro valore nominale in caso di acquisizione. Ciò significa che se B riuscirà ad acquisire A, si troverà a dover fare i conti con un debito di 500 milioni di dollari. Pur essendo una difesa estremamente efficace la Macaroni Defense ha anche degli svantaggi non trascurabili. In particolare, è evidente come l'indebitamento ricade sulla società target nel caso in cui l'acquisizione non viene completata. Per cui la società sarà obbligata a pagare gli interessi periodici nel tempo e il valore nominale a scadenza. Nel caso la società sia già gravata da debiti oppure non abbia una situazione finanziaria florida, l'indebitamento maturato con la Macaroni Defense potrebbe causare una crisi negli anni a venire.

Abbiamo potuto notare che le difese preventive sono molto efficaci, ma allo stesso tempo portano con loro grandi rischi che potrebbero portare la società all'inefficienza, e nei casi più gravi anche al fallimento. L'efficacia di queste strategie difensive è permettere di evitare che avvenga un tentativo di acquisizione rendendo la società un soggetto più difficile e oneroso da acquistare. Invece, una criticità che si riscontra in diverse di queste difese è la possibilità che un management inefficace possa continuare ad operare a capo della società grazie alla tutela di queste difese. La Macaroni Defense ha l'ulteriore svantaggio di mettere a rischio la sussistenza stessa della società, proprio per questo motivo viene considerata una strategia difensiva preventiva estremamente rischiosa da utilizzare solo in situazioni critiche.

### **2.3.2. Difese successive**

Le difese successive, al contrario di quelle preventive, non sono preparate ma sono strategie messe in atto al verificarsi del tentativo di acquisizione per contrastare direttamente

l'acquirente ostile. Le strategie successive, infatti, puntano a ridurre la posizione di forza dell'offerente e rendere quindi più difficile il completamento dell'acquisizione. Essendo queste difese non preparate ma appunto successive comportano maggiori incertezze e un tasso di rischi più alto rispetto alle difese preventive. Le difese successive data la loro natura hanno costi molto elevati, per cui spesso la società target cerca appoggio in una banca al fine di avere i fondi necessari.

La difesa successiva più comunemente utilizzata è la cosiddetta **Self-Tender Defense**. Nel momento che la società decide di contrastare un'acquisizione ostile solitamente la prima scelta è quella di combattere l'OPA<sup>24</sup> ostile fatta dall'acquirente con un OPA diretta alle proprie azioni in modo da togliere la possibilità all'acquirente di raggiungere la quota di maggioranza della società. Quando un acquirente decide di iniziare un tentativo di acquisizione ostile rivolgendosi direttamente agli azionisti attraverso un OPA, la risposta più immediata e più semplice con cui si può contrastare questo attacco è una OPA, caratterizzata da migliori condizioni, da parte della società target per le proprie azioni. In questo modo se l'azionista avrà veramente intenzione di vendere la propria quota preferirà l'OPA difensiva date le migliori condizioni offerte. Questa difesa richiede un enorme sforzo finanziario da parte della società target che dovrà ricomprare abbastanza azioni dagli investitori in modo da evitare che l'acquirente ostile possa arrivare ad avere il controllo della società. Questa difesa ha tre effetti. Il primo è quello della riduzione delle azioni disponibili per l'acquisto in modo da evitare che l'acquirente consegua la quota di maggioranza. Il secondo è determinato dallo sforzo finanziario della società, dal momento che la società andrà ad utilizzare tutta la sua liquidità e le sue attività facilmente liquidabili per raccogliere il capitale necessario al fine di ricomprare le proprie azioni. In tal modo si modifica la situazione iniziale dell'acquisizione e quindi dovrà essere rivalutato da parte degli acquirenti la quantità dei mezzi e i fondi che saranno necessari per gestire la società in caso di completamento dell'acquisizione. L'investitore infatti dovrà attuare nuovamente una valutazione della convenienza dell'acquisizione stessa. L'ultimo effetto è quello di lasciare sul mercato solamente quegli investitori decisi a non vendere la propria quota societaria. In questo modo anche se la società target non raggiungesse con l'OPA difensiva la quota necessaria per essere sicura di aver evitato l'acquisizione, il completamento dell'acquisizione da parte dell'acquirente sarebbe un'operazione estremamente difficile, considerando che gli azionisti rimasti sul mercato hanno una bassissima inclinazione a vendere

---

<sup>24</sup> Nell'elaborato l'Offerta Pubblica d'Acquisto verrà indicata con l'acronimo OPA oppure con la sua versione inglese tender offer.

le proprie azioni. Lo svantaggio principale che riscontriamo dall'utilizzo di questa difesa è il grande sforzo economico che la società deve porre in atto per completare un'operazione del genere. Infatti, spesso la società target per mettere in atto questa difesa esaurisce tutte le sue liquidità mettendo a rischio la vita stessa dell'impresa. Considerando le tipologie di società spesso soggette a tentativi di acquisizioni ostili è comune che la società target non disponga di riserve straordinarie e liquidità necessarie per contrastare l'acquirente, per questo motivo è più comune che per difendersi il management usi un approccio di Leveraged Buyout oppure che la società usi un approccio di Leverage Recapitalization.

Un'altra pratica utilizzata da parte del management per evitare un'acquisizione ostile è il **Leveraged Buyout**. Questa pratica nasce come finanziamento per l'attuazione di un'acquisizione ostile ma venne poi riutilizzata dalle stesse società target come difesa. Il LBO<sup>25</sup> descrive semplicemente la metodologia con cui si raccolgono fondi, la modalità di acquisto avviene sempre attraverso una tender offer. Il LBO consiste nel prendere a prestito attraverso la leva finanziaria<sup>26</sup> una grande quantità di fondi da utilizzare per l'acquisizione e porre come garanzia gli asset della società target. La società acquirente emette obbligazioni a fronte delle attività combinate delle due società, il che significa che le attività della società acquisita possono effettivamente essere utilizzate come garanzia contro di essa. Il rapporto tra debito e capitale proprio solitamente è di nove a uno. Questa pratica ha lo scopo di consentire ad aziende e investitori di portare avanti grandi acquisizioni senza impegnare grandi quantità di capitale proprio. I LBO possono essere utilizzati anche come strategia difensiva successiva ad un'acquisizione. Questo, infatti, oltre ad un modo per non utilizzare capitale proprio è anche un modo per raccogliere capitale in caso non si abbia disponibilità. Il management della società decide di indebitarsi per difendere la società dall'acquisizione ostile, a garanzia del capitale preso in prestito per l'acquisizione difensiva vengono posti i beni e le prestazioni aziendali. Questo significa che un management efficace che gestisce una società sana avrà garanzie migliori, e quindi condizioni migliori del prestito, rispetto ad un management inefficiente. Questa pratica riprende in molti aspetti la Self-Tender Defense perché entrambe consistono in una OPA difensiva, ma ha una differenza sostanziale. La differenza è il soggetto che acquista le quote societarie. Nella Self-Tender offer la società target riacquista le proprie azioni dagli

---

<sup>25</sup> LBO; abbreviazione di Leveraged Buyout.

<sup>26</sup>Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria (o leverage) un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative.

azionisti; invece, LBO è il management societario che si indebita in modo da poter acquistare la società target.

La **Leveraged Recapitalization** è uno strumento alternativo, che, come i LBO, riprende la strategia difensiva della Self-Tender offer, ma utilizza una raccolta simile ai LBO. In questo caso, infatti, non vengono utilizzate le liquidità della società, ma viene modificata la struttura di capitalizzazione della società stessa in modo da raccogliere capitale. La LRC<sup>27</sup> è un'operazione di finanza aziendale in cui la società modifica la propria struttura di capitalizzazione sostituendo la maggior parte del proprio capitale con titoli di debito. In altre parole, la società target prende in prestito denaro dal mercato per ricomprare le proprie azioni precedentemente emesse. Con questa operazione come succede nella Self-Tender offer la società va a contrastare l'acquirente ostile togliendo quote societarie dal mercato. In particolare, le ricapitalizzazioni con leva hanno una struttura simile a quella dei LBO descritti in precedenza, nella misura in cui utilizzano la leva finanziaria in modo da raccogliere fondi sufficienti. Troviamo alcune differenze con il LBO. In particolare, va evidenziato come nel caso di LBO è il management o un numero di azionisti di minoranza che decide di indebitarsi per contrastare l'acquisizione, mentre nel caso di LRC è la società stessa che, modificando la struttura del suo capitale, si indebita. Inoltre, spesso i LBO vengono utilizzati per privatizzare la società, mentre le operazioni di LRC vengono utilizzate in periodi di tassi favorevoli per raccogliere capitale. Infatti, i LBO sono operazioni principalmente usate durante acquisizioni, al contrario le LRC sono semplici operazioni strategiche che possono essere utilizzate in diverse situazioni. Come i LBO anche le LRC hanno i loro rischi. La società, infatti, si indebita in modo elevato, e questo debito va a gravare sul bilancio societario. Nel caso di una società stabile e in salute questa situazione comporta pochi rischi, al contrario per una società non in salute si hanno rischi elevati.

Un'altra modalità in cui può essere interrotta un'acquisizione ostile è il cosiddetto pagamento **Greenmail**<sup>28</sup>. Greenmail è la pratica di acquistare abbastanza azioni di una società per minacciare un'acquisizione ostile in modo che la società target riacquisti invece le sue azioni a un premio. Troviamo una similitudine con la OPA difensiva perché anche in questo caso la società riacquista le sue azioni. La differenza sta nel soggetto da cui le riacquista, in

---

<sup>27</sup> LRC; abbreviazione di Leveraged Recapitalization.

<sup>28</sup> Il termine Greenmail deriva da una combinazione di blackmail, ricatto in inglese, e green (verde) il colore dei dollari americani. Questo termine è nato negli anni '80, periodo in cui c'è stato un alto numero di acquisizioni aziendali concluse con questo tipo di pagamento.

questo caso l'acquirente nella Self-Tender Offer gli azionisti esistenti. La società accetta di fare un pagamento Greenmail per scongiurare la possibilità di acquisizione ostile da parte dell'acquirente. L'investitore ostile ha un grande ritorno economico da questa pratica dovuto dal divario tra il prezzo di acquisto delle azioni e il prezzo di vendita comprensivo del prezzo premium; l'investitore può essere intenzionato fin da subito a raggiungere un pagamento Greenmail oppure le sue intenzioni cambiano nel corso del tentativo di acquisizione. Il Greenmail funziona quindi come un vero e proprio ricatto. Con il pagamento la società si assicura l'interruzione del tentativo di acquisizione e che l'acquirente ostile non acquisti più azioni per un determinato periodo. Questa pratica nasce negli anni '80 in cui molti tentativi di acquisizione si sono conclusi attraverso un accordo di questo tipo. Durante quel periodo, si sospettava che alcuni investitori ostili, cercando solo di trarre profitto, avessero avviato OPA ostili senza alcuna intenzione di portare a termine l'acquisizione. Ad oggi la pratica di Greenmail è molto meno utilizzata, questo perché è stata regolamentata maggiormente. Ad esempio, in USA nel 1987 l'Internal Revenue Service (IRS)<sup>29</sup> ha introdotto un'accisa del 50% sui profitti generati con questo tipo di pratica. Ad oggi l'utilizzo di questa pratica da parte di investitori ostili è molto ridotta a causa delle clausole anti-greenmail. Questa consiste in una clausola speciale nello statuto aziendale che impedisce al consiglio di amministrazione di approvare i pagamenti Greenmail. I critici di questa pratica la vedono come una vera e propria estorsione.

Un altro tipo di accordo che può essere stipulato direttamente con l'acquirente è il cosiddetto **Accordo di Sospensione**. Questo contratto tra società e azionista regola le modalità con le quali l'azionista può acquistare e vendere le azioni della società target e come può esercitare il suo diritto di voto. Un accordo di sospensione viene stipulato nel momento in cui la società target si accorge che uno dei suoi azionisti ha una quantità di influenza e azioni tali che potrebbe diventare un acquirente ostile. In particolare, la società offre la possibilità di questo accordo quando subisce la pressione di un offerente aggressivo o di un azionista attivista. Questo tipo di accordo può realmente interrompere il processo di acquisizione, eliminando la possibilità di acquisizione ostile nel caso la negoziazione amichevole non vada a buon fine. La società attraverso l'accordo ottiene un maggiore controllo rispetto le azioni dell'offerente o azionista e riduce il rischio che questo si avventi in un tentativo di acquisizione ostile. Di contro l'offerente o l'azionista viene in possesso di maggiori informazioni relative

---

<sup>29</sup> L'Internal Revenue Service, abbreviato in IRS, è l'agenzia governativa deputata alla riscossione dei tributi all'interno del sistema tributario degli Stati Uniti d'America.

alla società e viene incluso nella direzione societaria. Un esempio di accordo di sospensione si può trovare all'interno del CDA di Twitter. Coloro che fanno parte del board di Twitter non potevano detenere una quota maggiore al 15% della società stessa. L'individuo, quindi, ottiene influenza e la possibilità di prendere parte alle scelte societarie, in cambio di limitazioni rispetto alle azioni che può intraprendere. In questo modo la società si tutela dall'imprevedibilità dei singoli soggetti. Gli accordi di sospensione sono considerati una difesa successiva perché vengono stipulati nel momento che la società riconosce che un soggetto o un gruppo di soggetti può rappresentare una minaccia nel futuro. Questi possono anche essere messi in atto successivamente al tentativo di acquisizione, nel caso in cui l'investitore ostile sia interessato più ad avere influenza all'interno della società che ad acquistarne la proprietà.

Analizziamo ora la **Crown Jewel Defense**, letteralmente la difesa dei gioielli della corona<sup>30</sup>. Viene nominata così perché riguarda gli asset aziendali più redditizi o di valore che vengono paragonati ai gioielli della corona. Questi asset potrebbero essere relativi alla linea di business che produce l'oggetto più profittevole che un'azienda vende, o al dipartimento che detiene la proprietà intellettuale per un progetto con grandi prospettive di rendimento. Questa strategia difensiva è una difesa di ultima istanza perché la società target eliminerà intenzionalmente parte del suo valore e per questo la sua applicazione viene considerata solo in casi estremi. La Crown Jewel Defense consiste nella vendita dei core asset della società, spesso al di sotto del valore di mercato. In questo modo la società target cerca di ridurre la propria attrattività con la speranza che l'investitore ostile rinunci all'acquisizione. L'efficacia di questa difesa è molto alta; infatti un'acquirente ostile che intraprende l'acquisizione sarà principalmente interessato ai core asset del target, il quale vendendoli prova a difendersi. È importante però considerare anche cosa si perde con questa difesa. I gioielli della corona sono, come già detto, la parte più importante della società per cui con la vendita di questi la sussistenza della società stessa viene messa a rischio. Perdendo i suoi core asset la società rischia di fallire perché non più in grado di produrre. Per questo motivo questa è considerata una difesa di ultima istanza. La Crown Jewel Defense può essere anche strutturata come difesa preventiva, che avviene inserendo nei regolamenti interni una clausola che determina la vendita dei Gioielli della Corona nel caso di un tentativo di acquisizione ostile.

---

<sup>30</sup> I gioielli della corona si riferiscono alle unità più preziose di una società, in relazione a caratteristiche come redditività, valore patrimoniale e prospettive future

Un'altra difesa di ultima istanza è la cosiddetta difesa **Pac-Man**. Questa è una strategia difensiva di ultima istanza perché richiede un enorme sforzo finanziario, maggiore paragonato a quasi tutte le altre difese, e il suo risultato non è certo. Date le sue caratteristiche la difesa Pac-Man viene considerata una difesa di ultima istanza. In questa strategia la società target dell'acquisizione ostile mette in atto a sua volta un tentativo di acquisizione nei confronti della società offerente. Viene chiamata difesa Pac-Man perché come nel videogioco l'inseguito diventa inseguitore. Nel videogioco Pac-Man il giocatore ha diversi fantasmini che lo inseguono per eliminarlo, ma se il giocatore mangia un power pallet diventa lui l'inseguitore con possibilità di eliminare i fantasmini. Nello stesso modo la società target cerca di ribaltare la situazione provando ad acquistare a sua volta la società offerente. In questo modo la società target punta a spaventare l'acquirente e spostare la sua attenzione, e il suo capitale, a difesa della propria società interrompendo il tentativo di acquisizione ostile. Per questa difesa è fondamentale che la società target disponga di una riserva straordinaria di grandi dimensioni in modo da finanziare questa operazione. In caso contrario la società sarà costretta a ricorrere ad altre pratiche per trovare i fondi necessari all'operazione, pratiche come la LRC oppure la vendita degli asset societari come avviene nella Crown Jewels Defense. La difesa Pac-Man è una difesa molto efficace perché questa pratica può spaventare efficacemente un investitore ostile e allo stesso momento dimostra al mercato che la società in questione è una società difficile da acquistare e che reagirà in caso di acquisizione. Pur essendo molto efficace questa strategia difensiva porta con sé diversi svantaggi. La difesa Pac-Man, come già detto, richiede un enorme sforzo finanziario che si andrà ad aggiungere ai debiti della società aggravando la situazione precedente al tentativo di acquisizione. A seconda della situazione di partenza le conseguenze potrebbero essere, negli scenari migliori perdite negli esercizi successivi o riduzione dei dividendi distribuiti, nei peggiori dissesto finanziario e fallimento della società. A causa dei motivi appena elencati, pur considerando la sua efficacia, la difesa Pac-Man viene utilizzata solamente in situazioni estremamente critiche dove ogni altra strategia difensiva non è più efficace.

Nel momento in cui la società target si rende conto che non può autonomamente contrastare l'acquisizione ostile si rivolge a un soggetto terzo, questa strategia difensiva viene denominata **Il Cavaliere Bianco o White Knight** in inglese. In questa strategia la società target viene aiutata da una società terza, la quale entra nelle trattative come concorrente della società

offerente. La società terza è un soggetto “amichevole”<sup>31</sup> che viene in aiuto della società target, per questo motivo viene nominata Cavaliere Bianco. Al contrario l’acquirente ostile viene nominato il Cavaliere Nero. Il Cav.<sup>32</sup> Bianco quindi si inserisce nell’acquisizione portando un’offerta più vantaggiosa per gli azionisti rispetto a quella del Cav. Nero. Anche se la società target non rimane indipendente perché viene acquistata dal Cav. Bianco, questa acquisizione è comunque preferita all’acquisizione ostile. Il motivo è che la società target ha degli accordi con il Cav. Bianco che permettono di avere un’acquisizione più vantaggiosa sia dal punto di vista degli azionisti sia da quello del management. Infatti, gli azionisti ricevono un compenso maggiore con l’acquisizione del Cav. Bianco e il management solitamente rimane in vigore. Inoltre, il Cav. Bianco solitamente mantiene le attività core della società integre quindi per gli azionisti o i dirigenti, che sono legati alla società da un rapporto a lungo termine oppure che credono nelle possibilità future di crescita delle società, questo è un ulteriore vantaggio dell’acquisizione da parte del Cav. Bianco. Al contrario il Cav. Nero potrebbe smembrare la società acquistata per avere un ritorno dalla vendita delle singole attività societarie. Per queste ragioni la strategia del Cav. Bianco è estremamente efficace, ma per essere messa in atto bisogna rinunciare al controllo della società stessa. Il Cav. Bianco tra le difese successive è la più comune, e forse la più efficace. Troviamo numerosi esempi di acquisizioni ostili che si sono concluse attraverso questa strategia difensiva. Questo avviene perché nel momento che un’acquirente decide di portare avanti un tentativo di acquisizione ostile considera la possibilità che la società target si difende per cui è preparato per la situazione. Quindi nel momento in cui le altre strategie difensive non hanno effetto è necessario ricorrere al Cav. Bianco.

Una variante del Cav. Bianco è lo **Scudiero Bianco**. Questa strategia funziona esattamente come il Cav. Bianco ma l’investitore o società “amichevole” acquista una quota societaria e non la totalità della proprietà. La quota societaria in questione deve essere tale da impedire all’acquirente ostile di raggiungere la quota di maggioranza. Si può notare che il vantaggio principale di questa strategia difensiva rispetto al Cav. Bianco è che la società non perde la sua indipendenza. Dal punto di vista dell’investitore amichevole però questo tipo di operazione è meno conveniente perché non prende il controllo della società. Per bilanciare questo svantaggio allo Scudiero Bianco vengono offerti altri vantaggi, ad esempio la possibilità di acquistare in

---

<sup>31</sup> Con amichevole si intende un soggetto che ha rapporti di lungo termine con la società target o che semplicemente a una proposta con condizioni migliori rispetto a quella dell’acquirente ostile.

<sup>32</sup> Cav.; abbreviazione di Cavaliere.

futuro azioni della società ad un prezzo scontato oppure la possibilità di avere un dividendo fisso che non dipende dai risultati della società.

In conclusione, possiamo evidenziare dei fattori comune alle difese successive. La principale caratteristica che si riscontra in tutte queste difese è l'elevata quantità di rischio. Infatti, per le difese successive è necessaria una grande quantità di fondi, che spesso vengono presi a prestito per mezzo dell'indebitamento. A seconda della situazione finanziaria della società target le conseguenze del sovraindebitamento dovuto alla messa in atto di una strategia difensiva successiva possono essere più o meno gravi, in particolare nei casi più gravi la conseguenza è il fallimento della società stessa. Per questo motivo per considerare se valga o meno la pena di difendersi è importante valutare la capacità della società di ripagare il debito rispettando i termini prima di mettere in atto una difesa di questo tipo. Nel caso in cui la società finanziariamente non sia in grado di difendersi l'ultima possibilità è la messa in atto della strategia del Cav. Bianco. Questa però non è una strategia semplice da metter in atto per due motivi principali. La società deve comunque essere disposta a perdere la propria autonomia a favore del Cav. Bianco. Secondo bisogna trovare un soggetto terzo disposto e interessato ad acquisire la società target a condizioni migliori dell'investitore ostile.

### **2.3.3. Azioni legali**

Una strategia alternativa che risulta efficace per diversi motivi è la promozione di azioni legali contro l'acquirente ostile. La sua efficacia varia a seconda del sistema giuridico di cui la società fa parte. Le azioni legali vengono usate sia per rendere nulla l'acquisizione in caso di violazione di legge, oppure vengono usate come diversivo per far perdere tempo all'acquirente ostile.

Le azioni legali risultano estremamente efficaci in situazioni in cui i tempi sono ristretti ed i capitali in gioco elevati. Infatti, il risultato di bloccare temporaneamente l'acquisizione, immobilizzando i capitali dell'acquirente, potrebbe in sé avere il risultato di fermare l'acquisizione ostile. L'ordinamento normativo di riferimento è determinante nella riuscita di questa strategia. Ad esempio, negli USA la normativa sulla concorrenza viene sempre utilizzata da parte delle società target, queste fanno leva sul fatto che la concentrazione che deriverebbe dal successo dell'acquisizione determinerebbe effetti anti-competitivi e sfavorevoli ai

consumatori finali<sup>33</sup>. Molto spesso però le azioni legali vengono portate avanti senza una ragione reale e anzi alle volte si riscontra che una contrazione della concorrenza abbia dei benefici. Al contrario in sistemi estremamente burocratici come quello italiano sarebbe più efficace, al fine di guadagnare tempo, contestare un'ipotetica violazione delle regole formali e procedurali. In particolare, se vi è una vera e propria violazione da parte dell'acquirente le azioni legali hanno un'altissima efficacia e portano ad evitare l'acquisizione quasi in maniera certa. Invece, se le azioni legali sono utilizzate come diversivo. Queste possono causare l'interruzione dell'acquisizione per un aumento dei costi, dovuto dal maggior tempo necessario per concludere l'acquisizione. Oppure servono anche come strategia per guadagnare tempo e riorganizzare un'efficace difesa successiva all'acquisizione ostile.

## **2.4. Valutazioni sulle strategie difensive**

Dopo aver visto come le diverse strategie difensive hanno ognuna vantaggi e svantaggi, saranno esaminati, in generale, le conseguenze e le considerazioni rispetto ai diversi aspetti dei due gruppi principali di difesa; preventive e successive.

Le tecniche difensive preventive hanno il principale vantaggio di essere preparate in vista di un tentativo d'acquisizione, mentre le tecniche successive sono frutto di decisioni prese durante le acquisizioni. Questo determina una sostanziale differenza rispetto alla considerazione delle conseguenze e degli interessi da tutelare. Potendo essere preparate in anticipo le strategie preventive di difesa considerano in modo più analitico le conseguenze, le possibili strategie alternative che l'acquirente ostile potrebbe attuare e i diversi rischi che potrebbero derivare da esse. In particolare, si può notare come queste puntino maggiormente ad una tutela degli interessi degli azionisti e non solo a difendere la posizione del management. Pur considerato questo spesso le difese preventive hanno conseguenze che determinano uno svantaggio per gli azionisti. Un punto importante a favore delle difese preventive è che non funzionano solo in contrasto all'acquisizione vera e propria, ma data la loro natura hanno l'importante effetto di essere deterrenti al tentativo di acquisizione stesso. Questo significa che spesso società con difese preventive non arrivano ad affrontare un tentativo di acquisizione ostile perché la società interessata all'acquisto è scoraggiata dalla presenza di una della difesa

---

<sup>33</sup> Cap. I, par. 3.

preventiva. Le difese preventive però hanno anche evidenti riscontri negativi. In primo luogo, molte di esse determinano una svalutazione dell'impresa e quindi una riduzione del valore delle azioni sul mercato, con perdite per gli azionisti. Il deprezzamento può dipendere da diversi fattori come: l'emissione di nuove azioni, la vendita di azioni ad un prezzo ridotto, la vendita di asset aziendali, il sovraindebitamento ecc. Consideriamo ad esempio il caso di una pillola avvelenata di tipo flip-in. Le azioni aggiuntive immesse nel mercato riducono il valore delle azioni esistenti, questo perché saranno presenti più azioni della società. Un azionista che voglia mantenere la sua quota all'interno della società costante dovrà acquistare nuove azioni, impiegando capitale, per poi trovarsi alla fine del processo nella situazione che il valore della sua quota è rimasto inalterato a causa del deprezzamento delle azioni. L'azionista ha impiegato capitale per poi avere lo stesso valore iniziale e quindi è come se il capitale impiegato sia andato perso. Un secondo svantaggio importante conseguenza delle misure difensive preventive è che alle volte viene data troppa autonomia al management della società. Questo determina una maggiore libertà per i gestori delle società, che da un punto di vista è un vantaggio perché in questo modo i gestori possono esprimere tutto il loro potenziale ed essere efficienti, dall'altro può portare i gestori a compiere azioni imprudenti che potrebbero mettere a rischio gli interessi degli azionisti a favore dei loro. Un esempio di difesa in cui vengono date sicurezze aggiuntive al management è il Golden Parachute; grazie ai vantaggi in caso di licenziamento il management potrebbe essere più propenso ad agire rischiosamente, e quindi mettere a rischio gli interessi degli azionisti. Nel prossimo capitolo vedremo l'efficacia delle difese preventive attraverso l'analisi del caso Illumina – Roche, in cui avviene l'utilizzo di una pillola avvelenata.

Le tecniche difensive successive come detto in precedenza derivano da scelte prese sotto pressione e quindi vengono attuate meno considerazioni delle loro conseguenze secondarie a favore della loro efficacia nel contrastare il tentativo di acquisizione. Queste, infatti, essendo messe in atto dagli amministratori hanno come obiettivo primario difendere la loro posizione. In particolare, si può riscontrare che nelle difese successive ci sono maggiori contatti con l'acquirente ostile. Le difese successive possono consistere in: diventare concorrenti dell'acquirente, attuare accordi con l'acquirente oppure ridurre l'attrattività della società. Nella maggior parte dei casi le strategie difensive successive comportano entrare in concorrenza con l'acquirente ostile. Questo viene fatto in diversi modi. Nei casi di Self-Tender, LBO e LRC si entra in concorrenza in modo diretto e si ha come oggetto dell'acquisizione la società target. Nel caso di Pac-Man defense si prova a capovolgere la situazione puntando all'acquisizione della società offerente. Invece, nel caso di Cav. o Scudiero Bianco si cerca una società terza

che voglia acquistare la società target in modo da evitare l'acquisizione da parte dell'acquirente ostile. Ci troviamo invece di fronte ad accordi con l'acquirente ostile nei casi di Greenmail e Accordi di Sospensione, in questi casi la società target decide di accordare un vantaggio all'acquirente a condizione che esso non porti avanti un tentativo di acquisizione. Invece la società target riduce la sua attrattività attraverso la Crown Jewels Defense, con cui attua la vendita dei suoi asset principale rendendosi poco attraente agli occhi di un investitore. Quindi le strategie di difesa successiva in generale comportano un grande sforzo economico che varia a seconda della strategia scelta. Lo svantaggio di queste strategie si trova proprio nel fattore economico. A seconda della situazione di partenza questo sforzo può determinare problemi economici e nei casi peggiore una crisi finanziaria per la società stessa. L'indebitamento dovuto alla messa in atto di queste strategie può portare ad una svalutazione della società, quindi al deprezzamento delle azioni, con conseguenze analoghe a quelle riscontrate per le difese preventive.

Le tipologie di difesa possono essere estremamente efficaci, ma, come visto, hanno anche riscontri negativi. È importante per una società valutare a fondo la propria strategia anti-takeover. In particolare, va ricordato che le strategie preventive sono preparate in modo da non riscontrare conflitti di interessi e tutelare per quanto possibile tutti i soggetti, al contrario le strategie successive sono scelte rese dagli amministratori durante il tentativo di acquisizione, per cui vengono fatte meno considerazioni sugli interessi da tutelare. Proprio per questo motivo le strategie successive sono maggiormente regolamentate<sup>34</sup>. Tenendo conto di queste considerazioni le strategie preventive pongono meno rischi per la società target. In primo luogo, perché in senso economico costano alla società meno. In secondo luogo, perché la società ha tempo per analizzare la giusta strategia ed evita di attuare una difesa che viola le norme di riferimento. Nello stesso momento permettono all'amministrazione di non avere preoccupazioni e questo, come abbiamo visto ad esempio nei casi di Staggered Board o Diritto di voto differenziato<sup>35</sup>, può portare alla mal gestione della società. Per cui bisogna attuare un trade-off tra i diversi rischi e scegliere la strategia difensiva più adatta alle caratteristiche dell'impresa.

In conclusione, le strategie di difesa preventive e successive sono due importanti strumenti per le società che vogliono proteggersi da acquisizioni ostili. Bisogna ricordare che la loro

---

<sup>34</sup> V.infra, Cap I, par 3.

<sup>35</sup> V.infra, Cap II, par 3.1.

efficacia spesso si basa sulla collaborazione degli azionisti con il management. Infatti, nel caso in cui gli azionisti fossero tutti favorevoli all'acquisizione per gli amministratori non ci sarebbe molto da fare, i loro interessi sarebbero tutelati solo in caso di difese preventive specifiche come il Golden Parachute<sup>36</sup>. Nel caso opposto invece se tutti gli azionisti fossero fortemente contrari all'acquisizione sarebbe impossibile per l'acquirente ostile di completare l'operazione, se non aumentando la sua offerta in maniera spropositata. Proprio per questo motivo la miglior strategia per evitare situazioni di acquisizione ostile è proprio avere un azionariato con interessi e obiettivi comuni e un management in linea con questi in modo da trovare sempre l'accordo più conveniente per tutti i soggetti in gioco.

---

<sup>36</sup> V. infra, Cap II, par 3.1.

### 3. Caso Illumina – Roche

In questo capitolo analizzeremo come vengono effettivamente utilizzate le strategie difensive contro le acquisizioni, attraverso lo studio di un caso reale. Il caso in questione riguarda Illumina Inc. e Roche Holding AG. La scelta di questo caso non è casuale; infatti il caso Illumina – Roche evidenzia l'utilizzo di più strategie sia per ottenere l'acquisizione di una società sia per difendersi. Inizieremo con un'analisi dei soggetti coinvolti, Illumina Inc. e Roche Holding AG, per poi continuare con la descrizione del caso. In particolare, vedremo che Illumina ricopre il ruolo di società target, mentre Roche è l'acquirente ostile.

#### 3.1. Illumina Inc.

Illumina Inc. è una società che opera nel settore Medtech<sup>37</sup> con sede a San Diego, California, USA. Illumina è una delle aziende leader nello sviluppo, produzione e distribuzione di strumenti per le scienze della vita e sistemi integrati per l'analisi su larga scala della variazione genetica e della funzione biologica. La sua attività principale riguarda la produzione di sistemi di sequenziamento per analisi genetiche e genomiche<sup>38</sup>. Le aree principali di interesse sono: oncologia, salute riproduttiva, scienze della vita e agricoltura. Di grande rilevanza i prodotti per l'analisi dei tumori e l'individuazione di cambiamenti in essi. Illumina Inc. opera a livello mondiale sia direttamente che attraverso distributori. La società è stata fondata nel 1998 e si è quotata in borsa nel 2000 attraverso un IPO<sup>39</sup>.

Dal punto di vista finanziario Illumina Inc. è una società in salute caratterizzata da una crescita costante, tendenza comune nel settore medico negli ultimi anni. La sua attuale capitalizzazione è di 37,61<sup>40</sup> miliardi di dollari USD ed il fatturato del 2021 corrisponde a 4,53 miliardi di dollari USD. Il prezzo delle azioni di Illumina Inc. ad oggi corrisponde a 240 dollari

---

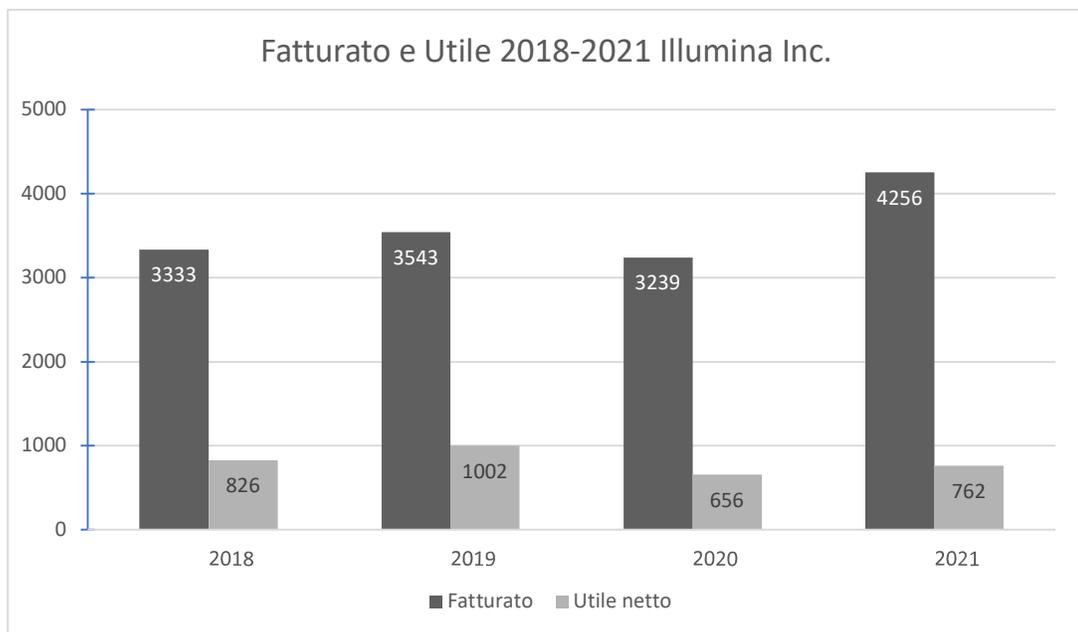
<sup>37</sup> Secondo l'Organizzazione Mondiale della Sanità, il settore Medtech riguarda le tecnologie mediche e biomediche. Il settore Medtech comprende le apparecchiature, le procedure e gli strumenti utilizzati per la prevenzione, la diagnosi e il trattamento della malattia e per la riabilitazione.

<sup>38</sup> Attraverso la genetica e la genomica, i ricercatori sono in grado di individuare i geni e le relative mutazioni che concorrono allo sviluppo di una patologia.

<sup>39</sup> L'IPO costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato.

<sup>40</sup> Yahoo Finance è la fonte di tutti i dati finanziari riportati in questo capitolo.

USD in grande crescita dal prezzo del 2012 (anno relativo al tentativo di acquisizione) che si aggirava intorno ai 40 dollari USD. In questo periodo il valore di mercato della società è cresciuto del 19,62% annuo, dato superiore alla crescita dell'indice S&P500<sup>41</sup> nello stesso periodo, che è stata del 13,62% annuo. Il fatturato di Illumina nel 2021 è cresciuto rispetto al 2020 del 39,7% passando, come si può vedere dal grafico sottostante, da 3,24 a 4,53 miliardi di dollari USD. Questo dimostra non solo la capacità della società di generare ricavi, ma anche la prontezza della società a reagire alla crisi finanziaria causata dalla pandemia. Bisogna evidenziare però che questa grande crescita dei ricavi non è dovuta solamente al recupero dalla crisi pandemica; infatti, anche rispetto al 2019 il fatturato ha avuto una crescita importante passando da 3,54 a 4,53 miliardi di dollari USD registrati nel 2021. Dal punto di vista degli utili negli ultimi quattro anni Illumina Inc. ha sempre generato rilevanti utili netti positivi confermando di essere una società in salute e remunerativa. Si può notare una contrazione degli utili netti negli ultimi due anni dovuta però principalmente alla crisi pandemica globale. Per ultimo, gli EPS degli ultimi quattro trimestri hanno superato le aspettative degli analisti. Questo significa che Illumina Inc. ha avuto un recupero dalla pandemia migliore di quello prospettato dal mercato.



Dati da Yahoo Finance, espressi in milioni di dollari USD.

<sup>41</sup> Lo Standard and Poor's 500, o S&P 500, è un indice ponderato di mercato che segue le performance delle 500 più grandi società quotate negli Stati Uniti.

In conclusione, si può evidenziare che Illumina Inc. rispecchia a pieno la società tipo che può essere oggetto di acquisizione in base a quanto detto in precedenza<sup>42</sup>. Questo perché nel 2012 era una società ancora giovane con grandi prospettive di crescita e una capitalizzazione intorno ai 5 miliardi di dollari USD. In particolare, la valutazione di mercato di Illumina Inc. era scesa vertiginosamente nei mesi precedenti perché la società non aveva raggiunto l'obiettivo trimestrale di vendite nell'autunno precedente e si parlava di potenziali tagli al budget federale per la ricerca medica. Questi eventi in concomitanza con la crescente competitività del settore hanno portato gli investitori a ridurre le loro aspettative su Illumina Inc., e quindi hanno causato la svalutazione della società stessa. Quindi possiamo concludere che la motivazione principale dell'acquisizione è l'individuazione di una società sottovalutata dal mercato che può portare grandi rendimenti futuri, sia per la sua crescita sia per le diverse sinergie che si potrebbero creare. Tutti questi fattori hanno portato la Roche Holding SA a tentare di acquisire Illumina Inc. nel 2012.

### **3.2. Roche Holding AG**

Roche Holding AG. è un gruppo che opera in due settori: farmaceutico e diagnostico. La holding, fondata nel 1896 da Fritz Hoffman-La Roche, ha sede a Basilea in Svizzera ed. Roche è una società fortemente improntata sulla ricerca medica, ed è tra le prime società a livello mondiale per investimenti in ricerca e sviluppo. Roche investe circa il 20% del proprio fatturato a livello globale in R&S<sup>43</sup>. Negli ultimi dieci anni Roche è anche stata prima per sostenibilità nel settore farmaceutico, biotecnologie e scienze della vita secondo l'Indice di Sostenibilità Dow Jones (DJSI)<sup>44</sup>. Roche opera a livello mondiale attraverso le società che controlla e il suo network di più di 250 partners. La società ha raggiunto questo traguardo anche attraverso le diverse acquisizioni fatte nel corso della sua vita, essendo Roche società molto attiva nel M&A con più di 30 acquisizioni attuate. Degne di nota troviamo l'acquisizione di Genentech<sup>45</sup>, nel

---

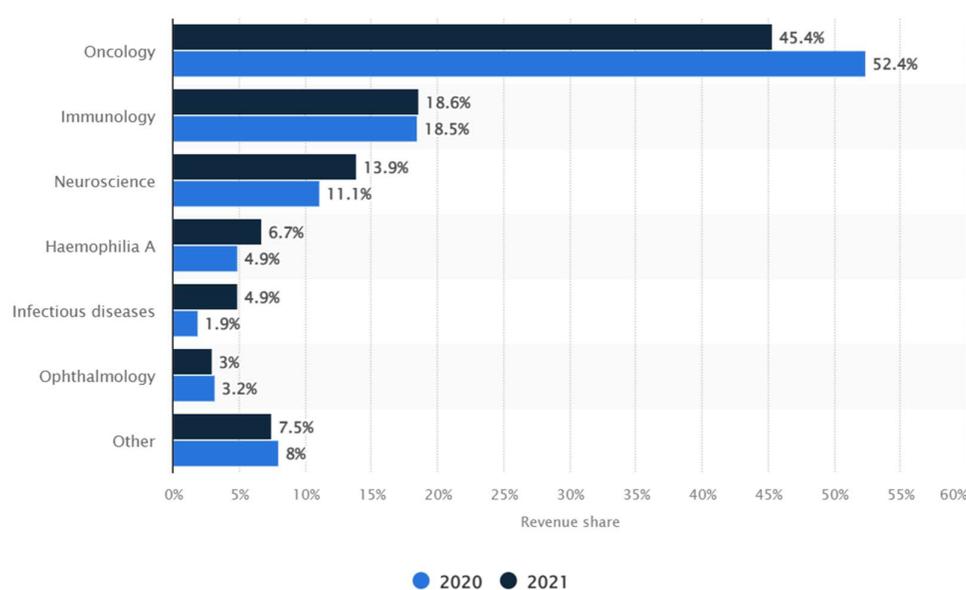
<sup>42</sup> V. infra, Cap II, par 1.

<sup>43</sup> Informazioni da Roche.com

<sup>44</sup> Il Dow Jones Sustainability Index (DJSI) valuta e compensa le aziende più performanti sulla base di criteri economici, ambientali e sociali. Lanciato nel 1999, recensisce un paniere di 2500 aziende in diversi settori economici, dalle quali seleziona le più soddisfacenti in termini di sostenibilità.

<sup>45</sup> Genentech Inc. è una società specializzata in attività biotecnologiche fondata nel 1976, società importante per l'evoluzione del settore della biotecnologia e nel campo della tecnologia del DNA ricombinante.

2009, per 46,8 miliardi di dollari USD e la più recente acquisizione di Intermune<sup>46</sup>, nel 2014, per 8,30 miliardi di dollari USD. Roche è leader a livello globale per quanto riguarda i trattamenti oncologici, rappresentando tale ramo la sua attività principale. Ciò si può riscontrare dal grafico sottostante<sup>47</sup> che ci mostra i ricavi per divisione in rapporto al totale dei ricavi nel 2020 e 2021. Questo è un altro dei motivi che ha portato Roche al tentativo di acquisizione di Illumina Inc., società riconosciuta principalmente per gli strumenti di analisi e monitoraggio dei tumori. L'acquisizione di Illumina da parte di Roche avrebbe dato la possibilità della creazione di un'importante sinergia e di un grande vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

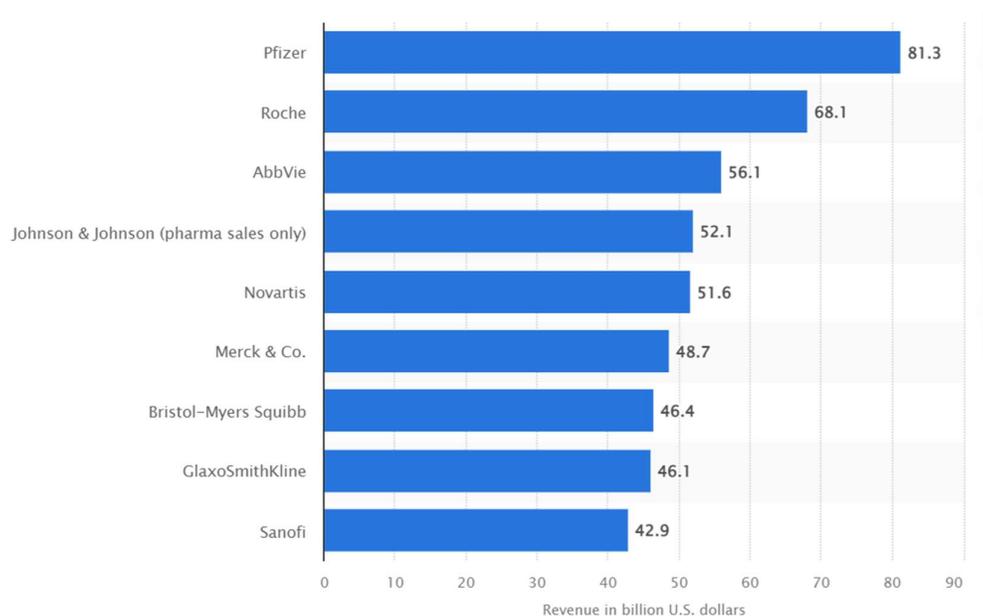


Dal punto di vista finanziario Roche Holding AG è una società matura tra i maggiori player del settore farmaceutico. Roche rientra tra le cosiddette Big Corps, avendo una capitalizzazione di 289,01 miliardi di dollari USD. Roche negli ultimi dieci anni è cresciuta, raddoppiando il suo valore rispetto a quello del 2012. Rispetto a Illumina la sua crescita è stata più moderata, in considerazione anche delle sue caratteristiche. Roche è una società matura caratterizzata da un dividendo crescente in modo costante. In particolare, negli ultimi 10 anni il dividendo di

<sup>46</sup> InterMune è focalizzato sulla ricerca, sviluppo e commercializzazione di terapie innovative di pneumologia e malattie fibrotiche orfane.

<sup>47</sup> Roche. "Distribuzione dei ricavi della divisione Farmaceutica di Roche nel 2020 e nel 2021, per area terapeutica." Grafico. 3 febbraio 2022. Statista.

Roche ha avuto una crescita del 2,65% annuo. Al contrario Illumina è più una Growth stock<sup>48</sup> con bassi rendimenti dai dividendi ma grandi possibilità di capital gain. Per cui il rendimento di Roche rispetto a quello di Illumina si basa maggiormente sui dividendi. Come già detto Roche è uno dei leader del settore farmaceutico a livello globale, nello specifico con 68.1 miliardi di dollari USD è la seconda compagnia farmaceutica per ricavi nel 2021. Solo Pfizer durante lo scorso esercizio ha superato Roche per ricavi totali.<sup>49</sup> Da questi dati si può notare la grande differenza tra Illumina Inc. e Roche Holding AG. Nel 2021 i ricavi di Roche sono ammontati a 68,1 miliardi di dollari USD, contro i ricavi di Illumina pari a solo 4,26 miliardi di dollari USA. Quindi i ricavi di Illumina paragonati a quelli di Roche rappresentano solamente il 6,25%. La situazione nel 2012, anno del tentativo di acquisizione era ancora più squilibrata con 1,14<sup>50</sup> miliardi in ricavi per Illumina e 49,73 miliardi in ricavi per Roche, con un rapporto in questo caso del 2,38%.



In conclusione, Roche Holding AG rappresenta uno dei principali player del settore farmaceutico. Nel settore farmaceutico particolare importanza è ricoperta dalla R&S e dalla

<sup>48</sup> Una growth stock è qualsiasi azione una società che dovrebbe crescere a un tasso significativamente superiore alla crescita media del mercato.

<sup>49</sup> PHARMABOARDROOM. "Le principali aziende farmaceutiche globali in base alle entrate farmaceutiche nel 2021 (in miliardi di dollari USA)." Grafico. 18 febbraio 2022. Statista.

<sup>50</sup> United states securities and exchange commission annual report for the fiscal year ended December 30, 2012. Illumina, inc.

proprietà dei brevetti, caratteristica che rende il settore molto incline a operazioni di M&A. Infatti, per una società come Roche Holding AG è più conveniente l'acquisto di una piccola società che detiene un importante brevetto o sta per ottenerlo, rispetto ad investire miliardi nella R&S senza avere la certezza di un risultato concreto. Per questo motivo abbiamo visto che Roche Holding ha attuato diverse operazioni di acquisizione nella sua vita rivestendo il ruolo di acquirente ostile. Inoltre, nel caso che andremo ad analizzare Roche si trova in una posizione di forza rispetto alla controparte. Per queste ragioni agli occhi esterni il tentativo di acquisizione di Illumina sarebbe dovuto andare a buon fine. Tuttavia, vedremo che Illumina Inc. riuscirà a evitare l'acquisizione grazie alle tecniche difensive discusse nel secondo capitolo.

### **3.3.Descrizione del caso**

Il 25 gennaio 2012 Illumina Inc. ha comunicato di aver ricevuto un'offerta ostile di acquisto da parte di Roche Holding AG. L'offerta valutava Illumina Inc. a 44,50 dollari USD ad azione, per un totale 5,70 miliardi di dollari USD per la proprietà dell'intera società. Questa cifra rappresentava un premium del 18% rispetto al valore di chiusura di borsa di Illumina del giorno precedente, 37,69 dollari USD. L'offerta aveva durata di dieci giorni. Ma vedremo successivamente che è stata prolungata fino ad aprile.

Nell'operazione di acquisizione Roche Holding AG ha individuato Greenhill & Co. E Citigroup Inc. come consulenti finanziari e Davis Polk & Wardwell LLP come consulenti legali. I direttori di Illumina sono supportati nelle loro scelte da Goldman, Sachs & Co. e Bank of America Merrill Lynch dal punto di vista finanziario e da Dewey & LeBoeuf LLP dal punto di vista legale.

Le motivazioni di questa offerta sono diverse. La prima è la sottovalutazione del valore di Illumina da parte del mercato, che abbiamo già nominato in precedenza<sup>51</sup>. Nel 2011 le azioni di Illumina Inc. erano scambiate fino a 79,40 dollari USD sul mercato azionario, mentre nel gennaio del 2012 il valore azionario di Illumina era sceso a 37,69 dollari USD. Questa riduzione del valore di mercato era conseguenza di tre diversi eventi. La prima causa era il non raggiungimento degli obiettivi di vendita del terzo trimestre del 2011, che ha anche portato a

---

<sup>51</sup> V. infra. Cap. III, par 3.1.

licenziamenti da parte della società. La seconda causa è stata l'aspettativa di tagli del budget federale per la ricerca medica. E infine la crescente competitività del settore Medtech. Tutti questi fattori hanno portato gli investitori a rivalutare le proprie aspettative sulle reali prospettive future della società. La seconda motivazione, anche questa già nominata, è la possibilità di creare un'importante sinergia tra le due società nella divisione oncologica. Roche è il maggiore produttore di farmaci contro il cancro e con l'acquisizione avrebbe ottenuto tecnologia per esaminare la composizione genetica dei tumori, con la possibilità per Roche di offrire cure specifiche ai propri clienti con maggiore sicurezza. L'ultima importante motivazione era l'annuncio il 10 gennaio da parte di Illumina della commercializzazione nella seconda metà dell'anno di una nuova macchina per l'analisi degli elementi costitutivi della vita. Questa macchina permetteva di sequenziare i genomi umani in pochi giorni invece che settimane o addirittura mesi. Per questo motivo l'acquisizione di Illumina diventava più appetibile, le acquisizioni nel settore medico-farmaceutico spesso avvengono per acquistare i brevetti o i diritti detenuti da una certa società su un prodotto per evitare costi di R&S. Questo annuncio ha avuto anche un effetto rilevante sul valore azionario. Tra il 10 e il 25 gennaio il valore di mercato di Illumina è cresciuto del 14,17% passando da 33,01 a 37,69 dollari USD. Quindi queste sono le ragioni che hanno portato Roche all'offerta ostile.

Il tentativo di acquisizione è guidato da Severin Schawn, capo della divisione diagnostica di Roche. Roche Holding AG è una società molto attiva nel M&A, nelle acquisizioni ostili segue sempre la stessa strategia. L'offerta iniziale promette un alto premium alla società target, ma sempre meno di quanto Roche sarebbe realmente disposta a spendere. Nella seconda offerta viene aumentato ancor di più il premium e in questo modo sembra estremamente conveniente. Con questa strategia Schawn ha avuto successo nei due tentativi di acquisizione che hanno preceduto Illumina, Ventana Medical System Inc. nel 2008 per 3,40 miliardi di dollari USD e Genentech Inc. nel 2009 per 46,80 miliardi di dollari USD. Essendo a conoscenza di ciò, ricordando il valore azionario dell'anno precedente e riscontrando un aumento del valore azionario del 39% nel giorno successivo, con le azioni scambiate a 52,21 dollari USD nella mattina e un prezzo di chiusura di 54,63 dollari USD, il CDA di Illumina ha deciso di respingere immediatamente l'offerta di acquisizione e sconsigliarla ai suoi azionisti.

Per sottolineare la propria decisione e proteggersi ulteriormente dal tentativo di acquisizione Illumina Inc. ha deciso di adottare una Poison Pill. Con questa strategia difensiva Illumina Inc. mette un tetto massimo alla quota che un acquirente ostile, in questo caso Roche,

può acquistare prima che la trappola si attivi. Se Roche acquistasse la proprietà di più del 15% delle azioni di Illumina Inc. gli altri azionisti della società avrebbero il diritto di acquistare le azioni in possesso di Roche a prezzo scontato. Questo come ampiamente descritto nel secondo capitolo riduce estremamente la posizione di forza di Roche che si ritrova ora in una situazione più difficile. L'operazione di acquisizione si complica considerando l'alto costo che deve essere sostenuto per portare avanti un'acquisizione contro un Poison Pill.

Roche, quindi, decide di prolungare la sua offerta di 44,50 dollari ad azioni, sperando che la volontà degli azionisti sia quella di monetizzare il proprio investimento. Dopo diversi mesi ad aprile 2012 Roche decide di aumentare la sua offerta e quindi promettere un premium ancora più alto sul prezzo di chiusura del 25 gennaio, questo viene fatto per provare a convincere gli azionisti che ritenevano che l'offerta precedente fosse troppo bassa. L'offerta di Roche sale a 51,00 dollari ad azione, questo rappresenta un premium del 35,31% rispetto al valore di chiusura precedente alla prima offerta ostile. Complessivamente l'offerta di Roche valutava Illumina 6,8 miliardi di dollari USD, una valutazione quasi doppia rispetto al valore di mercato di Illumina a dicembre 2011 che era pari a 3.7 miliardi di dollari USD. Dicembre 2011 viene preso come riferimento perché nel gennaio 2012 l'annuncio da parte di Illumina della futura commercializzazione di un prodotto innovativo ha fatto aumentare vertiginosamente il suo valore. Gli azionisti di Illumina Inc. non vengono convinti dall'aumento dell'offerta ostile. Questo perché il board della società continua a sconsigliare la vendita considerando che le future prospettive della società, e quindi il prezzo delle azioni e il rendimento per gli azionisti, sono estremamente elevate e sicuramente la valutazione della società continuerà a crescere. A favore di questo c'è il fatto che tra il 25 gennaio e aprile 2012 il prezzo di mercato delle azioni di Illumina non è mai sceso al disotto del valore della prima offerta di Roche e solamente in alcuni giorni è stato inferiore al prezzo della seconda offerta.

Severin Schawn decide quindi di cambiare strategia e provare ad attuare una Proxy Battle in modo da modificare il board di Illumina. Il 18 aprile 2012 è programmata la riunione generale annuale degli azionisti di Illumina e in quella data vengono votati i nuovi amministratori della società. Attraverso la guerra di deleghe Roche mirava ad eleggere nuovi amministratori, favorevoli all'acquisizione, in modo da consigliare l'acquisizione ed eliminare la misura difensiva. Questa strategia presenta anch'essa delle complicazioni. Il CDA di Illumina Inc. è costituito come Staggered Board, vale a dire che ogni anno solamente una parte degli amministratori viene sostituita mentre i restanti membri restano in carica. Lo Staggered

Board è una tecnica difensiva preventiva poco usata negli ultimi anni, però Illumina Inc. ha comunque deciso di utilizzarla considerando il suo settore di appartenenza. Il settore farmaceutico è infatti un settore estremamente sensibile alle operazioni di M&A come già spiegato in precedenza e come dimostra la grande quantità di operazioni di questo tipo che Roche ha attuato nel corso della sua vita. Per questo motivo è comune tra le società di recente costituzione mettere in atto diverse strategie difensive dalle acquisizioni ostili per evitare di essere acquistate da parte di uno dei grandi player del mercato. Roche decide comunque di portare avanti questa strategia considerando che una parte degli azionisti era indecisa sull'acquisizione e che quindi anche non raggiungendo la maggioranza del board avrebbe comunque potuto concludere l'operazione. La Proxy Battle di Roche non va a buon termine e il 18 aprile dopo la riunione generale annuncia che non prolungherà più la sua offerta di acquisto. In questo modo viene dato un ultimatum a Illumina comunicando che quella dei 51,00 dollari ad azione sarebbe stata l'ultima offerta da parte di Roche. Offerta che non verrà accettata da Illumina.

Illumina Inc. è riuscita a difendersi dal tentativo di acquisizione da parte di Roche grazie all'implementazione di due diverse strategie difensive e alla cooperazione da parte dei suoi azionisti. La situazione iniziale dell'acquisizione poneva Roche in una posizione di forza rispetto a Illumina per diversi motivi. Intanto, va considerata la differenza di dimensione tra le due società. Il rapporto di forza tra Illumina e Roche è paragonabile allo scontro tra Davide e Golia, e come Davide Illumina è riuscita a sconfiggere il suo opponente attraverso l'utilizzo di una strategia precisa. Inoltre, è importante ricordare che Roche è una società esperta per quanto riguarda le operazioni di M&A. Pur considerando la sfavorevole situazione iniziale, Illumina è riuscita a difendersi dall'acquisizione ostile grazie ad un'attenta valutazione di Roche. La scelta di mettere in atto una Poison Pill è giustificata dal fatto che finanziariamente Illumina non sarebbe stata in grado di difendersi attraverso una difesa di reazione. Questo proprio per la differenza di dimensioni con Roche.

In conclusione, abbiamo visto che anche una società di piccole dimensioni può difendersi da uno dei principali player del mercato attraverso le giuste strategie difensive. Da questa situazione si può evidenziare come il fattore più importante per una società stabile e sicura in grado di fronteggiare attacchi ostili sia la convergenza tra gli interessi del management e quelli degli investitori. Prendendo ad esempio il caso appena analizzato se gli investitori non avessero avuto piena fiducia nel management probabilmente avrebbero agito diversamente. La

confidenza che il management stesse agendo negli interessi della società ha portato gli investitori a seguire senza incertezze i consigli del board e quindi ha evitato l'acquisizione. Nel caso in cui gli azionisti non avessero avuto fiducia nel management probabilmente avrebbero deciso per la vendita della società, pensando che il board stesse agendo nei propri interessi e non in quelli della società. Per concludere, una società può riuscire a difendersi da un'acquisizione ostile solo se il management e gli azionisti perseguono gli stessi interessi e vengono messe in atto le giuste strategie difensive.

## Conclusioni

L'obiettivo dell'elaborato era dimostrare che difendersi da un tentativo di acquisizione è possibile.

Attraverso la descrizione delle diverse tecniche difensive è stato evidenziato come ciò è possibile per mezzo di molteplici tecniche e strategie. Sono state messe in rilievo le principali differenze tra le tecniche preventive e quelle successive.

Le tecniche preventive sono clausole presenti nei regolamenti interni ovvero caratteristiche identificative della struttura societaria. Attraverso l'utilizzo di queste la società ha un doppio sistema difensivo: deterrenza e difesa. Ciò avviene perché la sola presenza di tecniche di questo tipo funziona da deterrente contro possibili tentativi di acquisizione. L'ulteriore vantaggio di queste tecniche è il fatto stesso che sono ideate e preparate in tempi di "pace" per cui nella formazione di queste strategie vi è una maggiore considerazione degli interessi delle diverse parti, management e azionariato.

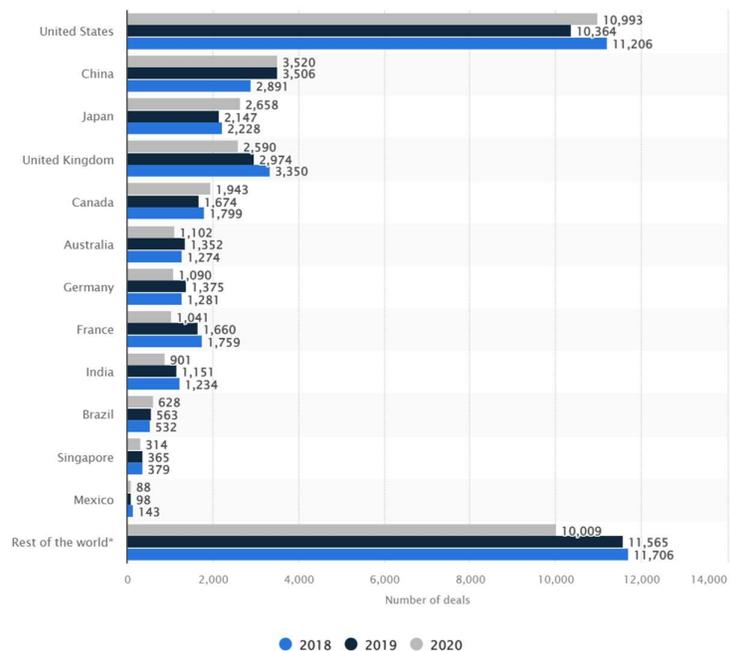
Le tecniche successive sono strategie di difesa che puntano a contrastare direttamente l'investitore ostile. La loro efficacia è superiore a quella delle strategie preventive. Queste ultime puntano solamente a rendere più difficile l'acquisizione, mentre le tecniche successive creano una vera e propria concorrenza all'investitore ostile. Nelle tecniche successive la società target attraverso l'indebitamento o il supporto di una società terza presenta una proposta con migliori condizioni rispetto a quella dell'investitore ostile. Lo svantaggio principale delle strategie successive è la grande quantità di capitale necessaria perché queste siano messe in atto.

Attraverso l'analisi di queste due categorie di strategie si è giunti alla conclusione che è necessario attuare un trade off tra efficacia e costo. Ogni società rispetto alle sue caratteristiche sceglierà le strategie migliori. Pertanto, una società con grandi liquidità potrà mettere in atto strategie successive più efficaci ma anche più dispendiose, mentre una società che dispone di basse liquidità utilizzerà tecniche preventive, le quali oltre a non comportare l'utilizzo di capitale permettono di tutelare gli interessi di tutti. Ciò viene applicato da Illumina nella scelta della difesa più adeguata da mettere in atto. Nell'analisi del caso Illumina-Roche si osserva come la società statunitense ha messo in atto una strategia che non ha comportato nessun esborso di denaro e allo stesso tempo è stata estremamente efficace. Inoltre, il fatto di aver

prolungato la trattativa di acquisizione ostile per poi evitare l'acquisizione finale ha fatto aumentare la fiducia degli investitori nella solidità della società ed ha quindi portato ad un aumento del valore di mercato della stessa.

Dalla trattazione possiamo inoltre concludere gli elementi fondamentali necessari ad una società per evitare un'acquisizione ostile. In particolare, viene messo in risalto il ruolo degli azionisti, che sono coloro che detengono la proprietà della società e che hanno quindi il reale potere di scelta. È quindi importante che gli azionisti ed il CDA abbiano obiettivi e interessi comuni. Perché ciò avvenga spesso gli amministratori hanno la proprietà di una parte di azioni o i loro compensi sono legati ai risultati della società. Oltre a questo, è necessaria un'attenta analisi delle caratteristiche societarie per mettere in atto la strategia difensiva più efficace. Nel caso di Illumina la scelta di prevedere lo Staggered Board e una Poison Pill si è rivelata estremamente efficace. In conclusione, abbiamo visto come anche in una situazione complessa come quella di Illumina è possibile evitare l'acquisizione attraverso le strategie difensive.

Concludendo ritengo utile osservare che queste operazioni siano maggiormente diffuse nel mercato americano rispetto a quello europeo e italiano, come possiamo vedere dal grafico<sup>52</sup> sottostante.



<sup>52</sup> STATISTA. *Volume di operazioni di fusione e acquisizione (M&A) completate in tutto il mondo dal 2018 al 2020*, per paese di destinazione. Grafico. 12 dicembre 2020.

Ciò ha origine da diversi fattori, il principale dei quali è la diversa regolamentazione a cui sono sottoposte le società dei diversi mercati. Nel mercato europeo, e specialmente in quello italiano, particolare importanza è data alla ricerca e al mantenimento della concorrenza perfetta, anche se questo può essere a sfavore dei consumatori nel breve periodo. Ciò avviene perché si presuppone che la concorrenza perfetta sia il sistema ottimo per il mercato. Per questo motivo molte acquisizioni sono contrastate dalle autorità antitrust giustificando l'esigenza della concorrenza perfetta. Mentre nel mercato americano l'obiettivo principale è il benessere del consumatore finale. Alcune operazioni, che in Europa sarebbero ostacolate da parte dell'antitrust, negli Stati Uniti vengono approvate dall'autorità proprio perché portano un vantaggio per il consumatore finale. Ne consegue un maggior numero di operazioni e, pertanto, un maggior utilizzo delle strategie difensive.

Pertanto, la trattazione di un argomento di questo tipo assume rilevanza molto più nel mercato americano rispetto a quello europeo.

## Bibliografia

1. BAE S. C. AND SIMET D. P. *A comparative analysis of leveraged recapitalization versus leveraged buyout as a takeover defense*, Review of Financial Economics Volume 7, Issue 2, 1998, Pages 157-172
2. BENNETT STEWART G. *La ricerca del valore*, Egea, Feb. 1998
3. BERKOVITCH E. AND NARAYANAN M. P. *Motives for Takeovers: An Empirical Investigation*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 28 No.3 pp. 347-362, Sep. 1993, Cambridge University Press.
4. BOOTH R. A. *The Problem with Federal Tender Offer Law*, California Law Review, Vol. 77 No. 4 pp. 707-776, Jul 1989
5. BORSA ITALIANA. *Glossario finanziario*
6. BREALEY R.A., MYERS S. C., ALLEN F. E SANDRI S. *Principi di finanza aziendale*, VIII edizione, Gen. 2020.
7. CONSIGLIO DELL'UNIONE. *Controllo delle concentrazioni tra imprese (Regolamento sulle concentrazioni)*, Regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio.
8. CONGRESSO USA. *Sherman Act*, 1890.
9. CONGRESSO USA. *Clayton Act*, 1914.
10. CONGRESSO USA. *Federal Trade Commission Act*, 1914.
11. CONGRESSO USA. *Williams Act*, 1968.
12. DAMORADAN A. *Motives for acquisition*, Professor of Finance at New York University School of Business.
13. DE SPIRITO L. *Offerta pubblica d'acquisto ostile: analisi delle strategie difensive successive e preventive*. Tesi di Laurea in Diritto commerciale, Luiss Guido Carli, relatore Vincenzo Donativi, 2019.
14. DESANA E. *OPA e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano, 2003, p. 30.
15. FAMA E.F. E FRENCH K.R. *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, 1996.
16. ILLUMINA, INC. *United states securities and exchange commission annual report for the fiscal year ended December 30, 2012*.
17. JARRELL G. A. *Takeovers and Leveraged Buyouts*, The Concise Encyclopaedia of Economics.

18. WHALEN J. *Roche Won't Extend Illumina Takeover Bid*, Wall Street Journal, April 18, 2012.
19. PARDOLESI R. e PORTOLANO A. *All'ombra delle piramidi*. Appunti su OPA, governo societario e concorrenza tra ordinamenti, p. 58 ss.
20. PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO. *Direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto*, Direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004.
21. PELLIGRA V. *Scalate ostili e pillole avvelenate*. Come passare dall'azzardo morale alla comunità del vantaggio, Il Sole 24 Ore, Dic. 2021.
22. RUBACK R. S. *An Overview of Takeover Defenses*, pp. 49 – 68 in AUERBACH A. J. *Merger and Acquisitions*, University of Chicago Press
23. TRIPATHI A. N. AND MAHESHWARI U. *Shares with differential voting rights: a legal and economic analysis*, Student Bar Review, Vol. 15 pp. 74-89, 2003
24. ZWECKER A. *The EU takeover directive: eight years later, implementation but still no harmonization among member states on acceptable takeover defenses*, Tulane Journal of International and Comparative Law, 21(1), 233-[vi]. 2012