

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra Finanza Aziendale Avanzato

# La quotazione in borsa in periodi di crisi: il caso Philogen

Prof. Luigi Gubitosi

---

RELATORE

Prof. Giuseppe D'Alessandro

---

CORRELATORE

Matteo Giansante 716471

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

## Indice

<i>Introduzione</i> .....	3
<i>1 I RIFLESSI DELLA CRISI PANDEMICA SUL SISTEMA ECONOMICO E FINANZIARIO ITALIANO</i> .....	4
1.1 La struttura del sistema economico-finanziario .....	4
1.2 Gli effetti del Covid19 sulle imprese italiane.....	7
1.3 Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità.....	11
1.4 Gli strumenti finanziari a sostegno delle imprese .....	13
1.5 Il management e l'epidemia: la nuova cultura di impresa .....	19
<i>2 LA QUOTAZIONE IN BORSA COME STRATEGIA DI CRESCITA E DI SUPERAMENTO DELLA CRISI</i> .....	23
2.1 Borsa e impresa: patto per la crescita.....	23
2.2 La Borsa Italiana S.p.A. ....	25
2.3 I requisiti per l'ammissione alla quotazione di Borsa.....	28
2.4 Le procedure formali e gli attori del processo di quotazione.....	32
2.5 I costi della quotazione, i vantaggi e gli svantaggi per la società e per i diversi stakeholders 36	
2.6 La quotazione in borsa in un periodo di crisi sanitaria ed un'analisi in particolare sulle imprese italiane .....	39
<i>3 VALUTAZIONE D'AZIENDA E IPO</i> .....	46
3.1 Le valutazioni d'azienda .....	46
3.2 La struttura dell'operazione di IPO .....	54
3.3 Ammissione e inizio negoziazioni .....	59
3.4 La vita di una società quotata e i servizi offerti da Borsa Italiana .....	61
<i>4 IL CASO PHILOGEN</i> .....	65
4.1 Il settore delle Biotecnologie.....	65
4.2 La storia dell'azienda, l'evoluzione societaria ed il settore di attività.....	68
4.3 I principali competitors .....	74
4.4 Gli obiettivi della quotazione in Borsa.....	82
4.5 La valutazione dell'azienda nel processo di quotazione .....	83
4.6 Philogen, a Piazza Affari la prima Ipo del 2021 .....	89
4.7 Lo sbarco in Borsa e l'andamento delle quotazioni .....	91
<i>Conclusione</i> .....	96
<i>Bibliografia e Sitografia</i> .....	98

## **Introduzione**

L'obiettivo del seguente elaborato è l'analisi della quotazione in borsa contestualizzata ad un momento di crisi economica che stiamo attraversando per via della pandemia, con un riferimento specifico al caso della società Philogen S.p.A., che ha deciso di fare richiesta per l'ammissione in quotazione durante questo periodo di emergenza sanitaria. Per prima cosa verranno evidenziati i riflessi della crisi pandemica sul sistema economico e finanziario italiano, analizzando gli effetti del Covid19 sia sulle famiglie che sulle imprese, con un'attenzione particolare al fabbisogno di liquidità e facendo una panoramica sugli strumenti adottati dallo Stato a favore delle imprese.

Nel capitolo seguente verrà illustrato il processo di quotazione in borsa come strategia di crescita e superamento della crisi, ponendo l'accento sulle procedure formali, i requisiti, gli attori, le modalità, i costi ma anche sulla quotazione in borsa in un periodo di crisi sanitaria con uno sguardo in particolare alle imprese italiane.

Successivamente verrà posta l'attenzione sul processo di valutazione di azienda, step principale e necessario per l'operazione di IPO, in cui verranno illustrate le diverse modalità di valutazione e l'intera procedura di ammissione in quotazione.

Nell'ultimo capitolo verrà descritto un caso, prendendo in esame l'IPO della società Philogen, andando ad evidenziare gli obiettivi della quotazione in borsa, la valutazione d'azienda nel processo di quotazione e lo sbarco a Piazza Affari della società con l'inizio delle negoziazioni e le prospettive future del titolo.

# 1 I RIFLESSI DELLA CRISI PANDEMICA SUL SISTEMA ECONOMICO E FINANZIARIO ITALIANO

## 1.1 La struttura del sistema economico-finanziario

Il sistema economico può essere inteso come l'insieme di tutti i soggetti che partecipano all'attività economica, ovvero tutte le operazioni necessarie all'uomo per soddisfare i propri bisogni rispettando una serie di regole e di fattori culturali, politici, religiosi, ambientali, tecnici e scientifici.

Sono soggetti economici, dunque, tutti coloro i quali svolgono attività economica e che generano operazioni di scambio:

La famiglia: è un soggetto economico che non ha fine di lucro e che riesce ad ottenere ricchezza tramite il lavoro di alcuni dei suoi membri e tramite il patrimonio accumulato in precedenza o ricevuto in eredità. Le scelte della famiglia possono essere equiparate ad un'azienda di consumo che deve soddisfare i bisogni dei propri componenti, e tengono conto anche della necessità del risparmio e dal pagamento dei diversi tributi. Le scelte delle famiglie sono fondamentali in quanto influenzano la domanda che arriva sul mercato e di conseguenza anche le scelte delle imprese.

L'impresa: è un soggetto economico con fine di lucro, si occupa della produzione di beni e servizi al fine dell'ottenimento di un utile di esercizio; acquista le risorse e i fattori produttivi, tra cui il lavoro, che devono essere utilizzati per l'ottimizzazione delle attività di produzione.

Lo Stato: inteso come una comunità organizzata all'interno di un territorio dotata di sovranità e quindi con la possibilità di emanare e far rispettare norme e disposizioni, che si occupa di stabilire e provvedere ai bisogni delle entità che ne fanno parte.

I soggetti esterni che entrano in contatto con il nostro sistema economico (altri paesi, enti ed operatori stranieri)

In linea generale e teorica possiamo configurare 3 modelli generali di sistemi economici: Sistema economico liberista: oggetto dello studio del filosofo ed economista Adam Smith è caratterizzato dalla presenza di un libero mercato con la proprietà privata dei mezzi di produzione; i prezzi, dunque, si formano liberamente sul mercato senza l'intervento dello Stato.

Sistema economico collettivista: pianificazione economica da parte dello Stato che

detiene tutti i mezzi di produzione, dunque presenza della proprietà pubblica dei mezzi di produzione diversi dal lavoro e quindi limitazione della libertà personale.

Sistema economico misto: presenza di alcuni elementi sia del modello liberista, come la libertà dell'iniziativa privata, e collettivista, quale ad esempio l'influenza dello Stato attraverso la politica economica. I prezzi, di conseguenza, si formano sul libero mercato ma c'è la possibilità di intervento da parte dello Stato.

Un sistema economico sicuramente è molto complesso da analizzare ma può essere considerato come un insieme formato da diversi sottoinsiemi che ne fanno parte, che lo costituiscono e lo alimentano. I suoi componenti possono infatti essere riassunti sicuramente in diversi sistemi: sistema di produzione, in cui è possibile la realizzazione di beni e servizi; sistema di consumatori in cui si determina la domanda, come abbiamo visto in precedenza, grazie al consumo di famiglie e imprese; sistema creditizio-finanziario tramite il quale le banche e gli intermediari finanziari permettono la circolazione di liquidità, capitali e strumenti finanziari; sistema mercato in cui avviene lo scambio di beni, servizi e mezzi monetari che sono regolati dalla legge della domanda e dell'offerta; infine l'ultimo sistema riguarda lo Stato che alimenta il sistema economico tramite la spesa pubblica e ne controlla le dinamiche attraverso la definizione e attuazione di politiche fiscali e monetarie.

Il sistema economico si deve immaginare come strettamente collegato nonché dipendente dal sistema finanziario; il sistema finanziario può essere inteso come l'insieme di mercati, intermediari e strumenti finanziari in grado di soddisfare i bisogni finanziari di determinati soggetti quali famiglie e imprese.

Le funzioni principali del sistema finanziario sono diverse:

Funzione monetaria, ovvero la possibilità di creare e di far circolare mezzi di pagamento, che si concretizza sia nella messa a disposizione dei mezzi di pagamento per gli utenti sia nei relativi servizi di pagamento; tale funzione è svolta dalle banche centrali, attraverso l'emissione della moneta legale, e dal sistema bancario nazionale mediante l'offerta di strumenti e servizi di pagamento collegati con operazioni bancarie in conto corrente.

Funzione di intermediario finanziario, tramite il trasferimento delle risorse finanziarie da unità in avanzo a quelle in disavanzo e con il collegamento tra risparmio ed investimento; è possibile avere un trasferimento di risorse tra soggetti con esigenze diverse, da un lato coloro i quali intendono realizzare un impiego fruttifero, e a rischio

limitato, dei loro risparmi e dall'altro coloro i quali richiedono capitali per coprire le proprie esigenze finanziarie. L'insieme delle attività e degli strumenti finanziari necessari costituisce il mercato dei finanziamenti.

Funzione di trasmissione della politica monetaria, in quanto moneta e credito hanno un'influenza molto rilevante sulle decisioni di spesa e risparmio degli agenti economici e di conseguenza su tutte le variabili macroeconomiche quali reddito, investimenti, prezzi, consentendo, in questo modo, di rendere efficaci le decisioni di politica monetaria delle banche centrali.

Funzione di assicurazione come copertura dal rischio o gestione di contratti speculativi tramite la forma dei contratti finanziari; le attività finanziarie infatti possono essere ricondotte a quattro tipologie di contratti finanziari: i contratti di indebitamento che riguardano operazioni di credito/prestito monetario; i contratti di partecipazione con cui si prende parte ai rischi e ai risultati economici di una impresa; i contratti di assicurazione utilizzati per il trasferimento e la copertura del rischio; i contratti derivati tramite cui due controparti si scambiano (acquistano o vendono) una determinata quantità di un asset sottostante ad un prezzo predeterminato e ad una data prestabilita col fine o di copertura dal rischio finanziario o speculativo, ovvero possibilità di realizzare un profitto.

Il sistema finanziario, così sviluppato, è sottoposto a controlli molto rigidi da parte di soggetti pubblici; le motivazioni principali sono da ricondurre in primo luogo al necessario buon funzionamento del sistema dei pagamenti e alla quantità di moneta in circolazione, in secondo luogo alla tutela del risparmio e degli investitori e dunque alla necessità di garantire la necessaria trasparenza da parte dei soggetti prestatori e prenditori di fondi per evitare asimmetrie informative e fallimenti di mercato in caso in cui non siano chiari i rendimenti e rischi di un investimento.

Le autorità di controllo del sistema finanziario sono principalmente tre: Banca D'Italia, CONSOB, AGCM. La prima svolge un'attività di vigilanza del sistema bancario, favorisce lo sviluppo del sistema dei pagamenti e dà esecuzione alla politica monetaria definita a livello di Banca Centrale Europea; la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha il compito di controllare il mercato mobiliare, di tutelare gli investitori e di vigilare sui corretti obblighi di efficienza e trasparenza da parte dei soggetti all'interno del mercato finanziario. L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha l'obbligo di tutela della concorrenza sia nel settore bancario che assicurativo (insieme ad ISVAP e COVIP), di vigilare su abusi di posizione dominante, di garantire il libero

accesso al mercato e pari opportunità da parte delle imprese e tutelare i consumatori vigilando sull'equità dei prezzi e la qualità dei prodotti.

## 1.2 Gli effetti del Covid19 sulle imprese italiane

In un periodo così difficile come quello che stiamo vivendo, caratterizzato da una pandemia che non sembra voler lasciarci liberi di ripartire ormai da più di un anno, il sistema economico-finanziario ha subito un cambiamento dovuto alle difficoltà che abbiamo passato e che stiamo passando, sia come famiglie sia come imprese operanti nei diversi settori; proprio queste ultime hanno risentito maggiormente degli effetti negativi causati dal virus che hanno influito sui bilanci di quasi tutti le aziende italiane e straniere.

Analizzando i primi mesi di pandemia, dunque i primi mesi del 2020, tramite un report di Confindustria<sup>1</sup> è possibile osservare come all'interno di un campione di circa 156 mila PMI, ovvero imprese con un numero di dipendenti compreso tra 10 e 250, la pandemia ha avuto un impatto enorme sulle attività, cambiando il modo di operare e le prospettive per il futuro.

Per effettuare questa analisi Confindustria si è servita di un modello basato sull'andamento delle vendite di circa 1500 settori economici; tramite questo campione è stato rilevato che le imprese italiane hanno subito una perdita di circa il 12,8% nei primi mesi del 2020; per il 2021 si prospetta una perdita pari all'11,2%, per una cifra complessiva che si attesta sui 227 miliardi.

Da un lato le perdite interesseranno maggiormente i settori colpiti dal distanziamento sociale quali ad esempio il settore del commercio al dettaglio, della ristorazione, del cinema e del teatro ma anche e soprattutto il settore del turismo; al contrario ci saranno settori che ne trarranno beneficio quali ad esempio l'e-commerce, con una crescita stimata del 35%, o i produttori di mascherine e sistemi di ventilazione per la somministrazione meccanica di ossigeno.

Dai dati evidenziati dal report la zona più colpita è stata il nord Italia con le regioni del Friuli-Venezia Giulia ed Emilia-Romagna che registrano una diminuzione maggiore del fatturato delle PMI, mentre Veneto e Lombardia dovrebbero riuscire a reggere il colpo

---

<sup>1</sup> <https://www.confindustria.it/notizie/dettaglio-notizie/Indagine-sugli-effetti-del-Covid-19-per-le-imprese-italiane-quarta-edizione>

mantenendo risultati sostanzialmente in linea con quelli del passato esercizio. Al contrario nel sud Italia gli effetti potrebbero essere meno pesanti, data la forte presenza di settori essenziali quali ad esempio quello alimentare, ma protrarsi per più tempo. Sempre dallo studio emerge che le risorse stanziare dal governo dovrebbero essere in grado di evitare la crisi delle PMI, anche se si stima che circa 1,8 milioni di lavoratori potrebbero avere problemi di liquidità; è necessario anche per le imprese un'iniezione di liquidità nell'immediato per evitare una recessione profonda anche a livello sociale da cui potrebbe essere molto complesso uscire. La capacità di ripartenza da parte delle imprese dipenderà dunque prevalentemente dalla capacità del governo di attuare dei provvedimenti mirati ed efficaci in grado di arginare gli effetti della pandemia. Dai risultati di due diverse indagini, in cui veniva chiesto alle imprese come avrebbero cercato di superare la crisi e quali strategie avrebbero adottato è emerso quanto segue:

**Figura 6 - Strategie per superare i danni dell'epidemia, paragone con la terza indagine (su un campione di 1.836 imprese)**



(fonte: confindustria.it)

È stato analizzato anche l'effetto della pandemia su ogni singolo settore, evidenziando come la riduzione del fatturato abbia colpito maggiormente il settore del turismo, dei servizi, scolastico e anche quello manifatturiero:

Tabella A9 - Calo percentuale imputabile al Covid-19 per settore						
Settore	4° indagine (giugno 2020 rispetto a giugno 2019)			3° indagine (aprile 2020 rispetto a aprile 2019)		
	Riduzione del fatturato	Riduzione in ore lavorate	Numero osservazioni	Riduzione del fatturato	Riduzione in ore lavorate	Numero osservazioni
a. Agricoltura, silvicoltura e pesca*	-	-	0	-45,0%	-25,0%	2
b. Estrazioni di minerali da cave e miniere*	-15,0%	-7,5%	12	-47,1%	-45,3%	17
c. Attività manifatturiere	-21,2%	-15,9%	1069	-49,9%	-48,2%	1424
d. Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata*	-10,0%	-2,5%	12	-37,5%	-30,8%	12
e. Fornitura di acqua, reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	-13,6%	-6,4%	22	-23,1%	-21,7%	29
f. Costruzioni	-21,8%	-10,2%	103	-53,8%	-59,9%	160
g. Commercio all'ingrosso e al dettaglio; Riparazione di autoveicoli e motocicli	-18,9%	-11,9%	155	-44,3%	-39,8%	165
h. Trasporto e magazzinaggio	-33,4%	-25,7%	58	-41,2%	-40,5%	65
i. Attività di servizi di alloggio e di ristorazione	-80,4%	-59,0%	69	-90,4%	-82,5%	69
j. Servizi di informazione e comunicazione	-20,4%	-15,4%	109	-28,2%	-25,5%	124
k. Attività finanziarie e assicurative*	-17,7%	-11,5%	13	-21,3%	-15,3%	15
l. Attività immobiliari*	-18,3%	-21,7%	6	-28,9%	-24,4%	9
o. Attività professionali, scientifiche e tecniche	-22,2%	-13,2%	107	-37,1%	-29,0%	129
p. Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	-34,4%	-27,1%	55	-53,1%	-48,8%	64
r. Istruzione*	-73,3%	-68,3%	6	-60,0%	-50,0%	3
s. Sanità e assistenza sociale*	-22,5%	-5,8%	12	-41,7%	-32,5%	12
t. Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento*	-67,5%	-42,5%	4	-74,0%	-72,0%	5
u. Altre attività di servizi	-48,3%	-48,7%	23	-67,1%	-68,6%	14
Mancata risposta	-	-	1	-	-	0
<b>Totale</b>	<b>-24,5%</b>	<b>-17,6%</b>	<b>1836</b>	<b>-48,4%</b>	<b>-46,3%</b>	<b>2318</b>

(fonte: confindustria.it)

Tabella A10 - Calo percentuale imputabile al Covid-19 con focus sul settore manifatturiero						
Settore manifatturiero	4° indagine (giugno 2020 rispetto a giugno 2019)			3° indagine (aprile 2020 rispetto ad aprile 2019)		
	Riduzione del fatturato	Riduzione in ore lavorate	Numero osservazioni	Riduzione del fatturato	Riduzione in ore lavorate	Numero osservazioni
a. Alimentare	-14,4%	-8,7%	86	-21,5%	-16,5%	92
b. Bevande*	-19,4%	-14,4%	16	-40,0%	-33,2%	19
c. Tabacco*	-	-	0	-	-	0
d. Tessile	-33,7%	-27,5%	71	-77,0%	-76,8%	128
e. Confezione abbigliamento e pellame	-32,4%	-19,0%	21	-78,8%	-79,6%	24
f. Fabbricazione articoli in pelle*	-24,1%	-25,3%	17	-86,3%	-77,4%	27
g. Prodotti in legno (escluso mobili)*	-17,7%	-11,5%	13	-68,2%	-68,2%	22
h. Carta	-12,1%	-11,5%	33	-28,9%	-22,9%	45
i. Stampa	-22,6%	-22,6%	34	-35,5%	-34,8%	29
l. Coke e petrolio*	-26,7%	-3,3%	3	-56,7%	-23,3%	3
m. Chimica	-17,6%	-12,4%	72	-30,9%	-28,5%	75
n. Farmaceutica*	-12,7%	-3,3%	15	-8,1%	-11,9%	31
o. Gomma e plastica	-18,8%	-12,9%	93	-45,2%	-40,4%	112
p. Minerali non metall.	-13,6%	-11,3%	47	-64,5%	-64,3%	60
q. Metallurgia	-20,4%	-16,5%	23	-56,3%	-54,8%	40
r. Prodotti in metallo (esclusi macchinari)	-22,2%	-16,8%	156	-55,4%	-55,1%	228
s. Elettronica e apparecchi di precisione	-17,3%	-11,8%	44	-38,9%	-37,0%	66
t. Apparecchiature elettriche e domestiche	-18,1%	-12,7%	37	-43,9%	-40,0%	85
u. Macchinari	-22,9%	-16,7%	187	-48,8%	-50,2%	197
v. Autoveicoli*	-38,2%	-30,0%	11	-54,3%	-53,8%	21
w. Altri mezzi di trasporto*	-18,9%	-11,1%	9	-38,2%	-43,6%	11
x. Mobili e arredo*	-13,6%	-11,4%	14	-81,8%	-76,8%	28
y. Altre industrie manifatturiere	-27,9%	-22,9%	38	-60,7%	-60,5%	42
z. Riparazione e manutenzione	-27,6%	-24,1%	29	-38,5%	-35,1%	39
<b>Totale</b>	<b>-21,4%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>1069</b>	<b>-48,3%</b>	<b>-45,2%</b>	<b>1424</b>

(fonte: confindustria.it)

L'epidemia ha inoltre costretto le imprese a dotarsi di tutte le misure di sicurezza necessarie e indispensabili per poter garantire lo svolgimento regolare delle attività e prevenire nello stesso tempo il contagio; di conseguenza i costi medi mensili per lavoratore sono aumentati a causa dell'applicazione dei protocolli sanitari (gel disinfettante, sanificazione, distanza della misura di sicurezza dei macchinari e delle

attrezzature):

Tabella A12 - Costo medio in euro per lavoratore per l'applicazione dei protocolli sanitari per settore		
Settore	Costo mensile medio	Numero osservazioni
a. Agricoltura, silvicoltura e pesca*	-	0
b. Estrazioni di minerali da cave e miniere*	146	9
c. Attività manifatturiere	121	917
d. Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata*	132	10
e. Fornitura di acqua, reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento*	181	19
f. Costruzioni	148	98
g. Commercio all'ingrosso e al dettaglio; Riparazione di autoveicoli e motocicli	142	139
h. Trasporto e magazzinaggio	137	53
i. Attività di servizi di alloggio e di ristorazione	141	56
j. Servizi di informazione e comunicazione	91	91
k. Attività finanziarie e assicurative*	177	10
l. Attività immobiliari*	150	5
o. Attività professionali, scientifiche e tecniche	125	89
p. Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	82	45
r. Istruzione*	34	4
s. Sanità e assistenza sociale*	218	11
t. Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento*	100	4
u. Altre attività di servizi	153	21
Mancata risposta	-	255
Media (Totale)	125	1836

(fonte: confindustria.it)

Si delinea così un quadro piuttosto chiaro con cui il 2020 viene a chiudersi: i servizi sono in rosso come conseguenza del lockdown e delle misure restrittive (il turismo in primis) e l'industria fa fatica a sopportare il peso di una crisi così imponente e globale; i consumi diminuiscono poiché le famiglie sono sempre più dedite al risparmio come conseguenza della pandemia; si assiste alla riduzione sia della produzione dei beni di consumo sia dell'occupazione in quanto le persone risultano sempre più scoraggiate. Gli investimenti sono in discesa a causa del debito eccessivo delle imprese, poiché sebbene queste ultime abbiano ricevuto prestiti bancari per liquidità, con garanzie pubbliche, senza un recupero di fatturato il peso del debito e degli oneri finanziari risulta insostenibile per nuovi investimenti che, quindi, rischiano un mancato sviluppo anche per il 2021; anche le esportazioni italiane variano a ribasso (dopo una leggera risalita nei mesi estivi) a seguito delle misure anti-Covid che specialmente in Europa frenano la domanda di beni; nell'area dell'euro gli effetti sono comunque negativi con l'aumento della recessione nonostante i tassi più favorevoli (in Europa i tassi sono ai minimi storici, così come è in netto calo lo spread tra i decennali tedeschi e italiani); a

livello internazionale il dollaro continua a svalutarsi e di conseguenza il prezzo del petrolio aumenta sempre di più.

Nel prossimo paragrafo l'analisi riguarnerà in maniera più specifica il fabbisogno di liquidità durante la pandemia.

### 1.3 Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità

A seguito della diffusione della pandemia, nel novembre 2020 è stata rilasciata una nota da parte della Banca d'Italia<sup>2</sup> in cui sono evidenziati ed analizzati gli impatti del Covid sul fabbisogno di liquidità delle imprese italiane; l'analisi prende in esame 730 mila società di capitali, escludendo le altre forme societarie, operanti nei settori prevalentemente colpiti dall'epidemia quali ad esempio il turismo e le attività di ristorazione che hanno sicuramente registrato elevati fabbisogni di liquidità ma che hanno comunque ricevuto gran parte delle misure di sostegno statali.

I risultati dell'analisi indicano che in assenza delle misure stanziare dal governo il fabbisogno di liquidità sarebbe stato pari a 48 miliardi per circa 140 mila imprese (quasi il 20% del campione) a causa ovviamente della riduzione di fatturato; tramite le misure statali, invece, quasi 40 mila imprese delle 140 mila totali riuscirebbero a soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità, mentre invece per le restanti centomila questo valore potrebbe attestarsi ad un livello inferiore, pari a 33 miliardi, con una riduzione di oltre il 30%.

Le misure previste dallo Stato sono in grado di attenuare le esigenze di liquidità delle imprese, ma rischiano di non risolvere in modo efficace e completo il problema; di conseguenza le imprese potrebbero trovarsi nella situazione di dover aumentare la propria leva finanziaria, e, conseguentemente, esporsi al rischio di perdite molto significative<sup>3</sup>; il ricorso al credito spingerebbe le imprese ad indebitarsi fino a livelli di leva finanziaria pari a 2 punti percentuali in più (intorno al 44/45% calcolata come rapporto tra debiti finanziari e la somma di patrimonio netto e appunto debiti finanziari) e da 6 a 10 nei settori più colpiti; di conseguenza le società saranno riclassificate secondo un livello di rischio più elevato con una quota di debiti finanziari superiore al 23%, a differenza del 13% del periodo precedente allo scoppio della pandemia.

Anche la redditività operativa, pari a circa il 9% nel 2018, potrebbe ridursi di 1,7 punti percentuali così come la redditività netta misurata dal ROE che si colloca al 2,5%

---

<sup>2</sup> <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/nota-covid-2020.11.13.pdf>

<sup>3</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

ovvero cinque punti percentuali in meno rispetto al 2018.

La prima ipotesi di copertura di fabbisogno finanziario prevede che le imprese che soddisfano determinati requisiti<sup>4</sup> possano ottenere nuovi prestiti fino ad un massimo tra il doppio dei costi del personale ed il 25% del fatturato; la seconda ipotesi costituisce il cosiddetto accesso al credito incondizionato, cioè la possibilità per le imprese di un indebitamento illimitato e non condizionato alle caratteristiche aziendali, dunque con aumento importante della leva finanziaria come abbiamo visto in precedenza; le imprese che non riescono a coprire il fabbisogno di liquidità potrebbero non essere in grado di proseguire l'attività operativa e quindi di essere poste in liquidazione.

La probabilità di insolvenza con l'ipotesi di accesso al credito con garanzie pubbliche, a seguito del forte indebitamento, è stata stimata intorno ad un valore pari al 3%, circa lo 0,6% in più rispetto all'anno precedente e senza tener conto di tutte le imprese non in grado di coprire il fabbisogno di liquidità e con probabilità di insolvenza pari ad 1, ovvero al 100%; in alcuni settori invece colpiti maggiormente dalla crisi Covid come ad esempio nel settore turismo o della ristorazione la percentuale di insolvenza aumenta di 2,5 punti percentuali. Nell'ipotesi di accesso al credito incondizionato invece la probabilità di insolvenza è stata stimata intorno al 4,4%, quasi un punto percentuale in più rispetto al tasso di default pre-Covid; anche in questa seconda ipotesi i settori più colpiti registreranno una variazione sicuramente maggiore e più significativa.

**Tav. 7 – Evoluzione delle probabilità di insolvenza (PD) (valori percentuali)**

Settore	Accesso al credito con garanzie pubbliche		Accesso al credito incondizionato	
	pre-shock	2020	pre-shock	2020
Agricoltura	3,1	3,9	4,3	5,7
Altra manifattura	1,7	2,0	2,3	2,8
Altri servizi	1,9	2,5	2,6	3,3
Attività artistiche	3,1	4,1	4,4	6,0
Commercio	2,3	2,7	3,0	3,6
Costruzioni	3,8	4,1	6,0	6,9
Energia e estrazione	2,4	3,1	3,5	5,2
Fabbr. macchinari autov., altri mezzi	1,5	1,8	1,9	2,5
Immobiliare	3,1	3,9	5,2	6,8
Industria alimentari tessili altro	1,9	2,7	2,7	3,8
Servizi alloggio ristorazione	3,2	5,5	4,3	7,3
Trasporti	2,4	2,9	3,0	3,6
<b>Totale</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>

(fonte: bancaditalia.it)

<sup>4</sup> Schemi di garanzia del FCG e di SACE

In entrambe le ipotesi, con garanzie pubbliche o con debito incondizionato le probabilità stimate di insolvenza si collocherebbero comunque su livelli inferiori al massimo raggiunto negli anni successivi alla crisi del debito sovrano (5,4 per cento nel 2015), coerentemente con una situazione economico-patrimoniale stimata più solida; tuttavia un dato da tenere in considerazione con attenzione è quello che indica nello scenario di accesso al credito incondizionato un aumento più marcato della quota di imprese più rischiose, che passerebbe al 16,4 per cento (circa 44.000 imprese); a queste è riconducibile il 22,9 per cento dello stock di debiti finanziari pari a 168 miliardi a fronte del 12,7 per cento prima dello shock, quindi un valore quasi raddoppiato e sicuramente estremamente elevato.

**Tav. 8 – Imprese più rischiose e debito a rischio (valori percentuali)**

	Accesso al credito con garanzie pubbliche				Accesso al credito incondizionato	
	Quota imprese più rischiose <sup>(a)</sup>	Quota debito imprese più rischiose	Quota imprese illiquide <sup>(b)</sup>	Quota debito imprese illiquide	Quota imprese più rischiose <sup>(a)</sup>	Quota debito imprese più rischiose
Pre-shock	10,0	12,7			10,0	12,7
2020	12,2	16,1	4,9	10,2	16,4	22,9

(fonte: bancaditalia.it)

#### 1.4 Gli strumenti finanziari a sostegno delle imprese

In questo paragrafo verranno analizzate nello specifico le misure adottate a sostegno delle imprese da parte del governo ed esposte dal Ministero dell'Economia e delle Finanze<sup>5</sup>.

Come abbiamo osservato in precedenza la recessione economica causata dalla pandemia ha generato un fabbisogno di liquidità molto elevato per le imprese e dunque l'intervento dello Stato è stato necessario ed indispensabile.

Dal mese di marzo fino a dicembre 2020 sono entrati in vigore queste misure: il Decreto "Cura Italia" (D.L. 18/2020) in tema di cassa integrazione e sospensione delle imposte; il Decreto "Liquidità" (D.L. 23/2020) sulla garanzia dei prestiti per le imprese; il Decreto "Rilancio" (D.L. 34/2020) in tema di contributi e finanziamenti a fondo

<sup>5</sup> <https://www.finanze.gov.it/export/sites/finanze/.galleries/Documenti/Varie/Nota-n.5-Limpatto-della-crisi-Covid-19-sul-fabbisogno-di-liquidita-delle-imprese.pdf>

perduto; i Decreti “Agosto” (D.L. 104/2020) e “Ristori” (D.L.137/2020) per rafforzare le misure imposte precedentemente come moratoria sui debiti, sospensione delle imposte e finanziamenti a fondo perduto; i Decreti “Ristori Bis”, “Ristori Ter” e “Ristori Quater” (D.L. 149/2020, D.L.

154/2020 D.L. 157/2020) volti ad estendere anch’essi le misure economiche precedenti a seguito anche dell’introduzione delle fasce di colore (giallo/arancione/rosso) per le regioni.

Vediamo dunque quali sono le misure e gli strumenti finanziari introdotti in maniera più specifica e precisa: per quanto riguarda il Decreto “Cura Italia” è stata data la possibilità fino al 31 agosto<sup>6</sup>, estesa con la legge di bilancio 2021 al 30/06/2021, alle PMI di usufruire di una moratoria *ex lege* sui prestiti, mutui, finanziamenti e linee di credito, evitando anche di considerare all’interno del cash flow operativo i rimborsi derivanti dal debito ed i relativi interessi; è stata anche data la possibilità di ricorrere alla cassa integrazione fino alla fine di agosto 2020, dunque per ogni impresa è stato calcolato il valore medio delle retribuzioni nel periodo precedente alla pandemia e questo è stato confrontato con il valore durante i mesi di chiusura totale ed è stato calcolato un coefficiente “teta” per ognuno dei mesi di *lockdown*, che rappresenta, se negativo, la percentuale della retribuzione erogata direttamente dall’Inps tramite lo strumento della cassa integrazione o altre forme di indennità e ammortizzatori sociali; il costo del personale dunque si può calcolare partendo dal dato di bilancio mensile ed applicando a quest’ultimo il complemento ad uno del coefficiente “teta”.

Il Decreto “Agosto” prevede una proroga delle misure del Decreto “Cura Italia” ma con una differenza, ovvero che i coefficienti di contribuzione sono imputati a ciascuna impresa e dipendenti dal fatturato di quest’ultima; con il Decreto “Ristori” queste misure sono state prorogate fino alla fine di dicembre 2020.

Il Decreto “Rilancio”, invece, ha previsto per i possessori di partita Iva che esercitano attività d’impresa, di lavoro autonomo o titolari di reddito agrario la possibilità di ottenere un contributo a fondo perduto in misura proporzionale alla riduzione del fatturato a seguito dell’epidemia di Covid; le imprese che hanno potuto beneficiare di questo contributo sono, però, quelle con un fatturato fino ai 5 milioni di euro e che rispettano due requisiti:

imprese che nel mese di aprile 2020 hanno avuto un fatturato inferiore di due terzi rispetto allo stesso nel mese di aprile dell’anno prima

---

<sup>6</sup> tramite una proroga introdotta nel Decreto “Agosto”

imprese che hanno la sede legale in un territorio appartenente ad un comune già colpito da eventi calamitosi in cui lo stato di emergenza era già stato dichiarato a gennaio 2020. Anche nel Decreto “Agosto”, già menzionato, è prevista la possibilità di un finanziamento a fondo perduto per le attività di ristorazione di mense e servizi di catering con un fatturato a giugno 2020 inferiore di almeno tre quarti rispetto a quello dell’anno precedente; tale beneficio è stato poi integrato e ampliato con il Decreto “Ristori” che ne estende la validità fino al mese di dicembre (dunque fine anno) ed inoltre l’inclusione nei soggetti beneficiari anche delle imprese con ricavi superiori a 5 milioni di euro; con i decreti “Ristori bis”, “Ristori ter”, “Ristori quater”, viene ampliata ancora di più la possibilità di far parte dei soggetti beneficiari e vengono allargate ed aumentate le misure di sussidio.

Per le imposte indirette e specialmente per l’Iva, invece, il Decreto “Cura Italia” ha previsto la sospensione dei versamenti in scadenza il mese di marzo fino al 31 maggio e poi successivamente estesa fino al 16 di settembre; i Decreti “Rilancio”, “Liquidità” e “Agosto” hanno permesso una rateizzazione dei versamenti fino a 24 mesi con possibilità di prima rata a gennaio 2021.

Anche per l’imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) è stata prevista l’esonero del versamento del saldo del 2019 e della prima rata dell’acconto dell’anno 2020 per le imprese con fatturato inferiore a 250 milioni di euro nel periodo di imposta precedente, e successivamente è stata anche prorogata la seconda rata d’acconto; per l’imposta sul reddito delle società (IRES) è stata prevista una proroga delle rate di acconto con lo stesso identico metodo utilizzato per l’IRAP.

Un altro strumento finanziario per sostenere le imprese è dato anche dal credito di imposta, ovvero ogni genere di credito di cui sia titolare il contribuente nei confronti dell’erario dello Stato o di un ente pubblico con potestà tributaria-impositiva<sup>7</sup>, ad un livello pari al 60% per la locazione di immobili ad uso non abitativo per i soggetti esercenti attività di impresa con ricavi non superiori a 5 milioni di euro nel 2019, nel caso in cui abbiano subito una diminuzione del fatturato per i mesi da marzo a maggio di almeno il 50% rispetto allo stesso mese del periodo d’imposta precedente.

Merita un’analisi più dettagliata il Decreto “Liquidità”, in quanto come già analizzato in precedenza il fabbisogno di liquidità per le imprese è diventato sempre più elevato a causa della pandemia e degli effetti ad essa connessi; le regole utilizzate per verificare la capacità di soddisfazione della liquidità tramite l’accesso al credito possono essere

---

<sup>7</sup> [https://it.wikipedia.org/wiki/Credito\\_d%27imposta](https://it.wikipedia.org/wiki/Credito_d%27imposta)

riassunte in tre punti:

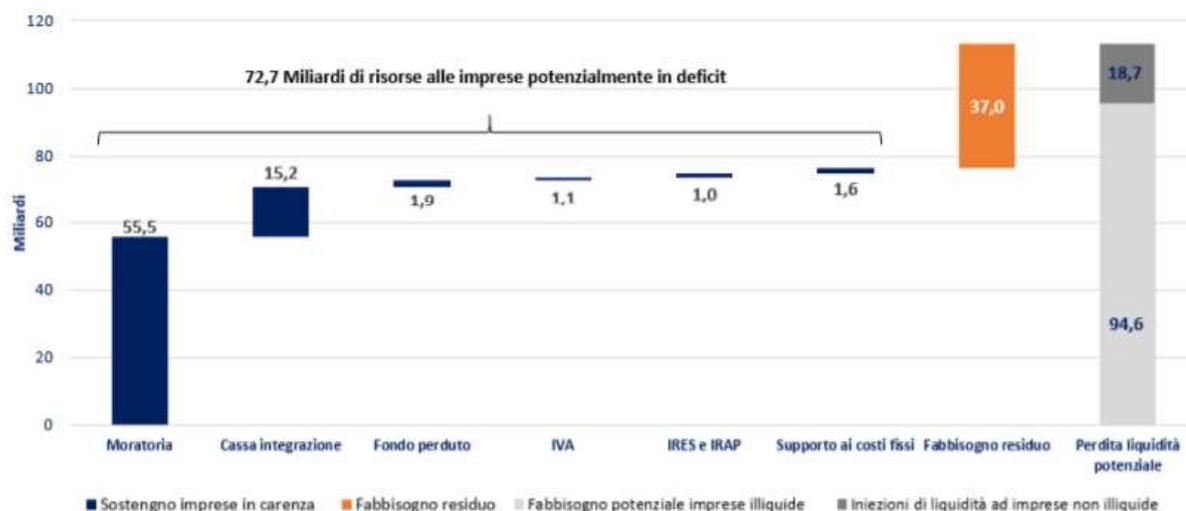
per importi di finanziamento fino a 30 mila euro, il massimo finanziabile deve essere non superiore al 25% del fatturato dell'ultimo anno.

per importi di finanziamento superiori a 30 mila euro e per imprese con un massimo di fatturato pari a 3,2 milioni di euro, il massimo finanziabile deve essere ugualmente non superiore al 25% del fatturato dell'ultimo anno

per importi di finanziamento superiori a 30 mila euro e per imprese con un massimo di fatturato superiore a 3,2 milioni di euro, il massimo finanziabile deve essere individuato in alternativa tra il 25% del fatturato dell'ultimo anno e ad un valore pari a 2 volte il costo del personale

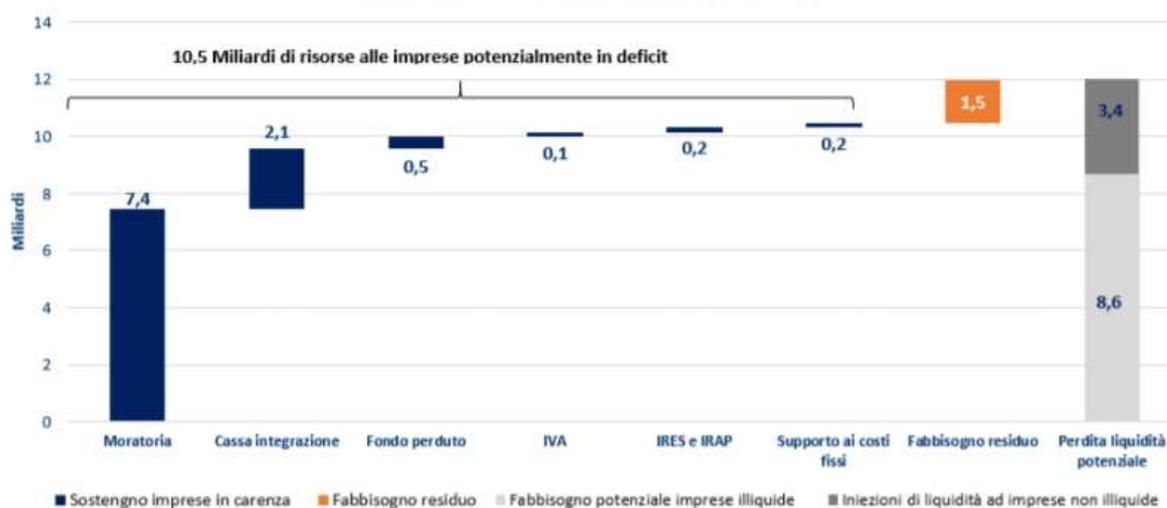
I risultati delle misure introdotte sono stati evidenti in quanto hanno permesso alle imprese di ridurre il deficit di liquidità ed in alcuni casi di ottenere un avanzo; l'efficacia è stata particolarmente rilevante per le imprese di piccole dimensioni: nel caso di società di capitali circa il 61% del deficit è stato compensato dalle misure introdotte dal governo, mentre per le società di persone questa percentuale aumenta fino all'82%. Questi risultati mostrano come gli interventi di sostegno da parte del governo e, in particolare, quelli a sostegno della struttura di indebitamento e del costo del lavoro siano stati efficaci nel sostenere le imprese nel corso del 2020; ad esempio risulta che la cassa integrazione e la moratoria sui debiti hanno garantito un sostegno pari a circa 71 miliardi di euro per le società di capitali (figura 2) e quasi 10 miliardi per le società di persone (figura 3); la possibilità di ottenimento di contributi a fondo perduto è stata anch'essa cruciale, consentendo l'aiuto ad imprese con deficit di liquidità e che sarebbero diventate illiquide senza questo intervento.

Figura 2. – Deficit di liquidità e risorse stanziare per ambito di intervento  
(Soc. Capitali - valori in miliardi di euro)



(fonte: finanze.gov.it)

Figura 3. – Deficit di liquidità e risorse stanziare per ambito di intervento  
(Soc. Persone - valori in miliardi di euro)

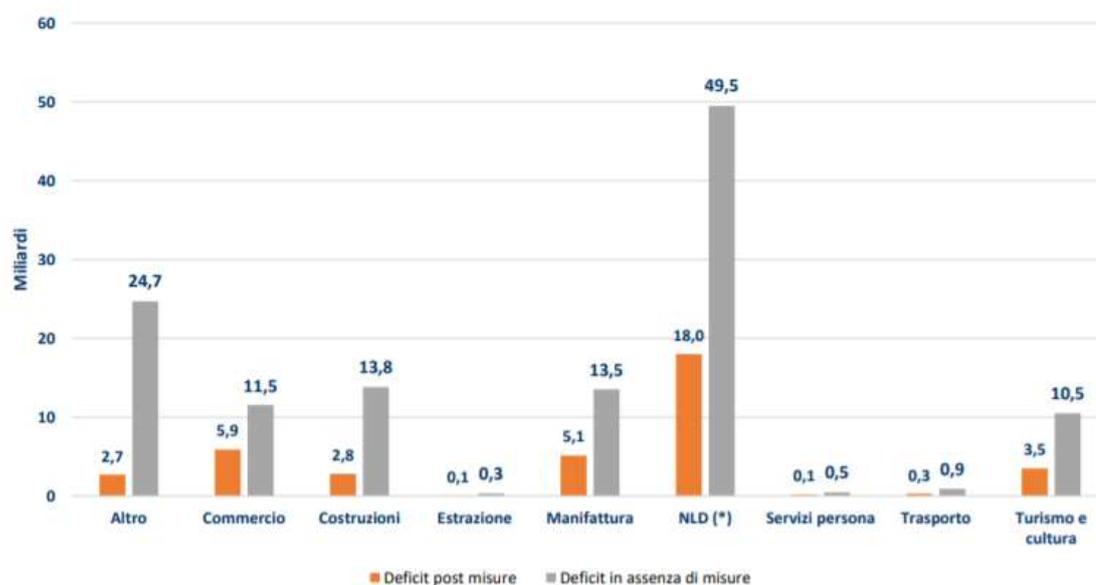


(fonte: finanze.gov.it)

Le misure di riduzione o sospensione delle imposte sono risultate, invece, meno efficaci poiché sono andate a beneficio di imprese con una capacità contributiva, comunque, positiva e dunque associata a maggiori disponibilità liquide. Nei settori più colpiti dalle restrizioni, gli effetti della crisi sono stati contenuti in misura significativa dagli interventi: nel settore del Turismo e della Cultura, per esempio, il fabbisogno di liquidità è stato ridotto da 10,5 a 3,5 miliardi di euro, nel settore delle Costruzioni da 13,8 a 2,8

miliardi e nel settore del Commercio da 11,5 a 5,9 miliardi di euro.

Figura 6. – Deficit liquidità potenziale in assenza e post misure di sostegno pubblico e residuo per Macro-settore



(\*) Si precisa che il macro-settore "No lockdown" è costituito da tutti i micro-settori che non sono mai stati soggetti a restrizioni nel corso del periodo di analisi, e che tutti gli altri macro-settori si considerano al netto dei micro-settori non sottoposti a restrizioni.

(fonte: [finanze.gov.it](http://finanze.gov.it))

Inoltre, dai risultati ottenuti emerge che le misure del Governo volte ad indirizzare alcune specifiche misure di sostegno nei confronti delle imprese di minori dimensioni, sono risultate efficaci visto che il fabbisogno di liquidità dovuto alla crisi sanitaria è risultato più concentrato nelle imprese di medio-piccole dimensioni con un fatturato fino a due milioni di euro.

E' stato inoltre appena approvato ed entrato in Gazzetta Ufficiale, nel mese di Maggio 2021, il Decreto "Sostegni Bis" a sua volta all'interno del Decreto Imprese, lavoro, giovani, salute e servizi territoriali (DL 73-2021), il quale prevede un nuovo pacchetto di contributi a fondo perduto per i soggetti titolari di partita IVA che svolgono attività d'impresa, arte o professione, nonché per gli enti non commerciali e del terzo settore, senza più alcuna limitazione settoriale o vincolo di classificazione delle attività economiche interessate; il nuovo intervento è più complesso rispetto ai precedenti, con l'obiettivo di raggiungere una platea ancora più ampia di beneficiari e di fornire un aiuto maggiormente in linea con gli effettivi danni economici subiti dagli operatori a causa della pandemia. Le risorse a disposizione per i nuovi sostegni ammontano a oltre 15 miliardi di euro; in definitiva il nuovo provvedimento conferma il contributo a fondo

perduto per i soggetti già beneficiari di quello previsto dal decreto Sostegni (DL n. 41/2021). I ristori saranno erogati senza presentare un'ulteriore domanda, direttamente sul conto corrente bancario o postale o in forma di credito d'imposta da utilizzare in compensazione tramite modello F24.

In conclusione, si può osservare che gli strumenti finanziari introdotti dallo Stato tramite i diversi Decreti hanno sicuramente aiutato le imprese in maniera più o meno efficiente; ad esempio, la moratoria sui debiti, i ristori di alcuni costi fissi e il contributo a fondo perduto si sono rivelati provvedimenti particolarmente efficaci in grado di sostenere le imprese che effettivamente hanno registrato un deficit di liquidità. Hanno invece avuto un impatto ed un'efficacia minore le misure di sospensione o esenzione delle imposte di cui hanno beneficiato anche imprese che non hanno fatto registrare carenza di liquidità.

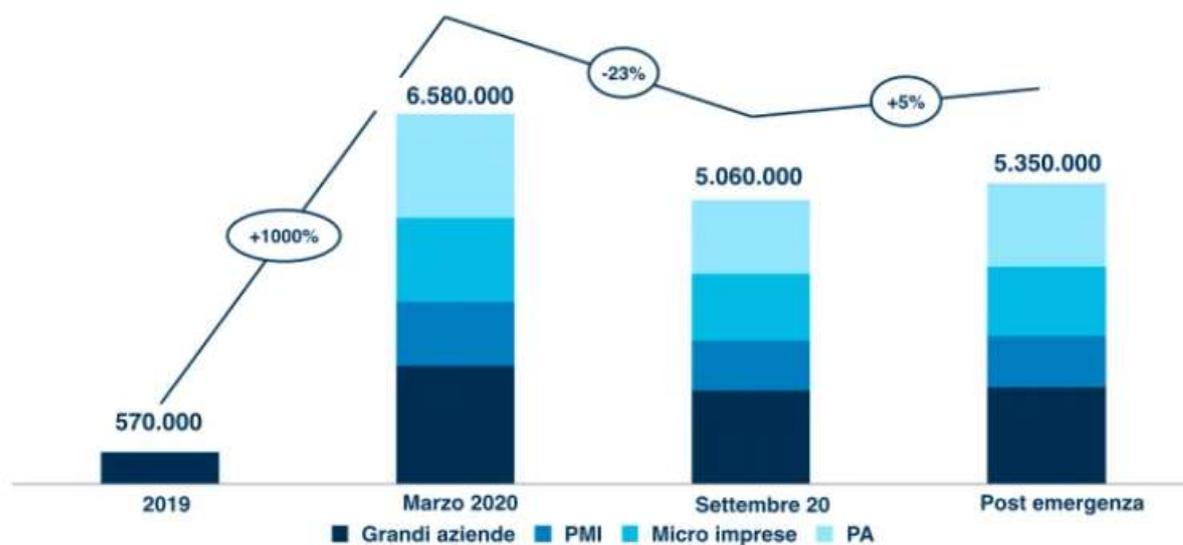
## 1.5 Il management e l'epidemia: la nuova cultura di impresa

A seguito della pandemia, che ancora oggi non sembra essere sconfitta, non solo le vite delle persone ma anche la gestione delle imprese sono state sconvolte; se per la popolazione si è verificato un cambiamento radicale nei modi e negli stili di vita anche per le imprese si è assistito, e si sta ancora assistendo, alla modifica dell'idea di lavoro e di cultura aziendale a partire dai dipendenti fino al management ed ai dirigenti di azienda.

Le priorità del management sono diventate la prevenzione sanitaria, la messa in sicurezza dei dipendenti e del posto di lavoro, la riorganizzazione continua per far fronte ai rischi connessi ad una pandemia e il contenimento dell'ansia e la paura generale diffusa; le imprese sono state "costrette" ad implementare una strategia in grado di tutelare tutti i soggetti facenti parte di una organizzazione complessa alla base di un sistema aziendale; è stata così incentivata, seguendo le direttive statali, la possibilità di lavoro da remoto, l'ormai famoso *smart working* consentendo ai lavoratori di minimizzare il rischio di contrarre il virus evitando gli spostamenti e i luoghi di lavoro. Nell'era del digitale ovvero dell'*e-commerce*, dei *social media*, della robotica, dell'intelligenza artificiale e così via, la possibilità di lavoro a distanza paragonata allo sviluppo tecnologico sembra quasi una banalità ed una conseguenza quasi "indolore" per le imprese e per i dipendenti stessi; in realtà bisogna ampliare lo spettro visivo per rendersi conto che l'introduzione della possibilità di lavoro a distanza è stata sì una

conseguenza necessaria per limitare i contagi, ma ha completamente cambiato, o meglio messo in discussione la cultura di impresa poiché anche per le aziende siamo di fronte ad un qualcosa di unico e mai successo prima, o comunque non con un impatto ed una portata così ampi. Inoltre, secondo uno studio del Politecnico di Milano<sup>8</sup>, la cultura dello *smart working* dopo una moltiplicazione di circa dieci volte superiore al numero dei dipendenti in modalità di lavoro a distanza del 2019 durante il picco della pandemia, è destinata a rimanere nella quotidianità dei lavoratori anche dopo la fine dell'emergenza; si stima che 1,72 milioni di lavoratori delle grandi imprese, 920 mila nelle piccole, 1,23 milioni nelle micro e 1,48 nelle amministrazioni pubbliche lavoreranno sicuramente alcuni giorni a settimana in modalità *smart working* così che il 70% delle grandi imprese aumenterà le giornate di lavoro da remoto, portandole in media da 1 a 2,7 giorni alla settimana. Mentre nella pubblica amministrazione si lavorerà da remoto in media 1,4 giorni alla settimana.

Nel grafico seguente sono presenti i dati riguardanti il numero di lavoratori a distanza, compreso un valore stimato per il post emergenza da Covid19.



(fonte: Osservatorio del Politecnico di Milano)

Non è raro che alcune imprese abbiano deciso di realizzare dei piani operativi ben precisi e delineati per affrontare la crisi sanitaria, ad esempio alcune società di Hong Kong e Singapore, sicuramente tra le aree più colpite dall'inizio della pandemia, hanno deciso di nominare un "flu" manager che nel periodo emergenziale si è occupato dell'elaborazione di un piano per la continuità aziendale anche in caso di assenza del

<sup>8</sup> <https://www.linkiesta.it/2020/11/osservatorio-smart-working-politecnico-milano-studio/>

personale dirigente e dei responsabili dei processi decisionali per malattia. Il piano si occupa di identificare le attività prioritarie e i dipendenti essenziali per lo svolgimento delle attività minime d'impresa.

In questo modo si riesce a garantire la possibilità di svolgimento delle fasi essenziali dell'attività di impresa anche in casi di emergenza in cui ad esempio alcuni membri chiave di un determinato settore siano costretti alla misura della quarantena o isolamento fiduciario; grazie dunque all'integrazione di competenze logistiche, sanitarie ed organizzative è possibile la continuazione delle attività aziendali a beneficio della collettività nazionale ma anche e soprattutto delle comunità locali.

Molte imprese hanno ad esempio adottato una strategia ben specifica per limitare i rischi e per garantire la continuità aziendale: in ogni settore i team di lavoro sono stati suddivisi in due gruppi totalmente indipendenti tra loro e soprattutto non sono mai venuti in contatto l'uno con l'altro in modo tale da avere rapporti autonomi con fornitori e clienti e specialmente per evitare che un eventuale contagio di un membro di un team blocchi il lavoro di entrambi costringendo alla quarantena tutto il gruppo.

In periodi di epidemia, e a maggior ragione durante una pandemia globale, la cultura aziendale si trova ad avere un ruolo di primaria importanza sia per garantire tutte le misure di sicurezza necessarie ( sanificazione periodica, scorte di guanti e mascherine, rispetto delle distanze minime di sicurezza, ventilazione periodica degli ambienti chiusi) sia dal punto di vista informativo; la gestione del personale è di primaria importanza così come i comportamenti dei dirigenti che devono esprimere con chiarezza e precisione le decisioni ed i provvedimenti dell'azienda a riguardo; questo comporta anche un cambiamento nelle decisioni e nel modo di pensare e di lavorare: c'è bisogno di realizzare un canale apposito per eventuali comunicazioni di emergenza, per monitorare lo stato di salute dei dipendenti, per garantire misurazioni periodiche e costanti della temperatura corporea e soprattutto per evitare la presenza di contagi o di un *cluster* all'interno dell'azienda stessa.

La cultura aziendale, dunque, si modifica per far fronte non solo all'epidemia in quanto tale ma anche agli aspetti psicologici che essa porta con sé; non sono rari infatti i casi di imprese che offrono servizi di consulenza gratuiti per i propri dipendenti per la gestione dell'ansia, i disturbi del sonno, le difficoltà di concentrazione, lo stress e la depressione che impediscono nella maggior parte dei casi sia di vivere in serenità sia di lavorare con l'energia necessaria.

La gestione della crisi da parte dell'azienda e del management avrà un impatto non solo sul presente ma anche sul futuro in quanto, una volta superata l'emergenza, le persone

si ricorderanno ciò che l'impresa è riuscita a gestire dal punto di vista sanitario, organizzativo, culturale e sociale, e cosa invece no.

Infine anche i managers dovranno prendere atto che i sistemi di *risk management* ovvero di gestione del rischio aziendale non possono più essere elaboratori seguendo la tradizionale linea teorica inerente alla sfera del *business* e di ciò che la circonda, ma sarà necessario implementare sistemi di *risk management* strategici che tengano in considerazione anche fattori esogeni quali ad esempio crisi sanitarie, sociali e geopolitiche poiché questa pandemia ha dimostrato che il rischio è intrinseco della società contemporanea.

## 2 LA QUOTAZIONE IN BORSA COME STRATEGIA DI CRESCITA E DI SUPERAMENTO DELLA CRISI

### 2.1 Borsa e impresa: patto per la crescita

L'amministratore delegato di Borsa Italiana, Raffaele Jerusalmi, il 15 dicembre 2020 ha parlato alla Camera dei Deputati in una audizione che si è tenuta di fronte alla Commissione Finanze<sup>9</sup>; lo scopo dell'intervento è stato sicuramente quello di dimostrare ed esprimere come il mercato dei capitali sia fondamentale e di primaria importanza per la crescita e lo sviluppo economico; infatti il rapporto dell'OCSE<sup>10</sup> sul mercato dei capitali ha evidenziato come un migliore funzionamento di quest'ultimo contribuirà ad accrescere gli investimenti nell'economia reale creando occupazione e migliorando la produttività.

Una prima misura necessaria è certamente la facilitazione all'ingresso nel mercato azionario poiché a parità di caratteristiche dimensionali/settoriali, le imprese quotate possono essere strutturalmente più solide per affrontare sia crisi congiunturali che sfide competitive crescenti in un mercato complesso, apportando benefici sia in termini di sviluppo che occupazionali per il territorio che le ospita e sia in termini di capacità di contribuzione fiscale; tali benefici sono stati analizzati ed osservati anche tramite un'indagine dell'ISTAT sulle piccole e medie e imprese che si sono quotate in borsa tra il 2013 e il 2017 ed è emerso che la quotazione ha comportato una propensione all'investimento di gran lunga superiore rispetto alle altre società.

Borsa Italiana si è fatta anche promotrice di attività di formazione per le imprese emittenti che decidono di quotarsi, specialmente per le PMI in tema di raccolta di capitali e sostenibilità degli investimenti effettuati; avere più aziende quotate potrebbe significare avere un maggiore vantaggio competitivo a livello globale anche se per raggiungere economie di scala e di scopo, necessarie e fondamentali per le piccole e medie imprese che decidono di quotarsi, è di primaria importanza avere *assets* e risorse specializzate sul territorio italiano. Tutto questo deve essere ovviamente contestualizzato all'interno di una crisi sanitaria così imponente dove il sistema economico-finanziario ne risulta indebolito e compromesso; il mercato dei capitali

---

<sup>9</sup> <https://www.affaritaliani.it/economia/jerusalmi-borsa-italiana-serve-un-mercato-di-capitali-efficiente-711927.html>

<sup>10</sup> Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico

potrebbe così svolgere una funzione cruciale in caso di cambiamenti strutturali e di misure di sostegno che aiutino le imprese non solo a gestire le perdite, i costi del personale e gli investimenti ma anche e soprattutto assicurare la stabilità del business garantendo in via continuativa la possibilità di accesso al mercato dei capitali con benefici diretti ed indiretti quali ad esempio maggiore possibilità di crescita, trasparenza, sostenibilità e anche crescita dal lato manageriale.

Borsa Italiana osserva non solo la situazione delle PMI, ma anche quella delle imprese a conduzione familiare che rappresentano i due terzi delle società quotate italiane<sup>11</sup>, e questo sta a rappresentare come aziende gestite da gruppi familiari siano diventate non solo pubbliche ma anche *leader* in alcuni settori, mostrando una *governance*, ovvero una gestione aziendale, sempre più innovativa e aperta al progresso; inoltre nonostante la pandemia abbia portato una forte caduta dei titoli azionari con un crollo della capitalizzazione annua pari a poco meno del 18% rispetto all'anno precedente, è emerso che le aziende familiari sono quelle con una maggiore capacità di ripresa e di risposta con una perdita di valore pari al 13,8% contro il 19,7% delle altre imprese<sup>12</sup>. Questa capacità di sopportazione delle perdite e di risultati negativi indicata con il termine “resilienza”, ormai entrato comunemente a far parte anche nel vocabolario di termini economici a seguito della crisi sanitaria, è cruciale poiché permette alle imprese una visione globale di breve periodo di non facile lettura tenendo in considerazione i clienti, i dipendenti, il territorio, gli stakeholder, la parte finanziaria e dunque tutti elementi che vengono osservati dagli investitori.

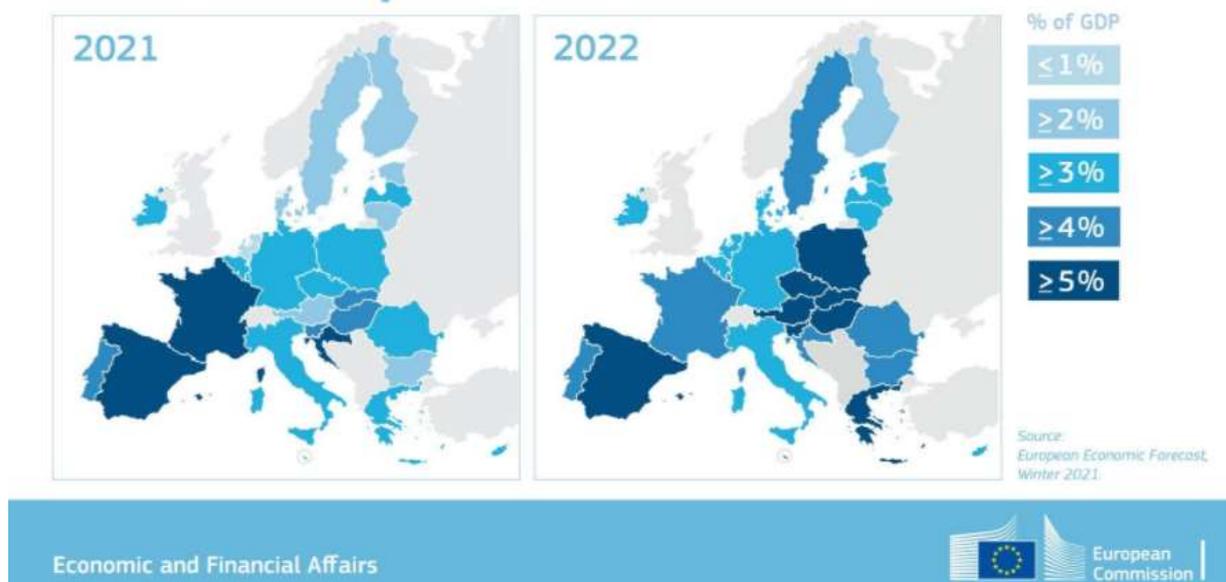
La crescita economica dovrebbe riprendere dalla primavera del 2021 e acquisire slancio in estate con l'avanzare dei programmi di vaccinazione e la graduale riduzione delle misure di contenimento. Anche il miglioramento delle prospettive per l'economia mondiale è destinato a sostenere la ripresa. L'impatto economico della pandemia rimane disomogeneo tra gli Stati membri e si prevede che anche la velocità della ripresa varierà notevolmente.

---

<sup>11</sup> <https://www.corriere.it/economia/family-business/notizie/aziende-famiglia-nuovo-patto-la-borsa-3b24eb2c-1d06-11eb-96cf-67d3c6522771.shtml>

<sup>12</sup> Analisi sulle capitalizzazioni pre e post Covid. Guido Corbetta e Fabio Quarato, docenti Bocconi.

## Growth map



(fonte: Commissione Europea)

### 2.2 La Borsa Italiana S.p.A.

Borsa Italiana S.p.A è una delle più importanti Borse europee che si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari ed operatori dalle negoziazioni; nata dalla privatizzazione dei mercati di borsa nel 1998, Borsa Italiana ha costruito un'infrastruttura che permettesse l'accesso ai capitali internazionali, dando vita a quello che è oggi il mercato leader in Europa per scambi azionari e scambi di ETF, covered warrant, certificates e strumenti del reddito fisso; il 29 Aprile 2021, Euronext ha completato l'acquisizione di Borsa Italiana dal London Stock Exchange per un controvalore di 4.444 milioni di euro e contestualmente Cdp Equity e Intesa Sanpaolo sono entrati a far parte degli "azionisti di riferimento" del gruppo con la sottoscrizione di un *private placement* da 579 milioni di euro, con l'impegno a lungo termine di supportare le ambizioni di crescita del polo borsistico paneuropeo; gli interessi italiani, dunque, verranno presidiati da Cdp, che ha acquisito il 7,3% del capitale di Euronext, e da Intesa Sanpaolo che ha comprato l'1,3%, attraverso una serie di prerogative nella governance di Euronext. Con il completamento dell'acquisizione di Borsa Italiana, Euronext realizza la sua ambizione di costruire la principale infrastruttura di mercato pan-europea, connettendo le economie locali ai mercati globali dei capitali, inoltre in occasione dell'annuncio Euronext ha reso noto che trasferirà da Londra a Bergamo il *data center* del gruppo, in quello che è un chiaro segnale del ruolo e degli investimenti

che il gruppo riserva all'Italia.

Gli obiettivi principali di Borsa Italiana possono essere riassunti in questi punti:

- Gestione dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati
- Gestione dei processi necessari all'ammissione ed alla permanenza sul mercato dei soggetti emittenti e degli operatori
- Vigilanza e controllo sul corretto svolgimento e funzionamento delle negoziazioni
- Gestione del mercato
- Gestione degli obblighi inerenti all'informativa societaria
- Svolgimento di tutte le attività di organizzazione, commerciali e promozionali

Per garantire la sicurezza, trasparenza e velocità nelle transazioni sono presenti degli intermediari finanziari nazionali ed internazionali che garantiscono l'esecuzione degli scambi in tempo reale tramite un sistema completamente elettronico di negoziazione che permette di realizzare l'obiettivo principale di Borsa Italia ovvero la possibilità di sviluppare i mercati massimizzando la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza.

Borsa Italiana si occupa di gestire i seguenti mercati:

Mercati Azionari:

- MTA: Mercato Telematico Azionario; è un mercato regolamentato secondo i principi internazionali in cui vengono negoziate azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzioni e *warrant*<sup>13</sup>. Al suo interno è presente un segmento STAR in cui troviamo società caratterizzate dal rispetto di determinati requisiti di eccellenza in termini di liquidità, trasparenza informativa e sistemi di *corporate governance*.
- AIM Italia: dedicato alle piccole e medie imprese che sono in fase di crescita.
- MIV: mercato degli *Investment Vehicles* ovvero un mercato in grado di offrire con una chiara visione strategica, capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento.
- EuroTLX Equity: sistema multilaterale di negoziazioni che consente ad operatori ed investitori di negoziare in azioni e certificati rappresentativi di azioni appartenenti ai principali listini degli Stati dell'OCSE.

Mercati Obbligazionari e *Fixed Income*:

- MOT - Mercato Telematico delle Obbligazioni: nato nel 1994, è l'unico mercato obbligazionario regolamentato italiano.

---

<sup>13</sup> In caso di obbligazioni cosiddette *cum-warrant*, il *warrant* può essere ceduto e scambiato sul mercato

- ExtraMOT – è il sistema multilaterale di negoziazione (MTF) nato per permettere a operatori ed investitori di ampliare la gamma di strumenti obbligazionari in cui investire.
- EuroTLX Bond-X – è un segmento dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito compresi strumenti partecipativi, obbligazioni strutturate, obbligazioni *cum warrant*, *covered bond*<sup>14</sup> e titoli di Stato.
- ExtraMOT Pro – Segmento Professionale del mercato ExtraMOT, che si occupa di fornire alle PMI un primo accesso ai mercati dei capitali semplice e veloce
- SeDex – mercato di Borsa Italiana nato nel 2004 per la negoziazione di *securitised derivatives*<sup>15</sup>.
- EuroTLX Cert-X – segmento del sistema multilaterale di negoziazione di EuroTLX dedicato alla negoziazione di *securitised derivatives*.

#### Mercato degli ETP<sup>16</sup>:

- ETFplus – mercato italiano dedicato alla quotazione degli ETF (Exchange Traded Funds ovvero fondi o SICAV<sup>17</sup> a basse commissioni di gestione negoziati in Borsa come le normali azioni; si caratterizzano per il fatto di avere come unico obiettivo quello di replicare fedelmente l'andamento ed il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime), ETC (Exchange Traded Commodities, strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente o in materie prime fisiche o in contratti derivati su materie prime. Il prezzo degli ETC è così legato direttamente o indirettamente all'andamento del sottostante), ETN (Exchange Traded Notes, strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente in una attività sottostante o in contratti derivati sul medesimo. Il prezzo degli ETN è, pertanto, legato direttamente o indirettamente all'andamento del sottostante).

#### Mercati Derivati:

- IDEM - Uno dei maggiori mercati dei derivati<sup>18</sup> nel panorama europeo con circa 150.000 contratti al giorno scambiati e negoziati.
- IDEX – Mercato italiano dei derivati energetici.

---

<sup>14</sup> Obbligazioni garantite

<sup>15</sup> Derivati cartolarizzati, prodotti rivolti prevalentemente agli investitori privati che permettono di effettuare svariate operazioni di investimento

<sup>16</sup> Exchange Traded Product (ETP)

<sup>17</sup> Società di Investimento a Capitale Variabile

<sup>18</sup> Discussi nel paragrafo 1.1

- AGREX – Mercato italiano dei derivati sul grano duro.

### 2.3 I requisiti per l'ammissione alla quotazione di Borsa

Borsa Italiana ha permesso a numerose società di potersi quotare in borsa raccogliendo ingenti capitali e risorse per garantire il soddisfacimento dei loro piani di sviluppo; nel corso degli anni sono stati garantiti nuovi canali di accesso al capitale di rischio rendendo la procedura di ammissione alla quotazione in borsa meno complessa, cercando di offrire ad investitori ed intermediari nuove prospettive di investimento in un mercato più liquido, efficiente e trasparente.

Prima di analizzare tutti i requisiti necessari per l'ammissione possiamo evidenziare, come abbiamo già visto nel paragrafo precedente in maniera più dettagliata, come i mercati azionari di Borsa Italiana sono divisi:

Borsa (MTA<sup>19</sup>): segmento di mercato dedicato a tutte le imprese solide che operano in settori consolidati ed affermati; questo a sua volta si divide in alcuni sottoinsiemi:

- Blue Chip: segmento per tutte le aziende con capitalizzazione superiore a 800 milioni di euro.
- STAR: acronimo di Segmento con Titoli ad Alti Requisiti per tutte le imprese di piccole e medie dimensioni che abbiano però determinati requisiti in tema di liquidità e trasparenza.
- Segmento ordinario di borsa: comprende tutte le altre imprese che non rientrano nelle categorie precedenti.

AIM<sup>20</sup> Italia: Mercato Alternativo del Capitale, dedicato alle PMI dinamiche e competitive con alti potenziali di crescita, innovazione e sviluppo; comprende al suo interno il Segmento Professionale dedicato alle PMI che intendono accedere al mercato con un approccio graduale e a *start up* che hanno iniziato la commercializzazione da meno di un anno.

---

<sup>19</sup> Mercato Telematico Azionario

<sup>20</sup> Alternative Investment Market

MIV<sup>21</sup>: riferimento principale dedicato alla quotazione di fondi e veicoli societari che investono in strumenti di economia reale ovvero sia per quanto riguarda il capitale di rischio (*Private Equity*<sup>22</sup>, *Venture Capital*<sup>23</sup>) sia per il capitale di debito (finanziamenti bancari).

Fino al 2008 era presente anche il segmento di Nuovo Mercato (MTAX), dedicato a tutte le imprese con un elevato margine di crescita operanti in settori altamente sviluppati caratterizzati da una innovazione costante e continua; dal 2008, però, è stato accorpato al mercato MTA per consentire una razionalizzazione ed ottimizzazione dell'offerta di mercati di quotazione da parte di Borsa Italiana; era presente anche un segmento di Mercato Ristretto dove erano presenti le imprese che non facevano parte né del mercato MTA né MTAX.

Mercati azionari di Borsa Italiana prima della riforma del 2008



(fonte: borsaitaliana.it)

Molte società di successo sia a carattere privato sia con la presenza all'interno del capitale di investitori istituzionali possono ad un certo punto decidere di fare richiesta di ammissione in quotazione; i motivi possono essere di diversa natura ma ugualmente validi come, ad esempio, necessità di realizzare un nuovo piano di investimenti e finanziamenti, volontà di raggiungere una crescita maggiore tramite acquisizioni,

<sup>21</sup> Mercato degli Investment Vehicles

<sup>22</sup> Investimento istituzionale in imprese con potenziale di crescita molto elevato

<sup>23</sup> Investimento come il Private Equity ma in start up

possibilità di diversificare il proprio *business* e così via.

I requisiti necessari per l'ammissione alla quotazione sono di due tipi, formali e sostanziali; i primi sono previsti dai Regolamenti dei mercati gestiti da Borsa Italiana, mentre i secondi riguardano le caratteristiche essenziali e necessarie che devono avere le società. Nel corso degli anni i requisiti formali sono diminuiti, ovvero hanno assunto un peso minore mentre invece un peso di maggiore importanza è attribuito a quelli sostanziali. Andando ad analizzare più nel dettaglio tali requisiti, per quanto riguarda quelli formali sono indicati, per l'ammissione ai segmenti Borsa e STAR, all'interno del "Regolamento e le Istruzioni dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A". I requisiti formali per il segmento Borsa sono di due tipi, quelli che devono essere rispettati dall'emittente e quelli che devono avere le azioni; per i primi:

- Capacità e possibilità di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale
- Deposito e pubblicazione del bilancio degli ultimi tre anni<sup>24</sup>
- Ultimo bilancio approvato e sottoposto al controllo contabile
- Capitalizzazione pari ad almeno 40 milioni di euro
- Flottante pari ad almeno il 25%

Le azioni invece devono possedere i requisiti di:

- Libera trasferibilità
- Un numero di azioni pari almeno al 25% del capitale
- Capitalizzazione di mercato pari o superiore a 5 milioni di euro
- Gestione accentrata presso la Monte Titoli S.p.A.<sup>25</sup> in forma dematerializzata<sup>26</sup>

Per il segmento STAR sono presenti alcuni requisiti aggiuntivi, in quanto realizzare un mercato specifico per le PMI significa considerare ottime prospettive di crescita e di *business* per realtà produttive di piccole o medie dimensioni che possono in tal modo operare in un ambiente ed un contesto ottimale che permetta loro di avere la migliore visibilità per valorizzare i propri titoli e reperire i necessari capitali. Agli investitori ed agli intermediari viene offerta la possibilità di effettuare investimenti correttamente valutabili e negoziabili; dunque, la possibilità di entrare nel segmento STAR è garantita *in primis* a tutte le PMI in grado di rispettare stringenti requisiti:

- Numero di azioni emesse: 35% per poter accedere al segmento STAR e 20% per la

---

<sup>24</sup> Sono presenti alcune deroghe all'interno del Regolamento all'articolo 2.2.1 comma 2

<sup>25</sup> Società del gruppo London Stock Exchange Group di cui fanno parte sia la Borsa italiana sia la Borsa di Londra. È il Deposito Centrale Titoli italiano con funzioni di custodia dei titoli

<sup>26</sup> Formato digitale e non cartaceo

permanenza all'interno di esso.

- Capitalizzazione non inferiore a 40 milioni di euro e non superiore ad 1 miliardo di euro.
- Nomina di uno specialista che si occupi della liquidità del titolo e che realizzi almeno due *roadshow* all'anno, ovvero un processo che prevede la predisposizione di una serie di incontri tra la comunità degli investitori istituzionali e il management di una società che intende realizzare un'operazione di offerta dei propri titoli<sup>27</sup>.
- Obblighi di informativa societaria con la pubblicazione dei bilanci e delle relazioni trimestrali e semestrali nonché di tutte le comunicazioni necessarie sul sito web della società stessa.
- Rispetto dei principi di corporate governance<sup>28</sup> con una attenzione particolare al consiglio di amministrazione ed alla presenza necessaria di amministratori non esecutivi e indipendenti.
- Presenza di un comitato di controllo interno in grado di vigilare sulle attività aziendali e che presenti un numero adeguato di amministratori indipendenti.
- Obbligo di remunerazione del management in parte variabile legato ai risultati ottenuti.
- Nomina di un *Investor Relator* che si occupa della gestione dei rapporti con investitori ed intermediari e che deve essere interno alla società per essere concretamente coinvolto in decisioni strategiche.

I requisiti sostanziali sono comuni per tutti i segmenti poiché sono basati su reali possibilità e prospettive di crescita, come ad esempio:

- Presenza di uno storico di risultati economico-finanziari positivo.
- Realizzazione di un *business plan* ambizioso ma comunque realizzabile e sostenibile.
- Trasparenza nella contabilità e nell'assetto societario.
- Qualità e motivazione del management e della dirigenza.
- Adesione ai principi, già analizzati in precedenza, di *corporate governance*.
- Presenza di una figura di un *investor relation manager* che si occupi dei rapporti con investitori e intermediari.
- Corretta scelta della tempistica dell'operazione.
- Efficace politica di comunicazione e trasparenza.

---

<sup>27</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/road-show.html>

<sup>28</sup> Indicati nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana

## 2.4 Le procedure formali e gli attori del processo di quotazione

Per iniziare il processo di quotazione e per prepararsi in maniera adeguata all'ammissione, ogni società ha la necessità di richiedere l'assistenza di un team di consulenti specializzati in cui ripone la massima fiducia e con cui inizi a cooperare e collaborare in tutti gli step necessari.

La figura essenziale all'interno del team di consulenza è quella dello Sponsor<sup>29</sup> (o Nomad per il segmento AIM), ovvero un intermediario finanziario che si occupa di assistere la società in tutto il processo di quotazione e nella fase successiva all'IPO<sup>30</sup> (che verrà analizzato dettagliatamente nel capitolo successivo); è inoltre responsabile nei confronti del mercato della qualità e dell'opportunità dell'investimento.

In alcuni casi è proprio lo Sponsor che si occupa di collocare sul mercato i titoli della società, e può essere coadiuvato da altri coordinatori in caso di una elevata portata di titoli; per l'importanza del ruolo ricoperto lo Sponsor deve avere determinati requisiti e deve essere attentamente selezionato tenendo conto di alcune caratteristiche:

- Adeguata esperienza in collocamenti di altre società nello stesso settore della società quotando o in settori simili per dimensioni.
- Essere in grado in fornire informazioni precise, puntuali ed aggiornate sia agli

---

<sup>29</sup> Figura prevista dai Regolamenti della Borsa Italiana

<sup>30</sup> Offerta Pubblica Iniziale

investitori istituzionali che alle reti di vendita in modo tale da portare le azioni della società all'attenzione dei potenziali clienti e investitori.

- Dedizione, impegno e disponibilità a svolgere un ruolo così importante e delicato.
- Capacità di riuscire a collocare i titoli sia a livello nazionale che internazionale tramite una ricerca mirata di determinati investitori istituzionali che abbiano gli stessi obiettivi di investimento della società
- Disponibilità anche nel periodo successivo al collocamento e presenza nel mercato secondario.

Lo Sponsor si occupa dunque di inoltrare la domanda di ammissione alla quotazione a Borsa Italiana verso cui ha degli obblighi e degli oneri informativi ben precisi:

- Fornire la documentazione e tutti i dati necessari alla quotazione in modo preciso e adeguato.
- Dichiarare che l'emittente è consapevole degli impegni e delle responsabilità che derivano dalla quotazione.
- Dichiarare che la società emittente ha un valido sistema di controllo di gestione.
- Affermare che i dati e le previsioni inerenti al primo periodo semestrale e annuale successivo all'ultimo bilancio consuntivo depositato sono effettivamente e realisticamente realizzabili.
- Garantire che il collocamento dei titoli avverrà secondo la prassi e le normative nazionali ed internazionali.
- Pubblicare almeno due documenti di analisi della società emittente all'anno per almeno i primi due anni.
- Pubblicare delle analisi dettagliate ogni qual volta ci siano eventi societari per almeno i primi due anni.
- Organizzare per almeno due volte l'anno un incontro tra il management societario e la comunità finanziaria nazionale ed internazionale per almeno i primi due anni.

In base alle diverse caratteristiche della società, alle dimensioni e al numero di titoli collocati possono essere necessari anche altri consulenti per garantire un corretto svolgimento di tutte le fasi essenziali al processo di quotazione; ad esempio, un consulente finanziario in grado di collaborare con l'impresa nella realizzazione di tutte le valutazioni preliminari, del prospetto informativo, delle pratiche burocratiche e anche della redazione del *business plan*. Anche la presenza di una società di revisione è di primaria importanza sia per la revisione e relazione del bilancio di esercizio sia per

garantire la solidità finanziaria indicata nel prospetto informativo. Per gli adempimenti legali, invece, è necessaria la presenza di uno studio legale con la figura di un coordinatore globale in grado di poter svolgere tutti gli adempimenti che sono richiesti e che abbia esperienza sia in ambito di collocamenti azionari sia in tema di riconoscimento e conoscenza delle eventuali principali problematiche della società.

La comunicazione efficace della società e l'immagine che viene proiettata sugli investitori è chiaramente un altro fattore da tenere in considerazione, ed ecco perché si rende necessaria la figura di un consulente di comunicazione in grado di occuparsi non solo dei rapporti con la stampa ma anche di svolgere un ruolo cruciale all'interno della società consigliando e gestendo nel miglior modo possibile i rapporti con la comunità finanziaria. Infine, si ha la presenza di un consulente fiscale che si occupa delle normative in tema di tassazione per ciò che riguarda le società quotate.

Una volta individuati tutti i consulenti necessari e lo Sponsor, la società può avviare in concreto la procedura per l'ammissione in quotazione che è stata di recente semplificata e abbreviata per tutti i mercati; in circa 4 mesi dall'ultima riunione di conferma e lancio dell'operazione questa viene a concludersi e si dà effettivamente inizio alle negoziazioni.

Prima di parlare dell'IPO, che sarà analizzato in dettaglio nel capitolo successivo facendo attenzione non solo a tutte le fasi del processo di quotazione nel corso dei mesi seguenti alla decisione di quotarsi, ma anche all'analisi e alla valutazione d'azienda di fondamentale importanza prima di iniziare una procedura di ammissione in Borsa, è necessario fare un'analisi sulle procedure formali di ammissione per Borsa Italiana che quindi corrispondono ad un pre-requisito indispensabile per poter effettivamente essere ammessi in quotazione.

La procedura formale si svolge in un tempo massimo di 60 giorni, le strutture di Borsa Italiana sono disponibili sia durante che dopo il processo di quotazione e sono divise in tre categorie:

- **Team Marketing:** si occupa di promuovere i mercati, fornire supporto e informazioni a intermediari finanziari, investitori ed emittenti e di verificare i requisiti di quotabilità della società.
- **Listing (Struttura legale):** svolge l'analisi necessaria per l'ammissione alla quotazione.
- **Informativa Societaria e Vigilanza dei Mercati:** si occupa di gestire le informazioni e le operazioni societarie, di garantire lo svolgimento delle negoziazioni, di verificare che siano rispettati gli obblighi di trasparenza e di tutela degli investitori.

Invece le fasi di procedura formale sono diverse e sono le seguenti:

- Inoltro della documentazione
- Analisi della completezza formale
- Comunicazione che attesti l'ufficialità della ricezione della domanda di ammissione
- Fase di Istruttoria
- Provvedimento di Ammissione
- Inizio delle negoziazioni

Per le prime due fasi si prevede l'invio della documentazione che deve essere completa e precisa da parte dell'emittente; alla domanda di ammissione devono essere allegati i seguenti documenti:

- Copia della delibera dell'organo competente che ha approvato la presentazione della domanda di ammissione.
- Copia dello statuto dell'emittente.
- Bozza del prospetto informativo.
- Copia del documento informativo rivolto agli investitori istituzionali.
- Copia degli ultimi tre bilanci annuali pubblicati, mentre per le società di recente costituzione deve essere presentato lo Stato Patrimoniale e il Conto Economico degli ultimi tre esercizi di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile.
- Conto Economico e Stato Patrimoniale infrannuali qualora la chiusura dell'ultimo esercizio sia inferiore a sei mesi dalla richiesta di quotazione.
- Il piano economico finanziario per l'anno in corso e quelli stimati per i due anni successivi.
- In caso di partecipazioni societarie, la presenza di un documento in cui vengano evidenziati i rapporti tra la società e lo Sponsor.
- Sistema di governo societario conforme a quanto indicato nel Codice di Autodisciplina delle società quotate.
- Dichiarazione che le azioni sono liberamente trasferibili presso la Monte Titoli S.p.A.
- Eventuali ulteriori documenti che possono essere richiesti in qualsiasi momento da Borsa Italiana.

Per completezza formale si intende, invece, la presenza dei dati finanziari espressi tramite tre bilanci annuali *e-business plan*, e l'indicazione dello Sponsor della società.

Dopo la comunicazione ufficiale di domanda avvenuta con successo si apre la fase di istruttoria in cui per prima cosa avviene una visita di Borsa Italiana alla società quotanda e successivamente vengono analizzati sia i dati finanziari riportati sia il documento di preparazione redatto dallo Sponsor. La procedura si chiude con la presentazione formale della società a Borsa Italiana a cui segue l'esito positivo o negativo dell'istruttoria. Nelle ultime due fasi prima della possibilità di iniziare le negoziazioni sono necessarie alcune delibere: l'avviso di avvenuta presentazione della domanda, la delibera del provvedimento di ammissione a quotazione in Borsa Italiana e la delibera che permette l'effettivo inizio delle negoziazioni in Borsa Italiana.

Borsa Italiana ha, inoltre, introdotto il QMAT<sup>31</sup> ovvero un documento, seppur non obbligatorio, che può essere compilato dalla società quotanda o da una società di consulenza esterna al fine di raccogliere le informazioni necessarie per il processo di valutazione; rappresenta un test di autovalutazione da parte della società che vuole quotarsi ma anche delle società che intendono farlo in futuro, per verificare la sussistenza dei requisiti sostanziali per la quotazione. Le domande in esso presenti riguardano tutti gli aspetti della vita della società, in relazione alla sua struttura, condotta e performance; il QMAT consente a Borsa Italiana di analizzare la strategia e il *business model* della società quotanda permettendo di analizzare ed identificare gli *stakeholder* rilevanti e di comprendere il settore di appartenenza. Lo scopo del QMAT è quello di migliorare la comunicazione tra Borsa Italiana, sponsor e società quotanda agevolando la pianificazione del processo di quotazione.

## 2.5 I costi della quotazione, i vantaggi e gli svantaggi per la società e per i diversi stakeholders

I costi della quotazione in borsa sono sostenuti *una tantum*, dando la possibilità di accedere al mercato di finanziamento del capitale in via permanente, a differenza di un classico finanziamento bancario in cui i costi sono ripetuti nel tempo.

Sono da considerare a tutti gli effetti dei costi di quotazione le necessità di investimento necessarie per migliorare la capacità competitiva della società e quindi essere in grado di affrontare con una struttura più solida le sfide della crescita internazionale, ed è questo il motivo per cui bisogna considerare congiuntamente i costi e i benefici della

---

<sup>31</sup> Quotation Management Admission Test

quotazione. I costi di quotazione si distinguono in costi fissi e variabili in relazione al mercato di quotazione, alla struttura, dimensione, settore e complessità dell'azienda, alla dimensione dell'offerta, ed alla composizione del team degli *advisor*; per quanto riguarda i costi fissi sono tutti quelli legati ad esempio alle commissioni per Sponsor, coordinatore legale, per le spese legali e per le società di revisione; i costi variabili invece sono legati al collocamento delle azioni presso gli investitori e sono definiti come percentuale dell'ammontare raccolto, ma ovviamente si tratta di commissioni dovute solamente in caso di esito positivo del collocamento. La commissione da versare a Borsa Italiana in fase di prima ammissione è correlata al valore della capitalizzazione della società con un valore minimo pari a 35 mila euro per il segmento MTA e a 15 mila euro per l'AIM.

Quotarsi in borsa comporta sicuramente alcuni vantaggi e svantaggi, ad esempio i mercati azionari di Borsa Italiana consentono ad aziende di ogni dimensione di raccogliere importanti risorse finanziarie per favorire lo sviluppo, la crescita ed una maggiore competitività. La quotazione rappresenta dunque un'opportunità in termini di visibilità e di autorevolezza sul mercato, ambizioni competitive e attrazione di nuovi talenti.

Parlando di benefici per le imprese derivanti dal processo di quotazione possiamo considerare i seguenti punti cardine:

- Possibilità di raccogliere le risorse necessarie per finanziare la crescita, lo sviluppo e la possibilità di ottenere una competitività maggiore in un mercato globale.
- Autonomia dal sistema bancario visto che le azioni sono capitali di rischio perché l'azienda non deve obbligatoriamente restituire i soldi a chi ha acquistato azioni.
- Possibilità di aumentare la conoscenza dell'azienda non solo a livello nazionale ma anche, e soprattutto, a livello internazionale rispetto i requisiti in tema di regolamentazione e trasparenza informativa.
- Aumentare e diversificare la compagine sociale in quanto con la quotazione in borsa è possibile l'ingresso di nuovi soci quali ad esempio investitori istituzionali o internazionali.
- Possibilità di rendere liquido l'investimento per gli azionisti in qualsiasi momento sia ritenuto necessario evitando eventuali problematiche in ambito di trasmissione della quota agli eredi.
- Garantire alla società un maggiore prestigio.
- Permettere l'utilizzo di alcuni sistemi incentivanti di remunerazione per il

*management* quali ad esempio strumenti derivati come le *stock options*<sup>32</sup>.

- Possibilità di far parte di un Gruppo Internazionale di dimensioni maggiori in quanto Borsa Italiana fa parte di una infrastruttura molto ampia e diversificata in cui, come abbiamo già descritto in precedenza, oltre al mercato azionario sono presenti mercati del debito, dei derivati ed altri strumenti finanziari.
- Possibilità di ricevere servizi e assistenza specializzati e specifici per il *core business*<sup>33</sup>.
- Possibilità di crescita attraverso fusioni ed acquisizioni in quanto le azioni della società quotata possono essere utilizzate come moneta di scambio per finanziare operazioni di acquisizione di partecipazioni in società *target*, con conseguente ottimizzazione dell'impiego della liquidità e interessanti vantaggi fiscali.
- Distribuzione efficiente del rischio, in quanto ad attività più redditizie corrisponderà tendenzialmente un rischio maggiore e viceversa.
- Ottenere dei benefici dal punto di vista fiscale.

Gli aspetti negativi, al contrario, possono essere:

- Ricorrere alla quotazione in borsa esclusivamente perché i soci di maggioranza vogliono vendere delle proprie azioni; per far questo si ricorre alla collocazione in borsa in cui si “sacrifica” una parte del controllo della società in cambio di capitali che vanno direttamente nelle tasche dei soci
- Ricorrere alla quotazione in borsa come strategia di *exit*<sup>34</sup> da parte di investitori istituzionali e specializzati, che però potrebbero avere difficoltà sia per la presenza di alcune clausole<sup>35</sup> che consentono agli investitori di cedere le proprie partecipazioni solo a determinate condizioni sia per la necessità di attrarre un gran numero di investitori, a volte anche in mercati caratterizzati da poca liquidità.
- Paura e timore per le PMI italiane che sono legate a una gestione familiare in cui l'entrata di nuovi soci nelle loro aziende potrebbe scoraggiare la quotazione delle società in borsa
- Ingresso di soci “estranei” che possano, anche in un lasso di tempo abbastanza breve, assumere il controllo della società

---

<sup>32</sup> Contratti derivati sotto forma di opzioni europee o americane che danno il diritto di acquistare azioni di una società ad un determinato prezzo d'esercizio

<sup>33</sup> Attività commerciale principale svolta dalla società

<sup>34</sup> Cessione delle partecipazioni da parte di un investitore

<sup>35</sup> Clausola di *lock in*

- Una disciplina giuridica inerente alla quotazione in borsa assai controversa e complessa, che fa spesso tramontare la possibilità di quotarsi in borsa
- I costi finanziari ed il tempo necessario per poter svolgere al meglio tutte le fasi richieste per procedere all'ammissione

Per gli azionisti, d'altro canto, i vantaggi sono dati dalla possibilità di acquistare al prezzo di mercato il numero delle azioni che si vuole, al contrario del caso in cui la società non è quotata e bisogna trovare un accordo privato con i proprietari per comprare le rispettive quote; dunque, questa operazione è molto più semplice e richiede meno costi in termini di negoziazione e di tempo. Inoltre, le società quotate devono rispettare leggi più severe in termini di trasparenza rispetto le società non quotate, fornendo quindi più protezione per l'investitore che è consapevole della veridicità e sicurezza del suo eventuale investimento.

Di contro, le società non quotate hanno abitualmente un capitale sociale ed un numero di soci inferiori rispetto alle società quotate, il che può consentire all'investitore di avere un maggior potere di governo e direzione del business aziendale.

Un altro svantaggio potrebbe essere invece che il prezzo delle azioni della società può essere influenzato da fattori che esulano dal suo controllo, incluse opinioni del mercato, condizioni economiche o sviluppi nel proprio settore commerciale; inoltre, gli investitori esterni che forniscono capitale alla società si aspetteranno che quest'ultima offra loro valore tramite dividendi e aumento del prezzo delle azioni.

Infine, se si ricerca un profitto prettamente finanziario, l'investitore si rivolgerà probabilmente ai titoli di società quotate mentre se si punta ad un più articolato mix tra investimento finanziario e gestione manageriale, si troverà maggiori sbocchi volgendosi verso realtà non quotate.

## 2.6 La quotazione in borsa in un periodo di crisi sanitaria ed un'analisi in particolare sulle imprese italiane

Il dato più importante dal quale partire è certamente evidenziare come il primo mese di pandemia, ovvero da febbraio a marzo 2020, non ha precedenti dal punto di vista dell'impatto sui mercati finanziari; nel crollo di Wall Street del 1929 gli indici impiegarono 42 giorni prima di perdere il 20% rispetto ai massimi storici mentre questa

volta ci hanno impiegato circa 16 giorni; ad esempio lo S&P 500<sup>36</sup>, uno degli indici azionari più importanti al mondo, ha perso fino al 27% solo nel mese di marzo 2020; anche il Ftse Mib, l'indice di riferimento del mercato azionario di Borsa Italiana, si è quasi dimezzato in un mese arrivando a perdere il 44% del proprio valore; anche le obbligazioni *high yield*, ovvero sia con elevato rendimento ma anche rischio di insolvenza, hanno perso oltre dieci punti percentuali in un mese sia in Europa che negli Stati Uniti. Si è anche assistito alla caduta del petrolio fino ai 30 dollari al barile con una perdita di oltre il 40% rispetto ai mesi precedenti.

Il mese di marzo, caratterizzato dall'esplosione della pandemia, ha visto anche una crescita esponenziale dell'indice di mercato VIX, che misura il tasso di volatilità dei mercati che è passato da 14 a 65 punti ovvero con un incremento del 350%. Il primo mese di pandemia è stato dunque caratterizzato da una forte paura da parte degli investitori visti i dati sicuramente non incoraggianti e la mancata gestione dell'epidemia, anzi pandemia, in un contesto globale; le banche centrali infatti possono al massimo stampare moneta ma non realizzare vaccini, e dato che questa moneta (se non indirizzata dalla politica) non può finire direttamente nelle disponibilità di famiglie e imprese in difficoltà (a tal proposito è stato stimato che in assenza di aiuti diretti molte compagnie aeree rischiano il fallimento entro la fine del 2020 o la metà del 2021) si rende chiara l'idea della necessità di una gestione politica globale di questa crisi.

Il primo trimestre di crisi sanitaria ha avuto un impatto notevole anche sull'oro e sul dollaro; per quanto riguarda il metallo giallo, esso è considerato il bene rifugio di ultima istanza, quello che cioè viene acquistato in momenti di crisi e situazioni di difficoltà, e così è stato fino alla prima metà di marzo quando la quotazione è schizzata oltre i 1.700 dollari; successivamente, però, sono scattate pesanti vendite anche sull'oro che ha chiuso la settimana successiva con un calo superiore all'8% segnando la peggior settimana degli ultimi 37 anni e tornando sotto quota 1.500. Le vendite sono proseguite fino alla fine di marzo portando l'oro a chiudere il primo mese pandemico con un calo vicino al 10% nonostante la sua caratteristica di bene rifugio; questo è accaduto perché molti investitori sono stati costretti a monetizzare le posizioni in oro per far fronte alle perdite generate altrove e, soprattutto, per coprire investimenti con leva finanziaria elevata e dunque evitare di subire forti perdite.

Per il dollaro la situazione nel primo mese di pandemia è stata pressoché l'opposto rispetto alla situazione dell'oro, infatti quest'ultimo si è svalutato nella prima metà del

---

<sup>36</sup> Standard & Poor 500, indice americano nato nel 1957 che segue l'andamento delle 500 aziende statunitensi con maggiore capitalizzazione

mese di marzo, mentre poi ha cominciato a correre a causa della necessità di liquidità degli operatori, considerando che il dollaro è molto più liquido dell'oro.

Un altro fenomeno da evidenziare e da analizzare ed a mio avviso assolutamente decisivo per capire la portata della crisi sanitaria già solo nel primo mese di emergenza, è quello del *bitcoin*<sup>37</sup> che nel giro di un mese ha dimezzato il suo valore passando da 10mila dollari a 5mila nel mese di marzo. Un calo che per certi versi ha stupito tutti coloro che avevano iniziato a credere che il *bitcoin* potesse essere considerato un bene rifugio, in grado di non essere influenzato da un evento del genere e da una crisi sanitaria.

I dati evidenziati che hanno caratterizzato i primi mesi di pandemia, hanno avuto un effetto da non sottovalutare anche per le imprese italiane, infatti tuttora la quotazione in borsa potrebbe essere scoraggiata dagli effetti economici a seguito del Covid 19 e potrebbe essere ancora più marcata per le piccole e medie imprese, dato che siamo ancora lontani dalla fine dell'emergenza e la situazione ad un anno dallo scoppio dell'epidemia sembra ancora fuori controllo e molto complessa.

Per le PMI il quadro è sicuramente più critico e di primaria importanza sia a causa della loro maggiore vulnerabilità all'attuale contesto economico sia per le potenzialità di sviluppo che la quotazione in borsa può offrire loro; ad esempio il primo beneficio della quotazione è il riequilibrio della struttura finanziaria, poiché la raccolta dei capitali sul mercato borsistico, in alternativa al credito bancario, riduce i vincoli di finanziamento soprattutto per le imprese con elevata crescita ed elevato indebitamento; la quotazione inoltre come abbiamo già visto, produce un maggior grado di visibilità presso i finanziatori, indotto dagli obblighi di trasparenza, e ciò riduce le asimmetrie informative nei confronti dei datori di fondi e il potere contrattuale del sistema bancario, provocando una riduzione del costo del credito. In definitiva un aumento delle PMI quotate avrebbe un impatto positivo sull'economia nazionale andando ad aumentare la capitalizzazione complessiva del mercato italiano.

La situazione generata dalla pandemia ha creato dunque un effetto di timore e paura non solo per le famiglie italiane ma anche per le imprese andando a limitare la capacità di queste ultime di far fronte alla crisi e di mantenere i requisiti necessari per la quotazione in borsa; difatti uno studio elaborato dalla Banca d'Italia<sup>38</sup> evidenzia come, tramite un campione rappresentativo di PMI italiane, gli effetti della pandemia incidono sulle caratteristiche delle imprese italiane. Partendo dalla situazione pre-crisi delle PMI

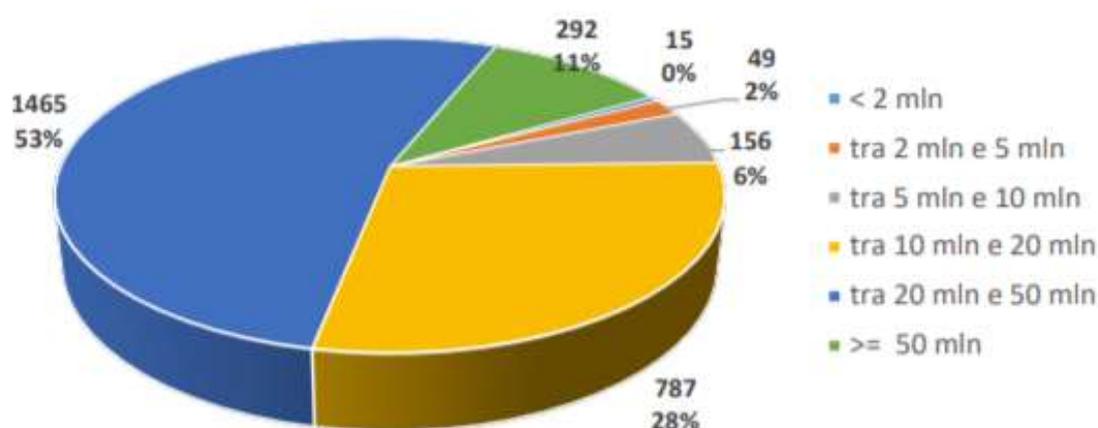
---

<sup>37</sup> Cripto valuta più importante al mondo

<sup>38</sup> [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2021/Nota\\_Covid\\_PMI\\_quotabili\\_12\\_gennaio\\_2021.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2021/Nota_Covid_PMI_quotabili_12_gennaio_2021.pdf)

italiane, si osserva la presenza di un elevato numero di imprese che avrebbero caratteristiche ampiamente idonee alla quotazione in Borsa; la classe più numerosa è quella delle imprese con un fatturato compreso tra 20 e 50 milioni, seguita dal gruppo tra 10 e 20 milioni, mentre è interessante notare anche la presenza di oltre 220 imprese con un fatturato inferiore a 10 milioni, a testimonianza del fatto che anche alcune imprese più piccole hanno caratteristiche compatibili con l'accesso al mercato dei capitali.

Imprese quotabili per classe di fatturato pre-Covid

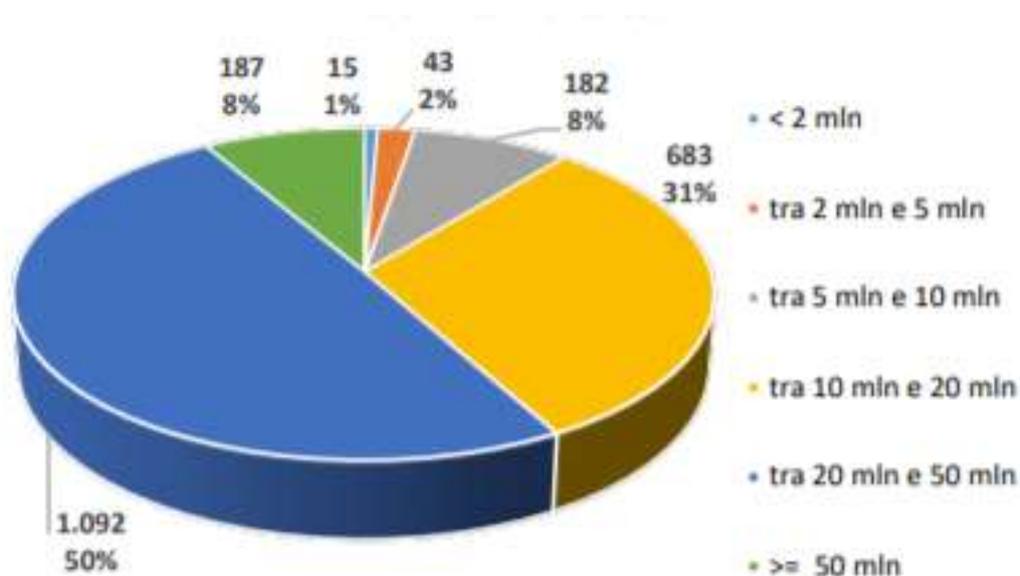


(fonte: bancaditalia.it)

Nello scenario Covid-19 invece, il numero di PMI quotabili si riduce in misura significativa, pur lasciando un numero comunque elevato di imprese dotate dei requisiti idonei alla quotabilità; infatti il numero di imprese quotabili risulterebbe pari a 2.202, in calo del 20 per cento rispetto alla situazione pre-crisi, mentre nello scenario negativo la soglia di quotabilità verrebbe superata da 2.086 imprese (-25% rispetto alla situazione precedente alla pandemia); inoltre si osserva una modesta riduzione della quota delle

imprese appartenenti alle classi più alte a beneficio delle imprese più piccole, anche se tale effetto è principalmente di tipo meccanico, ovvero la riduzione generalizzata dei ricavi determina lo spostamento di alcune imprese dalle classi di fatturato più elevato a quelle più basse.

Imprese quotabili per classe di fatturato post Covid

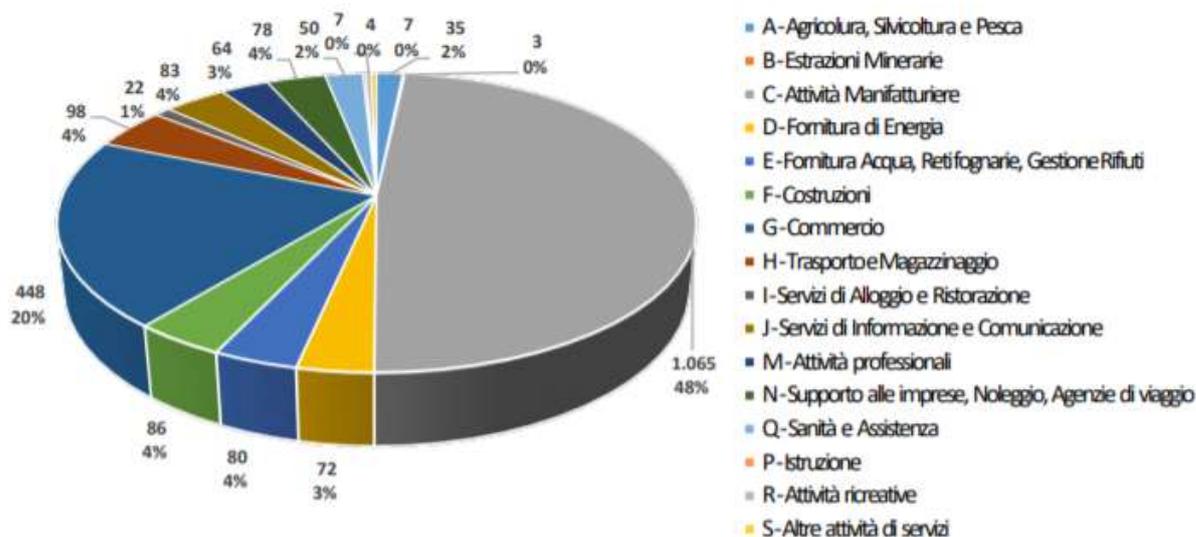


(fonte: bancaditalia.it)

L'impatto della crisi si riflette in maniera differente sui diversi settori, con un impatto maggiore specialmente nei settori della ristorazione e del turismo, ma anche in quello manifatturiero che passa dal 52 al 48% delle imprese quotabili; al contrario i settori che hanno in parte beneficiato della crisi sono stati quello energetico e quello sanitario con un aumento del numero di imprese quotabili rispetto alla situazione precedente alla

pandemia.

Imprese quotabili dopo la diffusione del Covid-19 per settore



(fonte: bancaditalia.it)

In definitiva prima della crisi da Covid-19 era in atto una tendenza al progressivo aumento delle PMI quotate, il numero di società non finanziarie con caratteristiche ampiamente idonee per l'accesso potenziale al listino di borsa era molto elevato, e pari a quasi 2.800.

La prima ondata della pandemia dovrebbe portare ad una riduzione del numero delle PMI quotate nei primi mesi del 2021 del 20% con un numero che rimarrebbe comunque elevato, e pari rispettivamente a oltre 2.200 aziende. Le imprese dei settori maggiormente penalizzati dalla crisi sarebbero in parte sostituite da imprese dei settori favoriti nel nuovo ambiente economico e dunque il numero delle imprese quotate e la distribuzione per settore potrebbero modificarsi a seconda dell'evoluzione della pandemia e delle misure di sostegno all'economia nei prossimi mesi.

E' possibile però che una volta che gli effetti del Covid-19 si saranno esauriti e l'attività economica ripresa, la tendenza alla quotazione in borsa possa ritornare ai livelli pre-crisi; infatti a giugno e novembre del 2020, quando la diffusione del virus sembrava essersi rallentata e i mercati stabilizzati, si sono osservati quindici casi di IPO presso la borsa italiana, di cui tredici sul segmento AIM anche se potrebbe trattarsi per la maggior parte di progetti di quotazione avviati prima della crisi, sospesi temporaneamente per effetto della pandemia e riavviati con la ripresa delle attività economiche e del mercato di borsa. Tuttavia, dopo un primo semestre 2020 inficiato dal Covid-19, la seconda parte dell'anno ha visto una ripresa del mercato Aim Italia: in particolare, il segmento ha

registrato 21 nuove quotazioni (9 in meno rispetto al 2019, ma 2 in più rispetto al 2018), nonostante il periodo di pandemia ed il capitale complessivo raccolto nel 2020 è stato di 130,2 milioni di euro con un valore medio di 6,2 milioni di euro, contro 5,7 milioni di euro del 2019. Inoltre, le performance delle società quotate nel 2020 sono state eccellenti, tanto che il rendimento medio dall'Ipo è stato infatti del +40,3%, con 17 delle 21 società quotate che hanno registrato una performance positiva a fine 2020.

La ricerca di KT&Partners<sup>39</sup> evidenzia come nel 2020, su un campione analizzato di 118 società Aim (escludendo Spac, alcune società finanziarie e le società di cui non si disponevano informazioni), 39 società (circa 33% del campione) hanno registrato un aumento dei ricavi nel primo semestre, e circa l'8% ha ottenuto un aumento di oltre il 50%. Analizzando la profittabilità, il 39% ha registrato un significativo incremento dell'Ebitda, mentre il 34% delle società ha visto un sostanziale incremento dell'utile netto. Per quanto riguarda la struttura del capitale, infine, circa il 44% delle società Aim analizzate ha migliorato la propria posizione finanziaria netta. Osservando i risultati al primo semestre 2020 raggruppati per settore, si nota che i servizi finanziari e la tecnologia sono stati i settori meno colpiti dall'epidemia di Covid-19.

Si può notare infatti come tra le società neo-quotate prevale il settore tecnologico, cioè uno di quelli a maggiore potenziale di crescita e di sviluppo.

L'ipotetica quotazione di tutte le società effettivamente quotabili contribuirebbe a ridurre il sottodimensionamento del mercato azionario italiano tanto che la capitalizzazione di mercato addizionale teorica è stimabile in 71 miliardi di euro con un incremento del rapporto sul PIL fino al 40 per cento, rispetto al 36 per cento della fine del 2019.

---

<sup>39</sup> <https://www.ktepartners.com/2021-le-opportunita-della-quotazione-sullaim-per-le-tech-company-italiane/>

### 3 VALUTAZIONE D'AZIENDA E IPO

#### 3.1 Le valutazioni d'azienda

Ogni azienda è qualificata come un sistema organico e coordinato di risorse materiali ed immateriali, le quali costituiscono un mezzo attraverso il quale l'imprenditore esercita un'attività di impresa; valutare una azienda significa dunque attribuire un valore al suo capitale<sup>40</sup> ma senza ricercare un valore oggettivo unico, in quanto gli input necessari per la valutazione d'azienda lasciano ampio spazio ad interpretazioni e giudizi soggettivi.

Nella procedura di valutazione assumono rilevanza due aspetti fondamentali ovvero la redazione del Piano industriale, in cui sono indicati da un punto di vista previsionale gli obiettivi della società e le modalità con cui raggiungerli, e la decisione sulla scelta dei metodi da utilizzare per effettuare tale valutazione; la scelta dei diversi metodi dipende dalla particolare area di *business* e dal mercato in cui opera l'azienda; ad esempio un'azienda immobiliare che acquista e successivamente vende immobili sarà valutata tenendo conto del valore dei propri *assets* mentre per un'azienda che si occupa di e-commerce assumeranno rilevanza le caratteristiche immateriali del *business* e quelle del

---

<sup>40</sup> Fair Market Value

mercato in cui opera.

Inoltre, la scelta dei metodi utilizzati deriva da diversi fattori:

- Dalla finalità della valutazione
- Vendita di quote e partecipazioni o vendita dell'azienda stessa.
- Operazioni cosiddette di finanza straordinaria (fusioni, scissioni, acquisizioni, ecc.)
- Fornire consulenze tecniche necessarie su richiesta del tribunale.
- Dalle caratteristiche del settore di *business*
- Azienda operante in un settore manifatturiero in cui c'è un ingente impiego di *assets*.
- Azienda operante in un settore immobiliare.
- Azienda operante in un settore commerciale o di servizi in cui non c'è un forte impiego di *assets*.
- Azienda operante in un settore in cui gli *assets* immateriali rappresentano il vero valore.

Oltre a questi fattori devono essere analizzate anche alcune variabili chiave quali ad esempio:

- Analisi della storia pregressa d'impresa, in termini sia di *performance* operativa, tenendo in considerazione utili e ricavi, sia di quella azionaria misurando la rischiosità della società (se quotata) o quella del settore di appartenenza.
- Analisi dei dati prospettici stimati.
- Capacità e possibilità dell'impresa di generare flussi di cassa futuri.
- Analisi delle imprese concorrenti per avere un parametro di giudizio relativo ed in relazione ai *competitors* principali.

La valutazione costituisce quindi un esercizio analitico volto a determinare quanto vale oggi una società o un determinato *asset* aziendale, tenendo in considerazione la possibilità di effettuare l'analisi con diversi metodi che conducono ad un *range* di valori per una società target; è opportuno individuare di volta in volta il metodo più adatto in funzione delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di valutazione ed eventualmente utilizzare anche altri metodi per confrontare i risultati ottenuti e svolgere un controllo più dettagliato sull'azienda.

Possiamo fare una panoramica generale sui diversi metodi di valutazione adottati prima di analizzarli in dettaglio singolarmente:

- Metodo Finanziario: chiamato anche *Discounted Cash Flow* (DCF), è sicuramente tra i metodi più utilizzati e si basa sul concetto di base secondo cui il valore

dell'azienda è pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi, detti anche *Free Cash Flow* (FCF), generati nell'orizzonte del *Business Plan* e di un valore chiamato *Terminal Value* che rappresenta il valore del complesso aziendale alla fine dell'orizzonte temporale.

- Metodo dei Multipli di Mercato: utilizzato anche questo in maniera molto diffusa, ha la funzione di svolgere un controllo più specifico sulla veridicità e correttezza delle altre tecniche utilizzate; si basa sull'analisi delle quotazioni borsistiche o dei prezzi di strumenti finanziari che possono essere paragonati per caratteristiche a quelli dell'impresa target oggetto di analisi. La significatività del risultato è strettamente legata alla omogeneità del campione selezionato, dunque i multipli dedotti in tali analisi vengono applicati alle grandezze economiche e reddituali dell'azienda oggetto di analisi al fine di ricavare una valutazione concreta e corretta.
- Metodo Patrimoniale: quasi caduto in disuso ed utilizzato molto più raramente rispetto a quelli precedenti, mantiene comunque una certa importanza all'interno di un processo valutativo e si basa sulla concezione che il valore aziendale deriva dalla contrapposizione delle attività e delle passività sulle quali viene effettuata un'accurata analisi di congruità.
- Metodi Redditali: secondo questi metodi il valore dell'azienda è proporzionale alla sua capacità di generare reddito e dunque il valore dell'impresa risulta dalla somma dei flussi di reddito attualizzati attesi; ultimamente questo metodo sta per essere definitivamente superato da quello finanziario in quanto presenta alcune limitazioni quali ad esempio la difficoltà di esprimere all'interno delle componenti reddituali alcune variabili aziendali imprescindibili quali gli investimenti, le politiche fiscali e le politiche di bilancio.

Partendo dal primo metodo ovvero il DCF, possiamo osservare come il valore dell'azienda sia dato dalla sommatoria dei flussi di cassa generati e di un valore terminale attualizzati; per calcolare tale valore occorre eseguire una serie di passaggi matematici: per prima cosa è necessario calcolare il flusso di cassa (FCF) e il valore finale atteso dell'impresa (*Terminal Value*) al termine del periodo di analisi; successivamente è necessario procedere al calcolo del WACC, ovvero il costo medio ponderato del capitale, per poter scontare sia i flussi di cassa che il *terminal value*; una

volta determinato l'aggregato si può procedere con l'identificazione del valore di eventuali investimenti in società non consolidati da sommare a tale aggregato per poi procedere all'eliminazione del debito finanziario netto (*net debt*) e procedere con il calcolo del patrimonio netto, ovvero *Equity Value*<sup>41</sup>.

Tendenzialmente ai fini di una valutazione con il metodo del DCF si utilizzano i flussi di cassa disponibili per l'impresa (FCFF<sup>42</sup> anche detti *Unlevered FCF*) per evitare che la valutazione sia condizionata dall'attuale struttura finanziaria aziendale, ma in alcuni casi si potrebbe però preferire utilizzare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE<sup>43</sup>) ottenuti partendo dal FCFF sottraendo il valore degli interessi ed aggiungendo sia la tassazione su questi ultimi sia la variazione, positiva o negativa, del debito finanziario.

Una differenza importante da tenere in considerazione è che il FCFF si attualizza con il WACC e prende il nome di *Asset Side Approach*, mentre per il FCFE si utilizza il costo dell'equity indicato dal parametro  $k_e$  e viene indicato con *Equity Side Approach*.

#### *Asset Side Approach*

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

#### *Equity Side Approach*

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t}$$

<sup>41</sup> Da non confondere con *Enterprise Value* che è dato invece dalla somma di *Equity Value* e *Net Debt*

<sup>42</sup> *Free Cash Flow to the Firm*

<sup>43</sup> *Free Cash Flow to Equity*

$$\text{Con WACC} = K_e * E/E+D + K_d * (1-t) * D/D+E$$

$K_e$  = costo dell'*Equity*

$K_d$  = costo del debito

$E$  = *Equity*

$D$  = debito netto

$t$  = aliquota di imposta

$$\text{Con } K_e = r_f + \text{beta} * (r_m - r_f)$$

$r_f$  = tasso privo di rischio (*risk free*)

beta = coefficiente che quantifica il rischio di una singola impresa con quello medio di mercato

$r_m$  = rendimento di mercato

$r_m - r_f$  = premio al rischio di mercato (*market risk premium*), che rappresenta la misura in cui il rendimento del portafoglio di mercato è superiore al rendimento risk-free

Per quanto riguarda il *Terminal Value*, come abbiamo detto rappresenta il valore attualizzato dei flussi di cassa per il periodo di vita dell'azienda successivo a quello considerato nell'orizzonte temporale del *Business Plan* di riferimento e per la sua stima si utilizza prevalentemente la formula della *perpetuity*:

$$TV = FCF * (1+g) / WACC - g$$

Dove per FCF si intende il *Free Cash Flow* già analizzato in precedenza, normalizzato all'ultimo anno di piano per garantire una quantità di investimenti in capitale fisso ragionevoli, un valore degli ammortamenti in linea con il valore di questi ultimi ed una variazione del capitale circolante netto neutrale; il tasso  $g$  invece indica un tasso di crescita (*growth rate*) con cui il FCF viene stimato ad una crescita costante nel tempo, e può avere un valore che oscilla tra il minimo ovvero 0 ed un massimo pari al valore del tasso nominale di crescita del PIL o del settore.

Se il *Terminal Value* assume un valore molto elevato rispetto al valore complessivo dell'azienda oggetto di analisi è opportuno verificare nuovamente le assunzioni e controllare se il risultato è corretto; inoltre più è breve il periodo di osservazione

maggiore sarà il contributo ed il valore attribuito al *Terminal Value*. Società con alti tassi di crescita potrebbero avere un FCF negativo durante il periodo di osservazione, comunque più che bilanciato da un successivo TV positivo; in definitiva il *Terminal Value* è spesso una componente molto significativa del valore complessivo, pertanto, le assunzioni ad esso associate vanno sempre riviste con attenzione ed eventualmente verificate con ulteriori metodi.

Passando invece al metodo dei multipli di mercato esso si basa sulla valutazione di società comparabili espressa dal mercato azionario e messa in relazione in termini di multipli impliciti di fatturato, EBITDA, utile o altri parametri economico-patrimoniali; simile al metodo dei multipli di mercato è quello delle Transazioni Comparabili (*Comparable Transaction Multiples*) che considera come valori di riferimento non i multipli di società quotate, ma quelli relativi a società oggetto di operazioni di M&A<sup>44</sup> chiuse sul mercato.

Il valore d'azienda attraverso il metodo dei multipli di mercato si basa però principalmente su due caratteristiche ben precise:

Valore dei prezzi negoziati nei mercati borsistici per azioni di imprese comparabili  
Ipotesi che esista una uguaglianza tra crescita, rischiosità e capacità di generare flussi di cassa tra le aziende da cui si ricavano i multipli e l'azienda oggetto di valutazione

Esistono diversi moltiplicatori utilizzati nella valutazione d'azienda ed i principali sono:

- *Price Earnings Ratio* (P/E) dato dal quoziente tra il prezzo di borsa e l'utile netto dell'azione.
- *Price Book Value* (P / BV) dato dal quoziente tra il prezzo di borsa e il patrimonio netto per azione.
- *Enterprise Value / Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EV / EBITDA) dato dal quoziente tra il valore a prezzi di mercato del Patrimonio Netto + Debiti Finanziari Netti e il margine operativo lordo (MOL o EBITDA).
- *Enterprise Value / Earnings before Interest and Taxes* (EV / EBIT) dato dal quoziente tra il valore a prezzi di mercato del Patrimonio Netto + Debiti Finanziari Netti e il Reddito Operativo (EBIT).

Anche in questo caso ci sono due approcci differenti che sono gli stessi analizzati in precedenza: l'*Asset Side Approach* che prende in considerazione multipli calcolati con

---

<sup>44</sup> Fusioni ed acquisizioni

riferimento al valore totale dell'impresa (EV) come, ad esempio,  $EV / EBITDA$  oppure  $EV / EBIT$ , e poi l'*Equity Side Approach* usato meno frequentemente e consigliato in settori con redditività in forte crescita in cui i multipli sono calcolati con riferimento al valore di mercato del solo *equity* come, ad esempio, il P/E o P/BV.

Le fasi della valutazione di azienda attraverso i multipli di mercato si esplica in diversi passaggi chiave; per prima cosa è necessario individuare le società quotate presenti nel settore di mercato di riferimento in cui opera la società target di cui effettuare la valutazione, successivamente si può selezionare un campione rappresentativo di imprese all'interno del settore considerate come *competitors* e individuare all'interno di questo le imprese che presentano margini reddituali e indici patrimoniali finanziari in linea con la società oggetto di analisi per poi procedere con l'individuazione dei multipli da utilizzare in linea con quelle che sono le caratteristiche che rispecchiano maggiormente le imprese oggetto di comparazione ed il settore.

Ci sono ovviamente anche vantaggi e svantaggi sia nell'approccio *Asset Side* che in quello *Equity Side*: per il primo i principali vantaggi sono dati sia dal fatto che può essere applicato in società con perdita operativa, non genera distorsioni in caso di differenti politiche di ammortamento e prende in considerazione il *cash flow* operativo della società; gli svantaggi invece riguardano la redditività della società che non viene presa in considerazione così come i costi fissi di ammortamento.

Nell'approccio *Equity Side* i vantaggi sono dati prevalentemente dal fatto che l'analisi è basata sull'utile netto (P/E) o sul patrimonio netto (P/BV) che determina la potenziale redditività per gli azionisti; gli aspetti negativi invece si manifestano nella mancanza di una differenziazione dei diversi profili di rischio legati alla leva finanziaria, nelle diverse differenze nei criteri contabili applicati dalle società e nelle differenze nella redditività operativa delle società.

Un esempio particolare di applicazione del metodo dei multipli di mercato è quello del *Venture Capital Method*, ovvero il metodo maggiormente utilizzato per la valutazione delle *start up* e che pertanto rappresenta la modalità più utilizzata dagli investitori di *venture capital*; con tale metodo si determina il valore attuale della società che l'investitore è disposto a riconoscere in relazione alla potenzialità di valorizzazione della stessa al momento dell'*exit*, ovvero il disinvestimento con vendita di quote della società da parte dell'investitore. In breve la procedura, dal punto di vista pratico, si esplica in una stima di un orizzonte temporale in cui dismettere la partecipazione seguita dalla determinazione dell' *Enterprise Value* al momento dell' *exit* sulla base di multipli di mercato; successivamente si può determinare il ritorno atteso dell'investimento sulla

base delle potenzialità di crescita della società individuando così anche il valore che l'investitore è disposto a riconoscere alla società sulla base di tale ritorno atteso (sulla base del TIR<sup>45</sup>) e si ottiene dunque il valore della società in quel momento.

Passando invece al metodo patrimoniale, ormai utilizzato raramente, per quantificare il valore dell'azienda è necessario procedere ad una stima del patrimonio netto rettificato, con riferimento ai valori patrimoniali espressi nell'ultimo bilancio che saranno oggetto di valutazione e laddove ritenuti rappresentativi dell'effettivo valore delle attività e passività a cui si riferiscono verranno confermati; al contrario, nel caso in cui si siano riscontrate divergenze tra il dato contabile ed il valore corrente dell'elemento sottostante si provvederà, attraverso opportune rettifiche in aumento o in diminuzione, a rideterminare il valore adeguandolo al valore corrente. In definitiva il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore di un'azienda sia pari al patrimonio netto della stessa, opportunamente rettificato; tale metodologia si adatta per aziende in cui assumono rilevanza il valore degli *assets* presenti nel patrimonio: imprese immobiliari, manifatturiere con immobilizzazioni rilevanti e così via.

I vantaggi di questo metodo sono dati dal fatto che non occorre realizzare un piano industriale previsionale, dunque è sicuramente il metodo più semplice, ed inoltre si basa su dati certi ed oggettivi e non soggettivi godendo dei vantaggi di sicurezza e stabilità, senza una componente aleatoria; il lato negativo è che rappresenta la situazione dell'azienda solo ad un dato istante sulla base dei dati prettamente contabili, dunque poteva essere considerato un metodo valido in un mercato poco dinamico, mentre in un mercato molto competitivo come quello attuale la situazione è molto diversa.

I metodi reddituali, infine, come indicato dal nome stesso, prendono in considerazione per la valutazione la capacità presente e futura di generare redditi da parte dell'impresa in un determinato arco temporale; è necessario dunque conoscere sia il valore del reddito previsionale sia il tasso al quale attualizzare i flussi di reddito previsionali stessi. Per il tasso di attualizzazione si utilizza la stessa formula che abbiamo visto in precedenza per determinare il costo dell'equity<sup>46</sup>, e la difficoltà più grande che di conseguenza costituisce il più grande svantaggio per questo metodo è quella legata alla determinazione del coefficiente *beta* poiché questo indice è utilizzato per quantificare il rischio di una singola impresa con il rischio di mercato per le società quotate, secondo

---

<sup>45</sup> Tasso Interno di Rendimento, ovvero il tasso che rende equa una attività finanziaria

<sup>46</sup>  $K_e = r_f + \text{beta} * (r_m - r_f)$

i modelli anglosassoni o americani; in Italia invece la presenza delle società quotate è abbastanza limitata, mentre invece sono presenti moltissime PMI non quotate.

D'altro canto, i vantaggi sono dati dal fatto che se il piano industriale è redatto correttamente ed i dati sono veritieri e corretti è possibile ottenere un'analisi dettagliata sia su dati storici che previsionali di un'importanza fondamentale.

### 3.2 La struttura dell'operazione di IPO

Nel secondo capitolo abbiamo parlato ampiamente della Borsa Italiana S.p.A, dei requisiti necessari per l'ammissione in quotazione ed in linea generale del significato che assume la decisione di quotarsi per una impresa. Nel paragrafo precedente invece, abbiamo analizzato i diversi processi di valutazione aziendale necessari per procedere successivamente ad un eventuale procedimento di ammissione in quotazione.

In questo paragrafo ci occuperemo di analizzare nel dettaglio il procedimento necessario per essere ammessi in quotazione, ovvero dell'operazione di *Initial Public Offer* nonché Offerta Pubblica Iniziale.

L'IPO è l'offerta che viene fatta al pubblico da una società che vuole quotarsi in Borsa per la prima volta; la società può proporre una Offerta Pubblica Iniziale in modi diversi:

- Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS): operazione mediante la quale la società offre agli investitori la possibilità di sottoscrivere azioni di nuova emissione a seguito di un aumento di capitale; essa può assumere diverse configurazioni in relazioni ai soggetti destinatari dell'offerta:
- offerte pubbliche: destinate agli investitori in maniera indistinta.
- offerte istituzionali: destinate agli investitori istituzionali.
- collocamenti privati: destinati ad un pubblico specifico e selezionato.

Nel caso in cui i destinatari dell'OPS siano i consumatori, la società deve darne comunicazione preventiva alla Consob, consegnando il prospetto informativo

redatto secondo le norme presenti nel TUF<sup>47</sup>. Per quanto concerne le altre due categorie la società non è vincolata da obblighi informativi e di trasparenza così stringenti in quanto l'offerta è destinata ad un pubblico di soggetti che svolgono attività professionale in questo determinato settore; l'attività di collocamento tra il pubblico e gli investitori istituzionali può essere esercitata solo dagli intermediari autorizzati pertanto, qualora i destinatari dell'OPS siano tali categorie la società dovrà avvalersi dell'aiuto di un *global coordinator*<sup>48</sup>. Con questa modalità i proventi restano all'interno della società.

- Offerta Pubblica di Vendita (OPV): operazione mediante la quale la società offre agli investitori la totalità o una parte delle proprie azioni con diritto di voto, con l'intento di allargare o comunque di modificare la propria compagine sociale; come per l'OPS anche per l'OPV si hanno tre configurazioni:
  - offerte pubbliche: destinate al pubblico indistinto degli investitori.
  - offerte istituzionali: destinate unicamente agli investitori istituzionali.
  - collocamenti privati: riservati ad un numero limitato di soggetti selezionati.

Per il resto sono seguite le stesse disposizioni presenti in ambito di OPS ovvero informativa alla Consob, attività di collocamento svolta da intermediari autorizzati e presenza di un *global coordinator* se necessario.

- Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS): operazione mediante la quale la società offre agli investitori sia strumenti finanziari di nuova emissione sia emessi in precedenza, ovvero si configura come una combinazione delle due offerte precedenti. Le modalità di funzionamento sono le stesse già analizzate in precedenza.

La durata del processo di IPO va dai 4 ai 6 mesi con una serie di fasi successive e consequenziali; nelle prime settimane, fino a 10 settimane prima dell'inizio della fase di *marketing* (che analizzeremo successivamente) si hanno le fasi di:

Pianificazione: vengono identificati gli obiettivi principali tenendo in considerazione sia gli aspetti positivi che le criticità connesse; viene stipulato un calendario con le attività inerenti al processo e successivamente vengono incaricati gli *advisor* che si

---

<sup>47</sup> Testo Unico della Finanza

<sup>48</sup> Intermediario che in un'operazione di collocamento assume compiti di coordinamento e di consulenza

occuperanno di assistere la società nell'intero processo di quotazione; viene svolta un'analisi sulla struttura del capitale e si apre la fase di *pitch* in cui la società seleziona l'intermediario finanziario che la assisterà durante l'intero processo di quotazione; in questo momento inoltre, le banche d'affari iniziano a presentare delle proposte per ricevere l'incarico di *sponsor* o *global coordinator* che vengono valutate dalla società secondo un criterio che non tiene in considerazione esclusivamente il valore proposto (poco significativo prima dell'ingresso sul mercato) ma anche e soprattutto la qualità dell'intermediario.

Preparazione: per prima cosa si procede all'elaborazione dell'*equity story*, ovvero alla realizzazione del profilo della società quotanda che verrà successivamente presentato agli investitori per valorizzare e rendere evidenti gli elementi attrattivi dell'investimento in modo da indurre questi ultimi ad aderire all'offerta delle azioni. A seguire si apre una delle fasi più caratteristiche ed importanti dell'intero processo, la *due diligence*: attività di acquisizione delle informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa vigente necessaria per una operazione di emissione di strumenti finanziari; in questo momento la banca si occupa di dover approvare il piano industriale della società e di proporre una prima ipotesi di *fair value* ovvero un *range* di valori per stabilire il prezzo delle azioni tenendo in considerazione la stima del valore del capitale economico della società in ottica di quotazione; durante questa fase viene inoltre realizzato il Documento di Valutazione, il quale costituisce parte integrante della domanda di ammissione in quotazione.

In seguito vengono analizzati tutti gli aspetti legali e normativi e si procede con la redazione del prospetto informativo ovvero un documento che deve essere obbligatoriamente redatto e pubblicato dall'emittente che intende svolgere attività di sollecitazione del pubblico risparmio e deve contenere tutte le informazioni necessarie per consentire agli investitori di formulare giudizi fondati e veritieri sulle caratteristiche degli strumenti finanziari offerti e sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del soggetto emittente; la CONSOB può richiedere modifiche ed integrazioni oppure può concedere il nulla osta consentendo di fatto alla società di procedere con gli step successivi.

Strutturazione: viene predisposto un sindacato di sottoscrizione e collocamento che prevede la presenza di una o più banche capofila<sup>49</sup> di cui una banca internazionale e una italiana che si occuperà di assistere la società giornalmente; l'identificazione di una sola banca capofila potrà essere facilmente effettuata per quanto riguarda l'offerta rivolta

---

<sup>49</sup> *Global Co-Ordinator* o *Joint Global Co-Ordinator*

agli investitori istituzionali mentre potrebbe creare delle criticità per quanto riguarda la *tranche* retail dove un maggior numero di attori viene solitamente coinvolto nel ruolo di capofila; una possibile soluzione al fine di organizzare efficientemente il gruppo di banche *retail* e mantenere elevato il loro livello di coinvolgimento nel processo, è di assegnare in maniera chiara differenti aree di responsabilità, infatti se più di una banca ad esempio viene nominata *Lead Manager*<sup>50</sup> ognuna potrà svolgere un ruolo ben preciso e determinato. Per far parte del sindacato di collocamento sono necessari alcuni requisiti ben precisi tra cui adeguata capacità di *marketing* in ambito *sales* o *trading* e la presenza negli ultimi tre anni in altre operazioni di IPO sia a livello nazionale che internazionale. All'interno del sindacato di collocamento troviamo:

- *Global Co-Ordinator*: si occupa della gestione e della vendita dei titoli sul mercato nonché del coordinamento del sindacato.
- *Sponsor*: si occupa di promuovere l'offerta avendo responsabilità sull'intero processo di quotazione; garantisce che vengano fornite agli investitori tutte le informazioni rilevanti sulla società e mantiene un rapporto costante con Borsa Italiana e Consob.
- *Bookrunner*: si occupa di raccogliere e accentrare tutti gli ordini di acquisto o sottoscrizione proposti dagli investitori istituzionali in merito ai titoli oggetto di offerta; l'attività svolta dal *bookrunner* consente di stimare le curve di domanda e di offerta dei titoli oggetto di offerta e, in tal modo, contribuisce a determinare il prezzo di collocamento.
- *Lead Manager*: stabilisce l'ammontare, la tempistica, e il prezzo dell'offerta e gestisce l'ammontare finale dei titoli.
- *Corporate Broker*: riguarda generalmente una o due banche che svolgono un servizio di consulenza alla società in maniera continuativa.

Tale fase si chiude con la revisione della valutazione preliminare della *due diligence* e con la determinazione del fair value della società; infine durante la fase di *pre-marketing*, la banca d'affari effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali, che porta alla definizione di un intervallo indicativo di prezzo; al termine di questa fase la

---

<sup>50</sup> Il lead manager è la banca che, in un'operazione di collocamento di strumenti finanziari, si assume il compito di formare il consorzio di collocamento invitando diversi intermediari a partecipare all'operazione; stabilisce i termini dell'offerta (ammontare, tempistica, prezzo) e assume anche la qualifica di bookrunner, accentrando in tal modo l'insieme di tutti gli ordini di acquisto proposti dagli investitori istituzionali. Al lead manager spetta anche lo svolgimento della *due diligence*

banca, in base ai riscontri sul prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, può confrontarsi con la società emittente e con gli eventuali azionisti venditori per poi giungere alla definizione di un intervallo di prezzo tra un minimo ed un massimo.

Una volta superate queste fasi iniziali, circa quattro settimane prima della fase di offerta (*Pricing*) si ha la fase di *Marketing*; viene preparato il piano di offerta con pubblicazione di alcuni *report* di ricerca realizzati dagli analisti, viene annunciata ufficialmente l'intenzione della società di quotarsi in borsa e viene stabilito un livello indicativo di prezzo.

Tra una e due settimane prima del *pricing* vero e proprio, si apre la fase di offerta in cui si ha:

- *Roadshow*: costituisce la fase conclusiva del processo di *marketing*; si svolge sia in Italia che all'estero e costituisce la prima presentazione pubblica della società e del suo management alla comunità finanziaria tramite una serie di incontri tra la comunità degli investitori istituzionali e la direzione (*management*) della società. Possono avere una durata che varia dai pochi giorni fino a due o tre settimane viaggiando nei centri finanziari di tutto il mondo.
- *Bookbuilding*: fase molto delicata che viene gestita e coordinata dal *global coordinator* il quale si occupa di raccogliere all'interno di un libro istituzionale tutti gli ordini di acquisto e sottoscrizione da parte degli investitori istituzionali ordinati generalmente o in funzione del prezzo o delle dimensioni; ogni ordine può essere espresso in numero di azioni oppure in controvalore e per ognuno viene indicato il limite di prezzo segnalato dall'ordinante così che si possa determinare la curva di domanda che lega i singoli livelli di prezzo ai diversi volumi richiesti e quindi collocabili.
- *Pricing*: fase che precede di qualche giorno la quotazione in borsa; gli investitori istituzionali inviano delle manifestazioni di interesse di acquisto ed il prezzo di offerta viene individuato considerando sia il numero di azioni richieste e il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, sia analizzando la qualità della domanda degli investitori istituzionali.

Il prezzo finale viene determinato in modo da allocare effettivamente il numero di azioni agli investitori istituzionali e *retail* secondo priorità definite dalla società e dalla banca d'affari, lasciando una parte della domanda non soddisfatta così da alimentare l'interesse all'acquisto e supportare l'andamento del titolo nell'*aftermarket*<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> Compravendita di titoli azionari di una Ipo nel mercato secondario

Con la determinazione del prezzo delle azioni, l'IPO termina e si entra nella fase di *aftermarket*; in questo momento vengono svolte tutte quelle attività di stabilizzazione necessarie e vengono svolti gli ultimi adempimenti societari post quotazione; si ha anche la possibilità di incrementare il numero di azioni poste in vendita tramite una operazione di *Greenshoe*, ovvero un'opzione concessa a favore del consorzio di collocamento da parte degli azionisti e di durata massima di 30 giorni che vede la possibilità di incrementare il numero di azioni in circolazione riducendo in questo modo la quota di ogni azionista. In genere viene utilizzata quando la domanda di titoli sul mercato è superiore all'offerta e di conseguenza il prezzo del titolo tende ad essere superiore rispetto al prezzo di sottoscrizione; di conseguenza se i titoli sono molto apprezzati dagli investitori il consorzio di collocamento chiederà l'esercizio di tale opzione, altrimenti se il prezzo del titolo dovesse scendere al di sotto del prezzo di sottoscrizione verranno acquistati dei titoli per coprire la vendita allo scoperto da parte dei membri del consorzio stesso. La percentuale di titoli riservata all'opzione *Greenshoe* in genere non supera il 15% del totale.

### 3.3 Ammissione e inizio negoziazioni

L'ammissione in quotazione si perfeziona nel momento in cui Borsa Italiana, dopo aver preso visione del prospetto informativo e dopo la messa a disposizione al pubblico di quest'ultimo, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni; in qualsiasi caso sia presente un fatto o una situazione in grado di poter influenzare in modo significativo la valutazione delle azioni quotande nel periodo intercorrente tra la data del provvedimento di ammissione e la data di inizio delle negoziazioni, Borsa Italiana deve essere informata in maniera trasparente e tempestiva.

La domanda di quotazione può essere presentata anche prima che venga effettuata una offerta pubblica di vendita o sottoscrizione finalizzata alla diffusione delle azioni; il regolamento di Borsa Italiana prende in considerazione anche alcune norme in tema di sospensione o di revoca della quotazione e per quanto riguarda il primo caso, le sospensioni possono essere:

Discrezionali: sono dichiarate dalle autorità di mercato in presenza di circostanze che possono turbare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni come, ad esempio,

l'incertezza o l'assenza completa di informazioni riguardanti la società emittente.

Automatiche: sono sospensioni innescate da un evento specifico come il superamento di specifiche soglie di variazione del prezzo delle azioni (ad esempio +/- 10% del valore azionario).

Borsa Italiana, dunque, può sospendere discrezionalmente le negoziazioni in caso di andamenti anomali dei prezzi o delle quantità negoziabili, quando è necessario acquisire informazioni su particolari situazioni di mercato di uno strumento finanziario oppure qualora il regolare funzionamento del mercato sia ostacolato e non garantito da particolari motivi tecnici o altre circostanze.

Per la revoca della quotazione, invece, Borsa Italiana può decidere di revocare dalla quotazione uno strumento finanziario qualora si presenti una prolungata carenza o assenza di negoziazioni e che quindi non sia possibile mantenere un mercato regolare per tale strumento finanziario; per la revoca della quotazione sono presi in considerazione i seguenti parametri ed elementi:

- Numero medio di titoli scambiati e controvalore medio giornaliero delle negoziazioni in un periodo di almeno 18 mesi.
- Frequenza degli scambi e negoziazioni in un periodo di almeno 18 mesi.
- Numero di soggetti detentori di strumenti finanziari.
- Ammissione della società emittente a procedure concorsuali.
- Impossibilità di esprimere un giudizio da parte della società di revisione sulla Società emittente o giudizio negativo.
- Scioglimento della società emittente.

Per questi motivi e per evitare procedure di sospensione o revoca incombono sull'emittente alcuni obblighi informativi al fine della corretta ammissione alla negoziazione:

- Invio a Borsa Italiana di tutti gli avvisi richiesti dal regolamento CONSOB.
- Comunicazione a Borsa Italiana di ogni variazione dell'ammontare del capitale sociale.
- Comunicazione a Borsa Italiana dei principali eventi societari, quali ad esempio l'approvazione del bilancio d'esercizio del periodo precedente.
- Comunicare a Borsa Italiana<sup>52</sup> le date previste per il pagamento dei dividendi.

---

<sup>52</sup> All'interno del comunicato relativo all'approvazione del bilancio di esercizio

- Consegna di ulteriori documenti o formalità richieste da Borsa Italiana.

Dunque, come abbiamo già analizzato in precedenza, una volta inoltrata la domanda di ammissione completa di tutta la documentazione necessaria richiesta, Borsa Italiana può provvedere a pubblicare un avviso di avvenuta presentazione della domanda; entro 2 mesi dal giorno di presentazione della domanda, Borsa Italiana può deliberare e comunicare all'emittente l'ammissione o il rigetto della domanda.

L'ammissione si concretizza e si perfeziona nel momento in cui Borsa Italiana, con apposito provvedimento, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni.

Durante il primo giorno di negoziazioni ufficiali si va a stabilire il prezzo di mercato del titolo che rappresenta un segnale di interessamento alla società molto importante da parte dei diversi operatori; dopo il primo giorno di quotazione invece esiste un periodo di assestamento del prezzo dei titoli di una durata di circa un mese, ovvero 30 giorni; è proprio in questo lasso di tempo che il consorzio ha la facoltà di poter intervenire sul mercato finanziario attraverso l'utilizzo dell'opzione *greenshoe* che abbiamo analizzato in precedenza.

### 3.4 La vita di una società quotata e i servizi offerti da Borsa Italiana

Una volta che la società ha completato il processo di ammissione in Borsa, inizia la vera e propria vita di una società quotata; questo significa non solo vedere i propri titoli sul mercato borsistico ma anche, e soprattutto, attenersi ad alcune regole e normative inerenti all'informativa societaria, la comunicazione con il mercato e la *corporate governance*, per garantire un andamento veritiero e corretto del prezzo del titolo. In particolare, gli adempimenti da rispettare sono:

- Obbligo di comunicazione di tutti i fatti rilevanti ed operazioni straordinarie.
- Obbligo di pubblicazione del bilancio di esercizio e della relazione semestrale e trimestrale.
- Obbligo di comunicazione in caso di variazione nella composizione degli organi sociali.
- Obbligo di comunicazione in tema di assetti proprietari e partecipazioni.

In tema di *Corporate Governance*, le società quotate in Borsa devono rispettare i

principi presenti all'interno del Codice di Autodisciplina, ovvero un modello di comportamento istituito nel 1999 dal Comitato per la *Corporate Governance* e promosso da Borsa Italiana. Rivisitato nel 2003, e poi negli anni successivi fino all'ultimo aggiornamento nel 2020, contiene alcune raccomandazioni per il corretto funzionamento e l'organizzazione delle società quotate italiane; il codice non ha potere vincolante o impositivo, ma è fortemente consigliato come modello di riferimento; inoltre, le società quotate sono obbligate a tenere informato sia il mercato sia i propri azionisti in tema di *corporate governance* e grado di adesione al codice.

Il Codice ha per oggetto alcuni temi, tra i quali:

- Composizione del consiglio di amministrazione.
- Ruolo del consiglio di amministrazione.
- Presenza e numero di amministratori indipendenti.
- Modalità di trattamento delle informazioni riservate.
- Gestione della nomina degli amministratori e criteri per la definizione del loro compenso.
- Gestione delle operazioni con parti correlate<sup>53</sup>.
- Gestione dei rapporti con gli investitori istituzionali e con gli altri soci.

L'obiettivo del Codice è sicuramente quello della massimizzazione del valore per gli azionisti, cercando di tutelare sia di tutelare i loro interessi sia di innescare delle ripercussioni positive in grado di garantire una maggiore efficienza a tutti gli *stakeholder* quali ad esempio creditori, clienti e fornitori.

All'interno di una società quotata deve essere presente anche la figura dello *specialist*, uno specialista appunto che deve svolgere la funzione di intermediario finanziario responsabile del sostenimento della liquidità di uno o più titoli azionari; esso si occupa di gestire in continuazione le diverse proposte di acquisto e vendita a dei prezzi che non superino la differenza massima consentita da Borsa Italiana. I compiti principali dello specialista possono essere riassunti in breve:

- Sostenere la liquidità del titolo o dei titoli, fino al raggiungimento di un quantitativo minimo giornaliero.
- Gestione del *book* istituzionale<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra la società che redige il bilancio ed una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato stabilito un corrispettivo

<sup>54</sup> Libro in cui sono presenti tutti gli ordini di acquisto o sottoscrizione da parte degli investitori istituzionali

- Pubblicare almeno due analisi finanziarie all'anno sulla società quotata.
- Realizzare delle brevi analisi in occasione dei principali eventi societari.
- Presentare all'interno delle analisi finanziarie, oltre all'esposizione e al commento dei dati più recenti disponibili, una previsione circa l'andamento dell'emittente ed un confronto rispetto alle stime precedenti.
- Organizzare degli incontri, almeno due volte l'anno, tra il *management* della società e gli investitori professionali.

Un'altra figura importante, che abbiamo menzionato rapidamente in precedenza, è quella dell'*Investor Relator* ovvero un soggetto incaricato della gestione dei rapporti con intermediari ed investitori nell'ambito di una società che si è appena quotata in borsa. Si occupa inoltre di fornire una comunicazione veritiera e trasparente con l'esterno, di assicurare il corretto posizionamento di uno strumento finanziario sul mercato, di sviluppare un mercato stabile e liquido per il titolo e di impegnarsi per garantire alla società la possibilità di effettuare aumenti di capitale e promuovere una base solida e diversificata di azionisti.

Per svolgere tali funzioni può utilizzare alcuni strumenti di supporto e svolgere alcune attività:

- Garantire l'attrattività del titolo.
- Pubblicare notizie rilevanti.
- Inviare lettere agli azionisti da parte della sede aziendale.
- Contattare periodicamente gli investitori istituzionali.
- Effettuare interviste con i media e la stampa.
- Effettuare incontri con gli analisti.
- Contattare ed incontrare i principali *broker*<sup>55</sup>.
- Utilizzare al meglio *brochure* e sito web aziendale.

All'interno delle società quotate nel settore STAR la presenza dell'*investor relator* è obbligatoria e tale carica può essere ricoperta sia da un soggetto interno che esterno alla società; nelle aziende di dimensioni considerevoli può essere presente anche un interno dipartimento, *Investor Relation Department*, con la funzione di gestire le relazioni con gli investitori e la comunità finanziaria.

Andando invece ad analizzare la parte relativa ai servizi offerti, sappiamo che Borsa

---

<sup>55</sup> Intermediario finanziario che nell'industria dei servizi di investimento opera sul lato dell'offerta per conto della clientela

Italiana è una *professional service company*, ovvero una società che offre servizi specializzati e che ha come obiettivo quello di massimizzare l'efficienza dei mercati finanziari in Italia e promuoverne lo sviluppo affinché le imprese possano usufruire di tale strumento per ottenere una crescita e uno sviluppo sempre maggiore. L'impegno di Borsa Italiana è quello di offrire servizi ad alto valore aggiunto a favore di tutti i suoi clienti, sia per le società che intendono quotarsi sia per quelle già nel mercato; per le prime svolge un'attività di *marketing* finalizzata ad assisterle in fase di pre-quotazione e a diffondere la "cultura della quotazione", ovvero evidenziare le opportunità ed i vantaggi per gli imprenditori e per le imprese; per le società già presenti invece, Borsa Italiana provvede a fornire assistenza professionale sugli aspetti tecnici e normativi delle operazioni sul capitale, dell'emissione di nuovi strumenti finanziari, di fusioni, scissioni ed offerte pubbliche d'acquisto (OPA) e così via.

Anche le iniziative di formazione e aggiornamento sono servizi essenziali offerti, tanto che la presenza dell' *Italian Exchange Academy*, all'interno del dipartimento *New Business* di Borsa Italiana, è stata la prima struttura realizzata finalizzata all'organizzazione di programmi di formazione per sviluppare e diffondere l'idea di cultura finanziaria generale e specialistica; in questo modo vengono offerti alle società che intendono quotarsi tutti gli strumenti necessari e mirati per essere in grado di affrontare al meglio il processo di quotazione, per adempiere agli obblighi di informativa societaria e per eseguire una corretta valutazione aziendale sul mercato.

Tra le altre iniziative di Borsa Italiana sono previsti anche dei corsi ed un percorso formativo specifico e studiato *ad hoc* per la figura di *Investor Relation Manager*, in cui vengono analizzati gli aspetti chiave ed essenziali della comunicazione finanziaria e degli strumenti operativi, con la possibilità di svolgere anche dei seminari su temi di attualità e aggiornamento sulle fasi di quotazione e sull'interesse del pubblico e degli investitori.

Inoltre sul sito web di Borsa Italiana è possibile ottenere e scaricare delle guide dettagliate utili per le società che intendono iniziare un processo di quotazione in cui sono presenti ed evidenziati sia tutti gli step necessari alla quotazione sia tutti i regolamenti aggiornati dei mercati gestiti da Borsa Italiana; è possibile anche ottenere i prospetti informativi delle società quotate, da poter scaricare senza costi aggiuntivi, e consultare i diversi profili societari; anche la storica sede di Palazzo Mezzanotte a Milano costituisce un luogo di fascino ma soprattutto di incontri, a disposizione delle società quotate per la realizzazione degli incontri con la comunità economico-finanziaria al fine di presentare i dati aggiornati sul bilancio annuale, sulla relazione

trimestrale e semestrale e su ogni altro importante momento aziendale; può essere richiesta la disponibilità anche per realizzare assemblee degli azionisti o altri eventi societari di rilievo.

Infine Borsa Italiana offre la possibilità di utilizzare un sistema informatizzato chiamato NIS<sup>56</sup>, ovvero un circuito utilizzato per diffondere le informazioni rilevanti e le comunicazioni societarie al pubblico secondo le norme indicate nelle normative vigenti; le comunicazioni all'interno del circuito immesse dagli emittenti vengono trasmesse successivamente alla Consob che si occupa di verificarle e diffonderle alle principali agenzie e ai media, così che tutti i comunicati ricevuti da Borsa Italiana tramite questo circuito vengono archiviati automaticamente e trasformati in "Avvisi di Borsa Italiana" e resi disponibili sul sito web dedicato.

## **4 IL CASO PHILOGEN**

### **4.1 Il settore delle Biotecnologie**

In questo ultimo capitolo andremo ad analizzare la società Philogen, ovvero un caso specifico di una azienda specializzata nello sviluppo di biofarmaci innovativi per il trattamento dei disturbi legati dell'angiogenesi, come il cancro e l'artrite reumatoide, che ha deciso di quotare in borsa nel pieno della pandemia dovuta al Covid19 andando a focalizzarci su tutti gli aspetti che hanno portato la società a prendere questa decisione in un momento così delicato per l'intero sistema economico.

Per prima cosa è doveroso fare una analisi generale sul settore di appartenenza, per poi addentrarci meglio

nell'analisi della società stessa e del suo processo di quotazione in borsa.

Philogen S.p.A. opera nel settore delle biotecnologie, un settore in forte sviluppo e di una importanza sicuramente primaria nel nostro sistema economico; con il termine biotecnologia si intende l'applicazione tecnologica che si serve dei sistemi biologici, degli organismi viventi o di derivati di questi, per produrre o modificare prodotti o processi per un fine specifico<sup>57</sup>. In ambito medico, come nel nostro caso che prenderemo

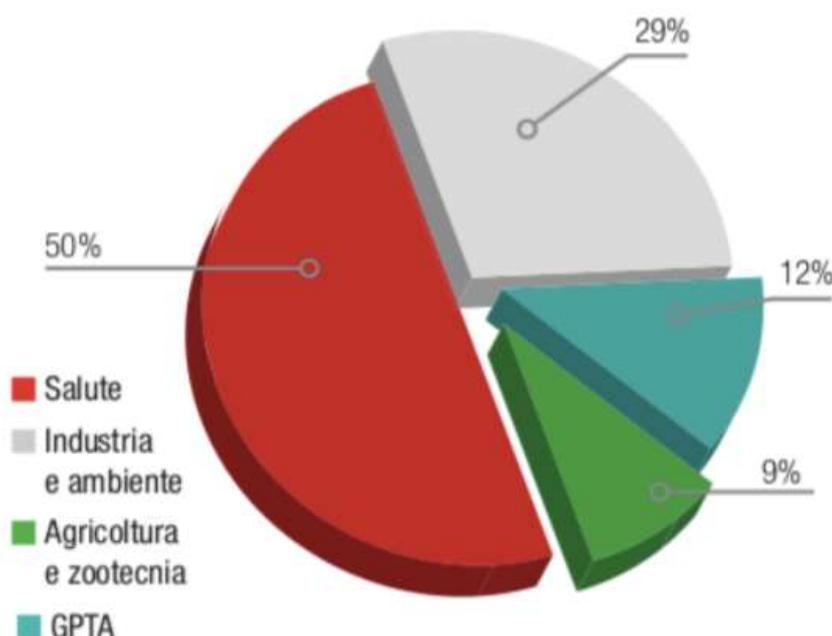
---

<sup>56</sup> Network Information Systems

<sup>57</sup> Convenzione sulla diversità biologica, trattato internazionale adottato a Nairobi nel 1992

in esame, si parla appunto di biotecnologie mediche e dunque di un settore impegnato nella scoperta, estrazione e fabbricazione di principi attivi, nella produzione di vaccini e nello sviluppo di nuove tecniche di analisi e diagnosi delle malattie e delle relative terapie geniche e cellulari.

In Italia, il numero di imprese operanti nel settore delle biotecnologie è aumentato in maniera costante negli ultimi anni, e le regioni con maggior fatturato in tale settore sono Lombardia (45%), Lazio (22%) e Toscana (19%). Prevalentemente il settore biotech in Italia riguarda l'ambito medico, seguito a ruota dal settore industria e ambiente.



(fonte: ninjamarketing.it)

Un aspetto interessante della ricerca ha a che fare con la grandezza delle imprese; l'80% circa delle aziende attive in questo settore è di piccola e micro-dimensione. Ad esempio, tra il 2017 e il 2019 sono state oltre 50 le start-up innovative registrate nel comparto delle biotecnologie, mentre le realtà medie e grandi si mantengono piuttosto stabili e rappresentano rispettivamente il 12 e l'8,3% del totale. Inoltre, basta pensare che gli investimenti in ricerca e sviluppo sostenuti dal comparto costituiscono il 3,4% di quelli dell'intero sistema produttivo nazionale evidenziando l'intensa attività di ricerca del settore, soprattutto se si considera che quelle che si occupano esclusivamente di biotecnologie rappresentano solo lo 0,02% del totale delle imprese italiane. Più nel dettaglio la ricerca in Italia gode di tantissime eccellenze ma, purtroppo, è ancora sottostimata e nonostante poco meno del 15% della forza lavoro del nostro Paese sia

rappresentato da persone occupate in un settore *science based*, l'Italia si posiziona al secondo posto (ben al di sopra della media europea) all'interno di Europa, Africa e Asia per l'elevata percentuale di programmi di dottorato attivi nell'area *Science & Technology*.

Nel nostro paese la ricerca è prevalentemente orientata alla realizzazione di soluzioni terapeutiche nell'ambito delle biotecnologie mediche e dell'oncologia, ma dal 2019 in poi si è registrato un forte aumento di prodotti sperimentali nell'area delle malattie infettive; la crescita è stata progressiva e poi esponenziale negli ultimi mesi quando le aziende hanno dovuto fronteggiare per la prima volta dopo diversi anni un'epidemia di portata globale ed una crisi sanitaria senza precedenti. Gli investimenti nel settore continuano ad avere un livello di crescita sia a livello nazionale che globale, con oltre un terzo delle IPO sui mercati statunitensi nel 2020 lanciate proprio da società biotecnologiche; i progressi scientifici, dai vaccini per il Covid-19 alle nuove terapie contro il cancro e le operazioni di M&A rappresentano catalizzatori di sicuro interesse per gli investitori; sebbene la crisi sanitaria e l'emergenza pandemica costituiscono ormai la quotidianità, l'oncologia rimane l'area di investimento più interessante grazie al maggior numero di finanziamenti sia pubblici che privati, oltre ad essere l'area in cui si concentra la maggior parte delle attività di M&A; a tal proposito con lo scoppio della pandemia, le attività di fusioni ed acquisizioni sono diminuite rapidamente nella prima metà del 2020, dove sono state effettuate meno di 10 miliardi di dollari di transazioni, mentre invece il recupero si è visto nella seconda metà dell'anno, quando sono stati registrati quasi 100 miliardi di dollari di accordi.

Questi i numeri del *biotech* a fine 2020:

## I numeri del Biotech

Regione	Imprese	Contributo agli investimenti in R&S	Contributo al fatturato
Lombardia	155	51,2%	50,0%
Emilia-Romagna	54	7,1%	2,2%
Lazio	54	17,6%	27,1%
<b>Piemonte</b>	<b>53</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,1%</b>
Veneto	41	6,6%	1,9%
Toscana	40	8,5%	12,4%
Friuli-Venezia Giulia	29	1,0%	0,1%
Campania	27	0,8%	0,4%
Sicilia	15	0,7%	0,4%
Puglia	14	0,3%	0,0%
Trentino-Alto Adige	13	0,5%	1,2%
Sardegna	13	0,9%	0,0%
Marche	11	0,1%	0,4%
Liguria	7	0,1%	0,0%
Umbria	4	0,1%	0,0%
Molise	4	0,2%	0,2%
Basilicata	7	0,2%	0,4%
<b>Italia</b>	<b>541</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

(fonte: Repubblica.it)

### 4.2 La storia dell'azienda, l'evoluzione societaria ed il settore di attività

Philogen viene costituita il 22 gennaio 1996 e nasce dall'idea imprenditoriale dei suoi fondatori Dario, Duccio e Giovanni Neri, di mettere a frutto l'esperienza scientifica di ricerche di Dario Neri eseguite presso due dei principali centri di ricerca europei, tra i quali il *Medical Research Council* Inglese. I fratelli Neri detengono il pacchetto di controllo con una partecipazione pari al 60% circa, mentre il restante 40% è nelle mani dell'imprenditore farmaceutico Sergio Dompé.

Philogen è a capo di un gruppo italo-svizzero attivo nel settore delle biotecnologie, impegnato nello sviluppo di prodotti biofarmaceutici per il trattamento del cancro e di altre malattie, quali l'artrite reumatoide e certe patologie oculari, caratterizzate dalla crescita anomala di vasi sanguigni di nuova formazione; la principale strategia terapeutica per il trattamento di tali patologie è rappresentata dal *vascular targeting* ossia lo sviluppo e l'uso di ligandi (ossia molecole leganti, come gli anticorpi) capaci di localizzazione selettiva su strutture associate ai vasi sanguigni della patologia di

interesse, cioè i vasi sanguigni tumorali. Philogen la considera una promettente area di sviluppo nell'ambito della ricerca medica tanto che la società è stata tra i pionieri nel campo del *vascular targeting* basato su anticorpi e dal 1997 ha contribuito a oltre duecento pubblicazioni su riviste scientifiche di primaria importanza relative a tale strategia terapeutica. La società dispone di una *pipeline*<sup>58</sup> di farmaci oncologici sperimentali basati sulla piattaforma tecnologica del *vascular targeting*, tra cui due derivati di anticorpi, diretti al trattamento di indicazioni oncologiche, che il gruppo ha sviluppato e sta sviluppando in collaborazione con Bayer; il gruppo ha brevettato e sta sviluppando autonomamente altri cinque derivati che si trovano in Fase I o Fase II di sviluppo clinico.

Nonostante in passato Philogen abbia concentrato le proprie ricerche nell'ambito della terapia di indicazioni oncologiche, l'azienda sta sviluppando anche farmaci sperimentali per il trattamento di altre malattie collegate all'angiogenesi, come l'artrite reumatoide o la degenerazione maculare senile. Tutti i composti farmaceutici sperimentali sviluppati hanno l'obiettivo di soddisfare le esigenze mediche e il fabbisogno terapeutico del settore.

Andando in ordine, seguendo la storia della società, nel 1997 a un anno dalla costituzione della Philogen, i ricercatori della società hanno pubblicato sulla rivista *Nature Biotechnology*, una dimostrazione pre-clinica di *vascular tumor targeting* in vivo, avviando un'attività pionieristica in campo biotecnologico, potenzialmente in grado di sviluppare farmaci capaci di localizzarsi selettivamente intorno ai vasi sanguigni di nuova formazione; nel 1999 viene stipulato il primo contratto di collaborazione con la multinazionale farmaceutica Schering AG, oggi Bayer, per lo sviluppo dell'anticorpo anti-EDB denominato L19 con finalità diagnostica ed al contempo Schering AG entra nel capitale sociale della Philogen con una partecipazione minoritaria; sempre nel 1999, Philogen ha costituito la società interamente partecipata di diritto italiano Philotec, con sede a Siena, che fino al 2008 ha coordinato e gestito la commercializzazione delle librerie di anticorpi e la fornitura a terze parti di servizi di biotecnologia. Nel 2000, Philogen ha iniziato gli studi preclinici relativi alle proprietà di *vascular targeting* dell'anticorpo L19, fino ad arrivare nel 2001 a inventare e brevettare l'*Iterative Colony Filter Screening*, ovvero una nuova tecnologia che consente l'isolamento di anticorpi monoclonali da librerie anticorpali, alternativa alla tecnica del *Phage Display*. Nello stesso anno, la Società ha dato inizio alle

---

<sup>58</sup> Numero di farmaci a disposizione in fase di ricerca e sviluppo

sperimentazioni cliniche dell'anticorpo L19 che, tramite analisi specifiche eseguite presso l'Ospedale Maurizio Bufalini di Cesena, hanno dimostrato come l'anticorpo L19 radio-iodinato possa accumularsi selettivamente sui vasi sanguigni delle lesioni neoplastiche in pazienti affetti da tumore. Questo avvenimento è stato di gran lunga tra i più importanti della società in quanto è stato il primo caso al mondo in cui un radio farmaco riesce a discriminare vasi sanguigni tumorali da vasi sanguigni normali; i risultati di questo importante studio sono stati pubblicati sulla copertina del numero di febbraio 2003 di *Clinical Cancer Research*, la rivista ufficiale dell'*American Association for Cancer Research*.

Tra il 2001 e il 2003, la Società ha ampliato i precedenti accordi di licenza e di ricerca e sviluppo conclusi con Bayer, sottoscrivendo un nuovo e più ampio accordo di collaborazione avente a oggetto lo sviluppo dei farmaci (SIP) L19-131I, L19-IL2 e L19-TNF, mentre nel 2002, il gruppo guidato dal prof. Dario Neri presso ETH Zurich ha inventato e brevettato a nome di ETH Zurich una nuova tecnologia (ESACHEL) basata su librerie chimiche codificate auto-assemblanti e dal 2007 Philochem è licenziataria esclusiva di questo brevetto. Nel 2004 la società ha ottenuto l'autorizzazione europea per la produzione di farmaci sperimentali secondo le pratiche GMP<sup>59</sup> presso l'impianto di Monteriggioni (SI) e nello stesso anno il gruppo Dompé Farmaceutici S.p.A. ha acquistato un totale di oltre 60 mila azioni, equivalente al 16,67% del capitale sociale della Philogen, allora in circolazione, tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale. Nel 2005 la società, per conto della Bayer, ha avviato gli studi clinici di Fase I e II per l'anticorpo L19-IL2 e per l'anticorpo L19-131I (Radretumab); nel 2006 l'azienda ha costituito la società di diritto svizzero Philochem, partecipata al 99,99%, con sede a Zurigo, che attualmente svolge l'attività di ricerca e sviluppo del Gruppo.

Nel 2007, in occasione del congresso annuale dell'*American Association for Cancer Research*, la società ha annunciato i primi risultati clinici ottenuti nelle sperimentazioni di L19-IL2 e L19-131I e sempre nel medesimo anno ha sottoscritto un accordo di collaborazione nel settore della chimica combinatoria con MedImmune (parte del Gruppo AstraZeneca molto nota negli ultimi tempi); sempre nel 2007 il Gruppo ha ricevuto un "Finanziamento per la scoperta", da parte della Commissione federale svizzera per la Tecnologia e l'Innovazione (KT/CTI) per finanziare ulteriori ricerche nel settore delle librerie codificate tramite frammenti di DNA, ed inoltre ha costituito la società interamente partecipata di diritto italiano Philomed, con sede a Siena, che fino

---

<sup>59</sup> Good Manufacturing Practice, linee guida per la corretta produzione di farmaci

al 2008 ha coordinato e gestito l'attività relativa agli studi clinici dei propri farmaci. Nel corso del 2008, la società ha portato a termine il processo di fusione per incorporazione delle due controllate italiane Philotec e Philomed in Philogen e il gruppo Dompé Farmaceutici S.p.A. ha incrementato la propria partecipazione in Philogen fino a oltre 7 milioni di azioni, con la sottoscrizione di n. 1.300.000 azioni di nuova emissione, per un importo complessivo di quasi 5 milioni di euro, pari complessivamente al 19,53% del capitale sociale.

Nello stesso anno la controllata Philochem ha concluso un contratto di trasferimento di licenza non esclusiva e *know-how* con Bayer che prevede la fornitura di librerie anticorpali in cambio di un pagamento fisso oltre a *milestones* e *royalties*; inoltre, in occasione del congresso annuale dell'*American Society of Clinical Oncology*, la società ha annunciato i risultati clinici della Fase I ottenuti nella sperimentazione di L19-IL2, dimostrando una serie di risposte terapeutiche da parte dei pazienti inclusi nella sperimentazione.

Nel 2009, la società e Bayer hanno concordato lo scioglimento del contratto di licenza esclusiva, relativo agli anticorpi anti-EDB fusi a IL2, in formato non-radiomarcate, per effetto di tale accordo, Philogen, mediante il versamento di un corrispettivo pari due milioni di euro, è tornata ad essere proprietaria della tecnologia licenziata e, quindi, del prodotto L19-IL2 (Darleukin), il cui ulteriore sviluppo potrà avvenire sotto il completo controllo della società; sempre nello stesso anno, Philogen ha stipulato due ulteriori contratti con Bayer mediante i quali è stato esteso il programma di sviluppo del prodotto L19-131I ed è stata concessa a Bayer un'opzione per l'acquisizione della licenza esclusiva sui farmaci Tenarad e Tenapet, e un diritto di prelazione su ulteriori prodotti di proprietà o comunque nella sua disponibilità.

In tale anno la rivista scientifica *Blood* ha pubblicato un articolo sulla dimostrazione da parte del Gruppo sull'efficacia del prodotto Radretumab nella localizzazione selettiva dei linfomi, oltre ai tumori solidi, e sulle prove circa le notevoli risposte in termini terapeutici di alcuni pazienti cui è stato somministrato il prodotto. Successivamente il Gruppo ha cominciato la Fase II di sperimentazione del Radretumab e nel dicembre 2009 Philogen ha acquistato un nuovo sito (ex stabilimento della Bayer HealthCare Manufacturing S.r.l.) in località provincia di Siena avente una superficie netta di circa 2.500 mq; tale investimento è stato finalizzato a ricongiungere in un unico stabilimento tutte le funzioni aziendali, comprese le attività legate alla produzione.

Nel maggio 2010, il Gruppo ha iniziato la Fase II di sperimentazione clinica di Teleukin (F16-IL2) e nel giugno 2010, in occasione del congresso annuale dell'*American Society*

of *Clinical Oncology*, la società ha annunciato i risultati clinici ottenuti nella sperimentazione di L19-131I e Darleukin (L19-IL2) ed ha annunciato la nomina del Dr. Hans Messen come *Chief Medical Officer* del Gruppo.

Nell'ottobre 2010, il Gruppo ha completato l'iscrizione e il successivo periodo annuale di sperimentazione in fase II su pazienti affetti da melanoma con riferimento alla terapia mediante Darleukin (L19-IL2) e nel dicembre dello stesso anno Philochem ha stipulato un contratto con Merck Serono, per la fornitura di antigeni e la licenza su specifici anticorpi monoclonali per la ricerca di *markers* molecolari di ovociti ed embrioni e il successivo sviluppo di test preventivi o diagnostici per la valutazione della qualità degli ovociti e degli embrioni per la fecondazione in vitro.

Nel 2011, Bayer ha unilateralmente interrotto i contratti di licenza in essere col Gruppo e, nonostante la conclusione di tali rapporti di collaborazione, tra le due aziende sono comunque proseguiti rapporti istituzionali; infatti, non solo il Prof. Dario Neri è stato invitato a tenere conferenze presso la Bayer ma Philogen e Bayer collaborano nella ricerca anche a livello europeo.

È importante evidenziare come la società Philogen abbia già provato un tentativo di quotazione in borsa nel 2011, che però non è andato a buon fine, oggi, a dieci anni di distanza, è ufficialmente quotata in borsa.

Arrivando quindi agli anni antecedenti all'ultima IPO del 2021, possiamo notare come la società sia arrivata con una consapevolezza maggiore ed una esperienza superiore rispetto alla decade precedente.

Subito dopo il fallimento di quotazione, nel corso degli anni la società ha stipulato un contratto con Pfizer Inc. (anch'essa molto nota negli ultimi mesi) per la scoperta di targets vascolari utilizzando le tecnologie di proteomica chimica proprietarie di Philogen e per lo sviluppo di alcuni tipi di citotossici mirati a base di anticorpi; nel 2012 infatti è stato stipulato un contratto di licenza mondiale con Pfizer per Dekavil, un nuovo prodotto sperimentale per il trattamento di alcune patologie autoimmuni e infiammatorie croniche.

Negli anni successivi, Philogen e Philochem hanno stipulato contratti di collaborazione e/o di licenza con diverse aziende farmaceutiche e biotecnologiche, utilizzati, in parte, per finanziare le principali attività di ricerca e sviluppo sui prodotti; la società in qualità di azienda biotecnologica innovativa, tipicamente, concede in licenza i suoi prodotti ai grandi gruppi farmaceutici che, dalla loro parte, hanno le risorse necessarie per portare avanti gli studi fino all'eventuale commercializzazione di tali prodotti.

Questi contratti hanno costituito mediamente circa l'80% dei ricavi del triennio 2017-

2019.

Proprio nel 2019 la società ha effettuato un aumento di capitale per 62 milioni di euro, sottoscritto da nuovi e precedenti investitori, con la finalità di far progredire i prodotti della pipeline nelle fasi di sviluppo clinico. L'aumento di capitale si è reso necessario anche per espandere le strutture produttive di Philogen, per consentire una produzione su larga scala di prodotti anticorpali e per favorire la collaborazione, annunciata di recente, con Celgene, Janssen Biotech e Novartis.

Di seguito si riporta la struttura dell'azionariato della società a seguito dell'aumento di capitale, che corrisponde alla situazione pre-IPO di marzo 2021:

Azionista (*)	Classe di Azioni	Numero di Azioni (**)	% Capitale Sociale (**)	% Diritti di Voto (**)
Nerbio S.r.l.	Azioni a voto plurimo <sup>(1)</sup>	8.565.018	24,09%	44,11%
	Azioni di categoria A	7.861.251	22,12%	13,51%
	Azioni di performance <sup>(2)</sup>	39.500	0,11%	N.A.
	<b>Totale</b>	<b>16.465.769</b>	<b>46,32%</b>	<b>57,62%</b>
Dompé Holdings S.r.l.	Azioni a voto plurimo <sup>(1)</sup>	2.803.232	7,89%	14,44%
	Azioni di categoria B	9.313.254	26,44%	16,13%
	Azioni di performance <sup>(2)</sup>	10.500	0,03%	N.A.
	<b>Totale</b>	<b>12.204.986 (****)</b>	<b>34,33%</b>	<b>30,57%</b>
Matthias Claus Winter	Azioni ordinarie	757.245	2,13%	1,30%
	<b>Totale</b>	<b>757.245</b>	<b>2,13%</b>	<b>1,30%</b>
Palio Speciali S.r.l.	Azioni speciali <sup>(1)</sup>	100.000	0,28%	0,17%
	<b>Totale</b>	<b>100.000</b>	<b>0,28%</b>	<b>0,17%</b>
MRS S.r.l.	Azioni speciali <sup>(1)</sup>	50.000	0,14%	0,09%
	<b>Totale</b>	<b>50.000</b>	<b>0,14%</b>	<b>0,09%</b>
Altri Soci(***)	Azioni ordinarie	5.972.000	16,80%	10,25%
	<b>Totale</b>	<b>5.972.000</b>	<b>16,80%</b>	<b>10,25%</b>
<b>Totale</b>		<b>35.550.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

(fonte: documento di registrazione società Philogen)

Per quanto riguarda, invece, gli obiettivi ed i risultati più recenti ottenuti fino al momento della presentazione della domanda di ammissione ad inizio 2021, il Gruppo ha raggiunto la Fase III per il Nidlegly™, nell'Unione Europea e negli Stati Uniti, per il trattamento del melanoma di stadio III (un tipo di cancro della pelle), e il Fibromun, nell'Unione Europea, per il trattamento del sarcoma dei tessuti molli. A condizione che vengano raggiunti gli obiettivi terapeutici dello studio, gli studi clinici di Fase III di Nidlegly™ potrebbero supportare la presentazione delle richieste alla *European Medicinal Agency* ("EMA") e alla *Food and Drug Administration* ("FDA") statunitense per l'autorizzazione all'immissione in commercio rispettivamente, nell'Unione Europea e negli Stati Uniti d'America. L'autorizzazione all'immissione in commercio di Nidlegly™ permetterebbe al Gruppo, direttamente o indirettamente, di avviarne la commercializzazione.

Anche qualora il Gruppo dovesse avviare la commercializzazione di uno o più prodotti

proprietari, le sue attività di ricerca e sviluppo e di sperimentazione resterebbero cruciali al fine di scoprire nuove indicazioni terapeutiche, nuove molecole e nuove tecnologie in grado sia di consentire una espansione della *pipeline* di prodotti sia di rafforzare la *leadership* nel campo del *vascular targeting* basato su anticorpi.

#### 4.3 I principali competitors

I principali competitors di Philogen sono alcune delle migliori aziende biotech, oltre alle società farmaceutiche più specializzate, fra cui ricordiamo: Roche; Reata Pharmaceuticals; Pfizer; Otonomy; BioNTech; Novocure; Merck; GSK; Bristol-Myers Squibb; AstraZeneca; Amgen; Moderna; Vaxart; MorphoSys; Argenx; Seattle Genetics.

Analizzarli tutti sarebbe sicuramente molto complesso, ma possiamo porre la nostra attenzione sui colossi che da qualche mese sentiamo e vediamo spesso in televisione, in radio e sui giornali e che costituiscono il presente e il futuro della pandemia di Covid19 per il loro impegno nella produzione e diffusione di vaccini ovvero Pfizer, AstraZeneca, Moderna e su altre tre società indicate nel prospetto di sintesi, e con capitalizzazione più elevata, redatto dalla società stessa che sono: *Seattle Genetics*, *Argenx*, *MorphoSys*. Pfizer è l'azienda farmaceutica numero uno nei principali mercati del mondo; l'impegno di Pfizer spazia in aree terapeutiche che vanno dall'ambito cardiovascolare, all'antinfettivo, dal sistema nervoso centrale al trattamento del dolore, all'urologia, fino a toccare settori specialistici come l'oncologia, l'endocrinologia e l'oftalmologia; inoltre accanto al suo impegno a favore della salute umana, Pfizer può contare anche su importanti divisioni impegnate nell'area dei farmaci da banco e della veterinaria.

Tra i lanci più vicini sono previsti farmaci che andranno a colpire le grandi malattie del nostro secolo come i tumori, le malattie cardiovascolari, l'HIV, ma anche patologie orfane come l'ipertensione polmonare arteriosa; con oltre 12.500 ricercatori, 13 centri di ricerca nel mondo, attualmente Pfizer ha in cantiere oltre 600 progetti che la porteranno a realizzare 20 nuovi farmaci nei prossimi anni.

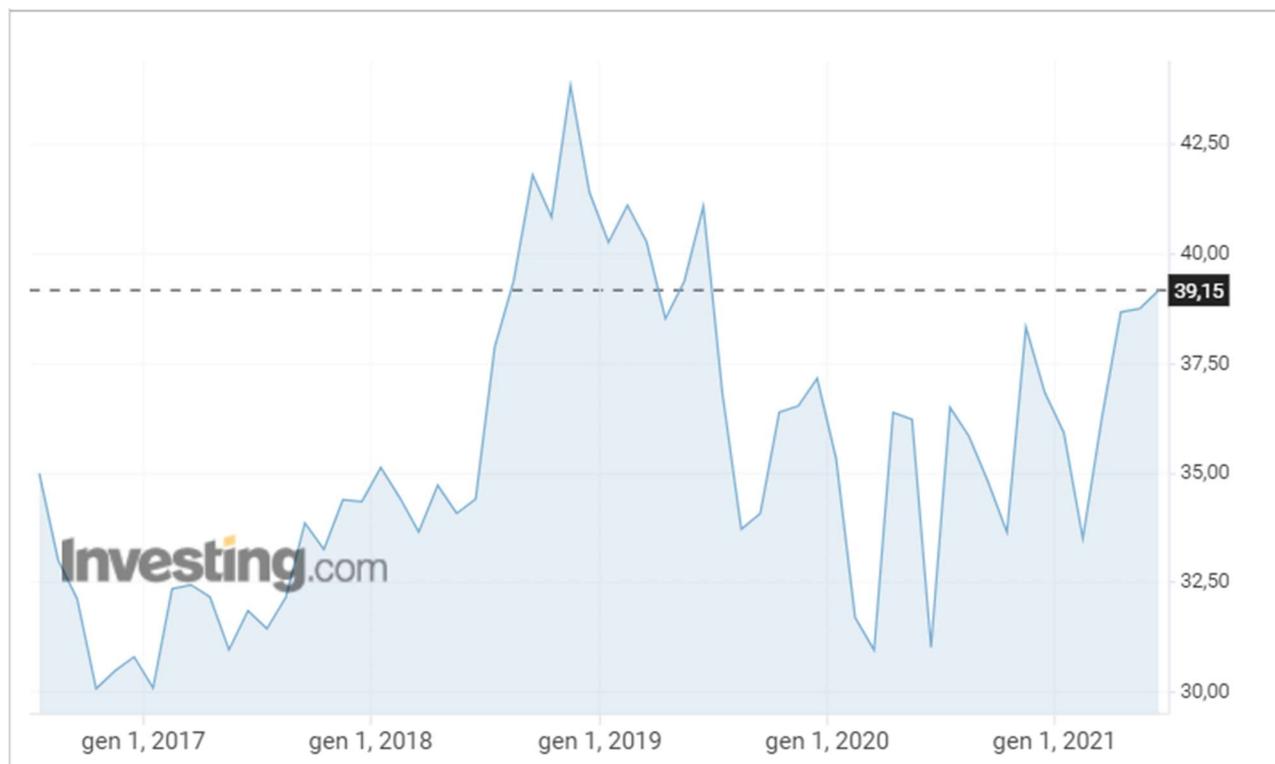
In Italia, il gruppo di ricerca è oggi impegnato in numerosi studi clinici, finalizzati a produrre risultati utili alla registrazione di farmaci e nel complesso questo gruppo partecipa a circa il 60% dei progetti di ricerca condotti da Pfizer nel mondo, con il coinvolgimento di oltre 1000 centri di ricerca universitari e ospedalieri.

Attualmente la conoscenza del marchio Pfizer è nota in tutto il mondo a causa delle

conseguenze della pandemia e per la campagna vaccinale iniziata da poco. Il vaccino Pfizer/BioNTech viene somministrato agli adulti e agli adolescenti di età pari o superiore a 16 anni; è un vaccino a mRNA (RNA messaggero) con efficacia del 94,6% a partire da 7 giorni dopo la somministrazione della seconda dose con modalità di somministrazione tramite due iniezioni, solitamente nel muscolo della parte superiore del braccio, a distanza di almeno 21 giorni l'una dall'altra anche se è possibile prolungare la seconda dose, comunque non oltre 42 giorni dalla prima.

Essendo una società quotata in borsa, il titolo ha risentito in maniera molto forte delle criticità dovute alla pandemia con delle fluttuazioni importanti negli ultimi mesi con un valore di capitalizzazione pari a 216,35 miliardi di dollari; ad oggi il titolo si assesta ad un valore tra i 38 e 39 dollari, con un picco di massimo nell'ultimo anno di pandemia pari a quasi 42 dollari nel mese di dicembre 2020 ( al momento dell'annuncio della disponibilità del vaccino dalla fine del mese stesso ) e un minimo di 33 dollari nel mese di febbraio 2021. Nel grafico seguente notiamo che negli ultimi 5 anni il valore più alto si è attestato intorno ai 45 dollari nel mese di novembre 2018 ed un minimo di 30 dollari raggiunto nel Gennaio del 2016.

Grafico degli ultimi cinque anni sulla volatilità delle azioni Pfizer:



(fonte: investing.com - dati aggiornati a maggio 2021/inizio giugno)

Passando invece ad AstraZeneca, forse anche più nota di Pfizer per via delle diverse

polemiche e critiche ricevute per via di alcuni effetti collaterali in seguito al vaccino per il Covid-19<sup>60</sup>, si va a configurare come un altro competitor rilevante della società Philogen; AstraZeneca è da sempre fortemente impegnata in malattie cardiovascolari, renali e metaboliche, inoltre l'azienda sta lavorando sui molteplici disturbi associati al rischio di malattie cardiovascolari e metaboliche, con l'obiettivo di ridurre morbilità, mortalità e danni agli organi grazie alle terapie innovative, ed è impegnata nel comprendere come queste interagiscano e si influenzino a vicenda e come possano essere trattate contemporaneamente; svolge una ricerca costante anche per lo studio di patologie legate al diabete e all'obesità.

AstraZeneca ha inoltre una tradizione ben radicata nel campo dell'oncologia, con un portafoglio in rapida crescita, con almeno 6 nuovi farmaci in fase di lancio tra il 2014 e il 2020 e farmaci biologici in sviluppo, con la ricerca oncologica concentrata sui tumori femminili, ossia il tumore della mammella, il tumore alle ovaie e il tumore al polmone. Nell'ultimo periodo così come Pfizer è impegnata nella realizzazione del vaccino Vaxzevria, che viene somministrato alle persone a partire dai 18 anni di età, ad eccezione dei soggetti estremamente vulnerabili. Con circolare datata 7 aprile 2021 il Ministero raccomanda un uso preferenziale del vaccino nelle persone di età superiore ai 60 anni.

Così come Pfizer, le azioni AstraZeneca hanno subito fluttuazioni negli ultimi 6 mesi a causa della pandemia, con un minimo di 6791 GBX, ovvero penny sterlina (pari a circa 79 euro) a inizio Marzo 2021, ed un massimo pari a 8170 nel mese di dicembre 2020 (pari a circa 95 euro). In questi ultimi giorni del mese di maggio il valore delle azioni è tornato in crescita fino ad un valore di quasi 8160 GBX. La capitalizzazione totale si attesta, invece, ad un valore di 105,8 miliardi.

Nel grafico seguente notiamo invece l'andamento complessivo degli ultimi 5 anni, con un minimo di 4171 GBX nel mese di novembre 2016 ed un massimo pari a 8591 nel mese di maggio 2020.

Grafico degli ultimi cinque anni sulla volatilità delle azioni AstraZeneca:

---

<sup>60</sup> Critiche poi smentite di fatto dall'EMA che ha garantito l'assoluta efficacia ed un rischio minimo così come per le altre case farmaceutiche



(fonte: investing.com - dati aggiornati a maggio 2021/inizio giugno)

Infine, Moderna con sede a Cambridge, nel Massachusetts, è una società specializzata nella scoperta e nello sviluppo di farmaci basati sull'RNA messaggero e attiva nella ricerca e sviluppo di allergie e malattie infettive nonché per il trattamento di gravi malattie cardiovascolari, metaboliche e renali, nonché obiettivi selezionati in oncologia (in accordo e collaborazione proprio con AstraZeneca). Nel gennaio 2016, Moderna ha inoltre stipulato un accordo per un progetto sanitario globale con la Fondazione *Bill & Melinda Gates* per promuovere progetti di sviluppo basati sull'mRNA per varie malattie infettive; nel 2018 si quota in borsa a Wall Street sul Nasdaq e successivamente allo scoppio della pandemia, con l'annuncio dei primi test vaccinali, in sei mesi il titolo dell'azienda del Massachusetts ha guadagnato a Wall Street il 24,18%, mentre invece su un arco di tempo annuale la performance è negativa per 13 punti percentuali e mezzo. Il valore di capitalizzazione per la società è pari a 72,09 miliardi di dollari. Anche in questo caso le azioni hanno subito alterazioni di prezzo negli ultimi sei mesi con un minimo di 104 dollari a fine dicembre 2020 ed un massimo di 206,07 dollari a inizio Giugno 2021 con una crescita che sembra pressoché costante negli ultimi mesi.

Dal momento della quotazione in borsa, avvenuta a fine 2018 il titolo risulta in forte crescita, anche se con alcune fluttuazioni a ribasso a causa della pandemia, con un massimo appena raggiunto di 206,07 dollari ed un minimo di soli 13 dollari ma nei primissimi mesi di quotazione.

Grafico sulla volatilità delle azioni Moderna, dal momento dell'ingresso in quotazione:



(fonte: investing.com - dati aggiornati a maggio 2021/ inizio giugno)

*Seattle Genetics (Seagen Inc.)*, menzionata nel prospetto di sintesi<sup>61</sup>, è una società statunitense con sede nello stato di Washington. Il focus di Seattle Genetics è la scoperta, sviluppo e commercializzazione di farmaci antitumorali; in particolare, la ricerca di Seattle Genetics si basa sulla tecnologia brevettata ADC, dove i coniugati anticorpo-farmaco (ADC, *antibody-drug conjugate*) sfruttano la capacità di targeting degli anticorpi nel portare direttamente nelle aree tumorali gli agenti farmacologici. Questi sono poi in grado di uccidere le cellule cancerose, attraverso una terapia che riduce al minimo gli effetti collaterali. La tecnologia ADC dell'azienda combina la specificità degli anticorpi monoclonali e il potere di farmaci specifici per il trattamento del cancro. Entra in Borsa nel 2003, e subisce gli effetti della pandemia così come gli altri competitor arrivando ad un valore minimo di circa 135 dollari a inizio Maggio 2021 (con una ripresa graduale nell'ultimo mese – 150 dollari a inizio Giugno 2021 ) e ad un massimo di 200 dollari nel mese di Dicembre 2020. Negli ultimi cinque anni il grafico seguente mostra l'andamento del titolo con un minimo di 46 dollari ed un massimo appunto di 200 dollari sempre a dicembre 2020.

<sup>61</sup> Si vedano i paragrafi successivi



(fonte: investing.com - dati aggiornati a maggio 2021/ inizio giugno)

*Argenx*, anch'essa nel prospetto di sintesi, è una società biofarmaceutica olandese con sede operativa a Zwijnaarde, in Belgio. La società è stata fondata nel 2008 e si occupa di sviluppare terapie anticorpali per combattere le malattie autoimmuni e il cancro.

Nel 2017 decide di quotarsi in borsa, senza però avere un farmaco pronto da commercializzare (ad oggi non risultano prodotti in commercio) con un andamento del titolo in sostanziale crescita come visibile dal grafico seguente, con un minimo di 20 dollari nei primi mesi di quotazione ed un massimo pari a 330 dollari a febbraio 2021.



(fonte: investing.com - dati aggiornati a maggio 2021/ inizio giugno)

MorphoSys, la terza ed ultima società oggetto di analisi tra quelle presenti in nota di sintesi, è una società biofarmaceutica fondata nel 1992. La società ha sede nei pressi di Monaco, in Germania, e ha una consociata interamente controllata, MorphoSys US Inc., a Boston negli Stati Uniti. L'azienda ha diverse tecnologie di anticorpi, proteine e peptidi che utilizza per scoprire e sviluppare sia i propri farmaci che quelli realizzati con i *partners*. La società ha più di cento farmaci nella sua *pipeline* che sono indicati per una varietà di malattie; mentre molti di questi sono in fase di sviluppo in collaborazione con aziende farmaceutiche e biotecnologiche, Morphosys ha anche una pipeline proprietaria con un focus su cancro e malattie autoimmuni.

Morphosys AG, dal 1999, è quotata alla borsa di Francoforte e alla borsa statunitense Nasdaq. Negli ultimi 10 mesi, mostra una tendenza a ribasso, confermando in linea di massima la performance dei competitor per via della pandemia, mentre se consideriamo un periodo più lungo prendendo in esame gli ultimi cinque anni il titolo risulta molto volatile con un minimo di 37 dollari a settembre 2016 ed un massimo di 128 dollari a dicembre 2019.



(fonte: investing.com - dati aggiornati a maggio 2021/ inizio giugno)

A differenza dei competitors Philogen diversifica le attività sui prodotti senza limitarsi a un ramo specifico, bensì spaziando dall'oncologia agli antinfiammatori. Nei paragrafi seguenti, dopo questa breve panoramica sui competitors, verrà analizzata in dettaglio la quotazione in borsa della società con riferimento al prospetto informativo.

#### 4.4 Gli obiettivi della quotazione in Borsa

Dario, Duccio e Giovanni Neri spiegano la svolta della loro azienda, prima matricola del 2021 che si è quotata a Piazza Affari: “Con i capitali freschi daremo corpo ai nostri piani industriali e di sviluppo della ricerca. Da Pfizer a Novartis, lavoriamo con i big”. Al terzo tentativo la Philogen dunque è riuscita nell’impresa, in quanto la quotazione in Borsa in un periodo come quello attuale rappresenta un’operazione di enorme successo. Il mercato, in questo periodo, ha apprezzato un settore strategico in rapida evoluzione come quello delle biotecnologie avanzate, anche se le quotazioni in Italia non sono frequenti; Philogen si conferma un modello nell’*elite* di questo comparto tanto che in fase di collocamento ha raccolto circa 70 milioni di euro, raggiungendo una liquidità oggi superiore a 120 milioni di euro che consente alla Società di guardare il futuro con una visione più sicura e consapevole.

L’ingresso di capitali freschi consente inoltre di dare concreta attuazione ai piani industriali basati prevalentemente sull’attività di ricerca e sviluppo e sperimentazione di nuovi prodotti biofarmaceutici in vista della loro commercializzazione; il Gruppo, infatti, non ha ancora terminato la fase di sperimentazione di alcuni biofarmaci, che si presentano di notevole interesse dal punto di vista clinico, ma che non sono ancora pronti per essere immessi nel circuito commerciale e, quindi, produrre effettivamente dei ricavi.

La Società, inoltre, continua a sviluppare attività di ricerca nei diversi settori alla scoperta di prodotti nuovi ed efficaci e di ultima generazione, con tecniche avanguardistiche e in ambiti sempre più complessi ed innovativi in cui la ricerca svolge un ruolo primario per la difficoltà, i costi, e le necessità ad essa connesse. La quotazione in Borsa rappresenta, quindi, un traguardo e allo stesso tempo un trampolino di lancio per raggiungere traguardi sempre più ambiziosi; grazie alla maggiore liquidità che la quotazione in Borsa garantisce la Philogen può sviluppare, all’interno dei settori dove opera, biofarmaci innovativi per il trattamento dei disturbi legati all’angiogenesi, spaziando dall’oncologia agli antinfiammatori. Inoltre, la società si appresta ad inaugurare un nuovo stabilimento a Sovicille in cui concentrerà tutte le attività di produzione e di ricerca.

Ci sono le condizioni per giudicare con favore lo sbarco in Piazza Affari del titolo Philogen poiché la tendenza di medio periodo, secondo gli analisti, risulta essere positiva. La capitalizzazione di Borsa, considerando le azioni a voto multiplo, supera i 650 milioni di euro alla data di avvio delle negoziazioni pari a.

#### 4.5 La valutazione dell'azienda nel processo di quotazione

La valutazione economica della società Philogen è stata effettuata prendendo in esame i risultati patrimoniali, finanziari ed economici realizzati dal gruppo negli esercizi chiusi al 30/09/2020 e nei tre anni precedenti, nonché sulla base dei dati previsionali contenuti nel piano industriale 2020-2023.

L'analisi del prospetto informativo della società, formato dal Documento di Registrazione, Nota di Sintesi e Nota Informativa, ha permesso di rilevare i dati consuntivi di sintesi e le previsioni poste a base del Piano Industriale.

La seguente tabella evidenzia i principali dati finanziari consolidati del Gruppo per il periodo di nove mesi chiuso al 30 settembre 2020 e per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2019, 31 dicembre 2018 e 31 dicembre 2017.

<i>(migliaia di Euro)</i>	Al 30 settembre		Per l'esercizio chiuso al 31 dicembre	
	2020	2019	2018	2017
Ricavi da contratti con i clienti	3.093	12.611	13.853	10.409
Tasso di crescita annuale dei ricavi <sup>(*)</sup>	(66,0)%	(8,9)%	33,1%	n.a.
EBITDA	(8.505)	636	3.397	3.027
EBITDA <i>Margin</i>	(275,0)%	5,0%	24,5%	29,1%
EBIT	(9.637)	(466)	2.348	2.006
EBIT <i>Margin</i>	(311,5)%	(3,7)%	16,9%	19,3%
Risultato netto	(11.769)	1.402	3.703	2.500
Risultato netto in % sui ricavi	(380,5)%	11,1%	26,7%	24,0%
Utile (perdita) base per azione (in Euro)	(0,33)	0,04	0,09	0,06

*(\*) Il dato relativo al 30 settembre 2020 si riferisce al tasso di crescita annuale dei ricavi rispetto al 30 settembre 2019 (pari a Euro 9.091 migliaia).*

(fonte: Prospetto Informativo società Philogen)

Nella seguente tabella sono rappresentate le informazioni patrimoniali e finanziarie fondamentali dell'Emittente al 30 settembre 2020 e al 31 dicembre 2019, 2018 e 2017:

<i>(In migliaia di Euro)</i>	Al 30 settembre		Al 31 dicembre	
	2020	2019	2018	2017
Totale attività	82.290	96.261	69.474	59.222
Patrimonio netto	57.610	68.803	40.255	37.406
Indebitamento (surplus) finanziario netto	(48.611)	(60.699)	(20.530)	(17.325)

(fonte: Prospetto Informativo società Philogen)

Questa ulteriore tabella mette in evidenza il prospetto dei flussi finanziari consolidati del Gruppo dell'Emittente per il periodo di nove mesi chiuso al 30 settembre 2020 e per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2019, 2018 e 2017:

<i>(In migliaia di Euro)</i>	Periodo di nove mesi chiuso al 30 settembre	Esercizio chiuso al 31 dicembre		
	2020	2019	2018	2017
Flusso di cassa netto generato / (assorbito) da attività operativa	(8.841)	7.498	5.357	(6.797)
Flusso di cassa netto generato/(assorbito) da attività di investimento	13.684	(32.508)	(3.561)	17.763
Flusso di cassa netto generato/(assorbito) da attività finanziaria	(765)	29.118	(1.884)	(6.758)

(fonte: Prospetto Informativo società Philogen)

Il Piano industriale 2020-2023 è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 8 gennaio 2021 e contiene le stime dei risultati dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020 e alcune previsioni concernenti lo sviluppo dei prodotti del Gruppo nel periodo 31 dicembre 2021 - 31 dicembre 2023.

Fino all'Aumento di Capitale del 2019, la società aveva basato la propria strategia di crescita e sviluppo attraverso la sottoscrizione di contratti di licenza e di ricerca e sviluppo a favore di soggetti terzi aventi ad oggetto prodotti proprietari della propria *pipeline*, ottenendo in tal modo la liquidità necessaria per finanziare i costi della struttura societaria oltre alle attività di sviluppo di altri prodotti, sempre della propria *pipeline*, che non erano ancora concessi in licenza; successivamente a tale aumento di capitale la Società ha focalizzato la propria attività nello sviluppo diretto del proprio portafoglio prodotti ed in particolare nello sviluppo clinico dei prodotti più avanzati: Nidlegly<sup>TM</sup> e Fibromun. Tale cambio di strategia ha comportato un aumento significativo dei costi e una diminuzione delle entrate conseguente alla scelta di non concedere in licenza a terzi i prodotti più promettenti ed in fase clinica più avanzata, facendo registrare una riduzione dei ricavi nel corso dei primi nove mesi del 2020. La Philogen ha predisposto il proprio Piano Industriale sulla base della implementazione di tale diversa strategia e, pertanto, già dall'esercizio 2020, oltre che nei successivi esercizi indicati nel Piano, le stime rilevano una contrazione dei ricavi, una concentrazione/accelerazione dei costi di sviluppo sui prodotti proprietari e conseguentemente risultati economici negativi; da queste previsioni risulta che i ricavi derivanti dalla commercializzazione dei prodotti non si avranno prima del 2024.

Nel frattempo, la società dovrà continuare a finanziare tutte le attività propedeutiche al raggiungimento di tale traguardo. Inoltre, nel prospetto informativo è stato indicato un intervallo di valorizzazione del capitale economico della Società, post Aumento di Capitale, compreso tra circa 609,2 milioni e 731,0 milioni di euro, pari rispettivamente a 15,00 e 18,00 euro per azione.

La seguente tabella rappresenta i dati relativi alla capitalizzazione di mercato della Società calcolata sulla base dell'Intervallo di Valorizzazione Indicato:

	Prezzo minimo	Prezzo massimo
Prezzo per azione (in Euro)	15,00	18,00
Capitalizzazione indicativa (in milioni di Euro)	609,2	731,0

(fonte: Prospetto Informativo società Philogen)

Alla determinazione del suddetto Intervallo di Valorizzazione Indicativa si è pervenuti considerando i risultati e le prospettive di sviluppo della Società Emittente e del Gruppo inclusi nel Piano Industriale post-money e i risultati attesi dalla prevista commercializzazione dei prodotti, tenuto conto delle condizioni di mercato ed applicando le metodologie di valutazione più comunemente riconosciute dalla dottrina e dalla pratica professionale a livello internazionale per le società operanti nel settore delle biotecnologie, nonché le risultanze dell'attività di *investor education* effettuata presso primari Investitori Istituzionali. In particolare, ai fini valutativi sono state prese in considerazione le risultanze derivanti dall'applicazione della metodologia dell'Adjusted Discounted Cash Flow (DCF), applicata al Piano Industriale e ai risultati attesi dalla prevista commercializzazione dei prodotti; tale metodologia, in accordo con la prassi internazionale, prevede la stima dei flussi di cassa generati in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Il valore di tali grandezze viene calcolato mediante ponderazione, sulla base di un valore probabilistico, dei flussi attesi per il rischio specifico associato a ciascun prodotto (relativo, tra l'altro, alla sua indicazione terapeutica, alla fase di sviluppo clinico, ecc.); i valori così ottenuti vengono quindi attualizzati ad un tasso rappresentativo del costo del capitale della società stessa, calcolato come media ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo dei mezzi propri (c.d. "Weighted Average Cost of Capital" o "WACC"), tenendo altresì conto del fatto che la struttura del capitale delle società biotecnologiche caratterizzate da una *pipeline* in fase di sviluppo clinico raramente evidenzia il ricorso al debito tra le fonti del capitale investito. Infine, il risultato viene rettificato in funzione della posizione finanziaria netta<sup>62</sup>.

Nel caso in cui non si dovesse giungere alla commercializzazione dei prodotti la valorizzazione del Gruppo sarebbe significativamente inferiore in quanto basata su ricavi che dipenderebbero dall'attività storica di concessione dei prodotti in licenza; tale attività genererebbe plausibilmente un livello di ricavi coerente con quello degli esercizi 2017-2020, pertanto notevolmente inferiori a quelli derivanti dalla commercializzazione dei prodotti, previsti nell'orizzonte eccedente quello del Piano Industriale.

Il metodo dei multipli di mercato non può essere assunto a base della valorizzazione del Gruppo, infatti, indici e moltiplicatori di grandezze economico finanziarie e

---

<sup>62</sup> Analisi più dettagliata e precisa nel capitolo precedente sulla valutazione di azienda

patrimoniali non risultano applicabili in quanto tali società, con prodotti non ancora commercializzati sul mercato, evidenziano normalmente margini negativi o di limitata significatività. La società, al fine di operare una valutazione completa, ha comunque provveduto ad effettuare un confronto con la capitalizzazione di mercato di altre società biofarmaceutiche quotate e tale analisi ha fornito un raffronto utile e veritiero tra società biotecnologiche con prodotti in fase di sviluppo clinico; le società incluse nel campione sono state selezionate in base alla tipologia del settore di appartenenza, del modello di business, delle tecnologie sviluppate, delle aree terapeutiche dei rispettivi prodotti in corso di sviluppo e dello stato di avanzamento degli stessi; sebbene ciascuna delle società selezionate presenti specifiche caratteristiche individualmente assimilabili a quelle della Società Emittente quali ad esempio il modello di business o le aree terapeutiche, non esistono a giudizio della Società stessa, a livello italiano, europeo ed internazionale società quotate perfettamente confrontabili con l'Emittente stante il diverso grado di applicabilità dei parametri sopra elencati alle singole società (ad esempio, il numero di prodotti e il relativo stato di avanzamento clinico differiscono da quelli della Società).

La seguente tabella riporta la capitalizzazione di mercato media e il valore del patrimonio netto delle predette società, nonché il numero delle indicazioni terapeutiche oggetto delle rispettive *pipeline* con il relativo stadio di sviluppo.

Società	Capitalizzazione media di mercato (in milioni di Euro) <sup>(1)</sup>	Patrimonio netto (in milioni di Euro) <sup>(2)</sup>	N. Totale indicazioni terapeutiche	Di cui commercializzate	Di cui approvate	Di cui Fase 3	Di cui Fase 2	Di cui Fase 1	Di cui pre-clinica
Seattle Genetics	24.451,2	1.926,3	35	0	0	6	21	8	0
Argenx	13.995,5	17,5	8	0	0	2	4	1	1
MorphoSys	3.187,7	598,0	85	4	0	20	33	28	0
Xencor	2.359,8	485,0	22	0	2	1	1	15	3
ADC Therapeutics	1.779,8	99,0	9	0	0	0	3	4	2
Y-mabs Therapeutics Inc.	1.502,8	99,4	13	0	0	1	7	5	0
Zymeworks	1.444,4	368,8	16	0	0	1	0	2	13
Mersana Therapeutics Inc	1.250,6	216,1	7	0	0	0	0	3	4
MacroGenics	1.076,9	248,8	9	0	1	2	3	3	0
Epizyme	980,8	177,7	10	0	2	2	3	3	0
Sutro Biopharma Inc.	920,1	208,3	7	0	0	0	0	4	3
Bicycle	502,3	93,5	5	0	0	0	2	1	2

<sup>(1)</sup> Per la conversione in Euro della capitalizzazione media di mercato di Seattle Genetics Inc., ADC Therapeutics SA, Xencor Inc., Zymeworks Inc., Y-mAbs Therapeutics Inc., Mersana Therapeutics Inc., Sutro Biopharma Inc., MacroGenics Inc., Epizyme Inc., and Bicycle Therapeutics plc, è stato utilizzato un cambio Euro/Dollaro USA pari a 1,2025 (cambio al 3 febbraio 2021).

<sup>(2)</sup> Ultimo dato di bilancio disponibile alla Data della Nota Informativa, corrispondente al dato al 30 settembre 2020.

(fonte: Bloomberg.com)

I dati relativi alla capitalizzazione sopra riportati si riferiscono a società selezionate dall'Emittente ritenute potenzialmente comparabili, e in alcuni casi solo parzialmente comparabili, pertanto tali dati potrebbero risultare non rilevanti e non rappresentativi

ove considerati in relazione alla specifica situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società ovvero allo stadio di sviluppo della propria *pipeline* di prodotti candidati o al contesto economico e normativo di riferimento.

La seguente ulteriore tabella mette in evidenza la capitalizzazione di mercato media e il valore del patrimonio netto, nonché il numero delle indicazioni terapeutiche oggetto delle rispettive *pipeline* con il relativo stadio di sviluppo, delle ulteriori società operanti nel settore delle biotecnologie individuate a vario titolo nelle ricerche elaborate dagli analisti indipendenti dei gruppi di appartenenza dei membri del Consorzio di Collocamento nell'ambito del processo di quotazione e trasmesse alla Società.

Società	Capitalizzazione media di mercato (in milioni di Euro) <sup>(1)</sup>	Patrimonio netto (in milioni di Euro) <sup>(2)</sup>	N. Totale indicazioni terapeutiche	Di cui commercializzate	Di cui approvate	Di cui Fase 3	Di cui Fase 2	Di cui Fase 1	Di cui pre-clinica
Regeneron	48.126,0	9.018,7	31	0	0	7	12	12	0
Genmab	22.365,7	2.481,8	48	3	0	5	6	14	20
AbCellera Biologics	12.730	2,4	N/A						
Iovance	6.554,7	592,6	9	0	0	2	5	2	0
Exelixis	6.078	1.580,0	74	0	0	9	20	45	0
Relay	3.974,1	608,7	3	0	0	0	0	2	1
Springworks	3.923,4	232,7	10	0	0	1	2	3	4
Legend Biotech	3.013,4	-109,4	14	0	0	1	3	9	1
Nektar Therapeutics	2.969	999,0	16	0	0	4	6	6	0
Alkermes	2.913	925,1	4	0	0	1	2	0	1
Arcus Biosciences	2.414,0	464,4	15	0	0	0	5	10	0
Vaccibody	1.943	13,8	4	0	0	0	2	1	1
Nkarta	1.409,4	285,8	3	0	0	0	0	1	2
Zentalis	1.407,6	291,0	7	0	0	0	1	5	1
Cullinan Management	1.381,4	-45,7	7	0	0	0	0	1	6
BioAtla	1.339,5	-129,4	5	0	0	0	2	1	2
Repare	1.229,3	256,6	3	0	0	0	0	1	2
Silverback	1.226,5	-54,0	2	0	0	0	0	1	1
ITeos	1.223,4	286,3	10	0	0	0	1	5	4
Adaptimmune	758	320,9	4	0	0	2	0	1	1
Molecular Partners	642	49,9	8	0	0	2	1	3	2
Clovis Oncology	599	32,2	12	0	0	4	5	3	0
Affimed	591	47,0	8	0	0	0	4	4	0
Immatics	571	-50,8	11	0	0	0	0	3	8
Nanobiotix	517	-1,9	14	0	1	0	0	7	6
Poseida	463,2	252,4	10	0	0	0	0	2	8
Pandion	441,3	191,8	5	0	0	0	0	2	3
Autolus	329	202,0	11	0	0	0	5	0	6
Inmate Pharma	291	217,4	10	0	0	1	5	1	3
BergenBio	283	67,7	15	0	0	0	11	4	0
Checkmate	263,9	115,3	6	0	0	0	4	2	0
Transgene	218	24,0	8	0	0	0	2	4	2
OSE	183	58,5	9	0	0	2	3	2	3
Immunotherapeutics									
Apra	120,8	75,9	8	0	0	1	3	3	1
Medigene	108	69,3	7	0	0	0	2	3	2

<sup>(1)</sup> Per la conversione in Euro della capitalizzazione media di mercato di GenMab, Legend Biotech, Relay, Springworks, Zentalis, Arcus, Nkarta, Repare, iTeos, Poseida, Pandion, Checkmate, Apra, Iovance, BioAtla, Silverback, Regeneron, Cullinan, Adaptimmune, Autolus, Alkermes, Nektar, AbCellera, Clovis, Exelixis è stato utilizzato un cambio Euro/Dollaro USA pari a 1,2025 (cambio al 3 febbraio 2021). Per la conversione in Euro della capitalizzazione media di mercato di Vaccibody è stato utilizzato un cambio Euro/Corona Norvegese di 10,3353 (cambio al 3 febbraio 2021). Per la conversione in Euro della capitalizzazione media di mercato di Molecular Partners è stato utilizzato un cambio Euro/Franco Svizzero di 1,0812 (cambio al 3 febbraio 2021).

<sup>(2)</sup> Ultimo dato di bilancio disponibile alla Data della Nota Informativa, corrispondente al dato: (i) al 30 settembre 2020 per Regeneron, Genmab, Iovance, Exelixis, Relay, Springworks, Nektar Therapeutics, Alkermes, Arcus Biosciences, Vaccibody, Nkarta, Zentalis, Cullinan Management, Repare, ITeos, Adaptimmune, Clovis Oncology, Affimed, Immatics, Poseida, Pandion, Autolus, BergenBio, Checkmate, Transgene, Apra e Medigene; e (ii) al 31 dicembre 2019 per AbCellera Biologics, Legend Biotech, BioAtla, Silverback, Molecular Partners, Nanobiotix, Inmate Pharma e OSE Immunotherapeutics.

(fonte: Bloomberg.com)

Secondo il report di Mediobanca<sup>63</sup> pubblicato il 12 aprile 2021, il prezzo target per la

<sup>63</sup> Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021

società Philogen dovrebbe essere pari a 23,20 euro considerata come somma degli apporti percentuali ponderati dei due farmaci in fase tre, Nidlegymt e Fibromun; la valorizzazione di Nidlegymt punta a €18,2/azione, che giustifica circa l'80% dei €23,2 per azione, mentre la valutazione di Fibromun (€5,6/azione) sconta un tempo medio più lungo per l'approvazione e il lancio del prodotto e una probabilità minore di successo. Per il momento, prudenzialmente, non sono inclusi contributi da parte degli altri prodotti nella pipeline clinica dell'azienda oltre Nidlegymt e Fibromun, in attesa di ulteriori prove e studi clinici cardine prima di riflettere il contributo a lungo termine nella valutazione.

**Philogen - Breakdown of valuation by product candidate**

	Value unadjusted (€m)	Average % of success	Value adj for % of success	Value/ share	% of total
Nidlegy™	1,908	39%	739	18.2	77%
Fibromun	1,060	22%	228	5.6	24%
NPV central costs & Cash	-24		-24	-0.6	(2%)
<b>TOTAL</b>	<b>2,945</b>		<b>943</b>	<b>23.2</b>	

(fonte: Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021)

Di conseguenza Nidlegymt rappresenta da solo circa l'80% del prezzo target della società con una capitalizzazione attesa di circa 739 milioni di euro (considerando un prezzo per azione pari a 18,2 euro), mentre per Fibromun la possibilità di fatturato è nettamente inferiore a causa sia dei rischi maggiori sia della maggiore difficoltà di arrivo alla commercializzazione e si attesta ad un valore pari a circa 230 milioni di euro (considerando un prezzo per azione pari a 5,6 euro).

**Philogen - Valuation bridge by product candidate (€/share)**



(fonte: Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021)

Di seguito si riportano i flussi di cassa di Philogen, già aggiustati per la probabilità media di successo<sup>64</sup>, e la conseguente applicazione della metodologia del Discounted Cash Flow:

**PHILOGEN - METODO DI VALUTAZIONE BASATO SU DCF (€mln)**

WACC		13%										
W= sommatoria FC/(1+WACC)^t + TV/(1+WACC)^t - Debiti												
flussi di cassa futuri (in milioni di euro)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TV	
flussi di cassa previsionali	-32,2	-28,3	-30,2	-13,5	2	41,9	101,1	166,2	234,4	272,9	2099,2	
fattore correzione =FC/(1+WACC)^t	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10	
	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48	0,43	0,38	0,33	0,29	0,29	
<b>flusso di cassa scontato</b>	<b>-28,5</b>	<b>-22,2</b>	<b>-20,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>1,1</b>	<b>20,1</b>	<b>43,0</b>	<b>62,5</b>	<b>78,0</b>	<b>80,4</b>	<b>618,4</b>	

Philogen - Riepilogo DCF (€ mln)

RIEPILOGO DCF	
PV DEI FLUSSI DI CASSA FUTURI (SOMMA PV)	205,3
PV DEL TERMINAL VALUE (TV)	618,4
VALORE DELL'IMPRESA	823,7
VALORE DEL DEBITO AL 2020	106,2
PASSIVITA', AZIONI PROPRIE E ALTRI EV. AGG.	13,6
VALORE CAPITALE AZIONARIO	943,5
NUMERO AZIONI	40,6
<b>VALORE AZIONARIO PER AZIONE</b>	<b>23,2</b>

(fonte: elaborazione excel dei dati presenti nell'Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021)

Con riferimento al WACC si evidenzia che Mediobanca ha applicato un tasso del 13% assumendo:

Tasso risk free: 3%

ERP: 5%

Beta: 2,0 (per riflettere la rischiosità del settore di riferimento)

Costo del debito: 3%

Target leverage: 0%.

#### 4.6 Philogen, a Piazza Affari la prima Ipo del 2021

La società biotech italo-svizzera è la numero 237 a entrare nel segmento MTA, in fase

<sup>64</sup> La probabilità è stata determinata sulla base dei dati storici relativi a prodotti similari.

di collocamento sono stati raccolti 69 milioni di euro, con una *market cap*<sup>65</sup> alla data di avvio delle negoziazioni pari a €690 milioni; al netto delle commissioni pagate nel contesto dell'operazione di quotazione, pari a circa 4 milioni di euro, i proventi netti sono stati circa 65 milioni di euro.

Come joint global coordinators e joint bookrunners dell'operazione hanno agito Goldman Sachs e Mediobanca, mentre Piazzetta Cuccia ha svolto anche il ruolo di sponsor dell'IPO.

Borsa Italiana S.p.A. con provvedimento n. 8735 del 16 febbraio 2021, ha disposto l'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della Società Philogen sul Mercato Telematico Azionario, mentre la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa con nota del 17 febbraio 2021, protocollo n. 0191314/21, ha approvato il documento di registrazione e, con nota del 17 febbraio 2021, protocollo n. 0191249/21, ha approvato la nota informativa relativa agli strumenti finanziari e la nota di sintesi che, unitamente al documento di registrazione, costituiscono il prospetto informativo di Philogen, che ha altresì presentato la domanda di ammissione alle negoziazioni delle Azioni sul MTA. Dalla nota informativa risulta il seguente dettaglio dell'offerta:

Il flottante richiesto ai fini della quotazione è stato ottenuto attraverso un collocamento privato ad investitori qualificati in Italia e nello Spazio Economico Europeo e investitori istituzionali esteri al di fuori degli Stati Uniti d'America, ai sensi della *Regulation S*<sup>66</sup> dello *United States Securities Act*<sup>67</sup> del 1933, come successivamente modificato, e, negli Stati Uniti d'America, limitatamente ai *qualified institutional buyers*<sup>68</sup> ai sensi della *Rule 144A del Securities Act*<sup>69</sup>, con esclusione di quei Paesi nei quali l'offerta non è consentita in assenza di autorizzazione da parte delle autorità competenti, in conformità con le leggi vigenti, o di esenzioni di legge o regolamentari applicabili.

Non è stata prevista alcuna offerta al pubblico indistinto in Italia e/o in qualsiasi altro Paese; il Collocamento Istituzionale ha avuto per oggetto un numero di azioni pari a 4.061.111, corrispondenti al 10,0% circa del capitale sociale, di nuova emissione, rivenienti da un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Come da prassi di mercato gli azionisti Nerbio S.r.l. e Dompè Holdings S.r.l. hanno concesso ai

---

<sup>65</sup> Capitalizzazione di mercato

<sup>66</sup> Regolamento che fornisce un modo conforme per le società statunitensi e internazionali (non statunitensi) di raccogliere capitali all'interno e all'esterno degli Stati Uniti

<sup>67</sup> Legge federale statunitense che regola gli scambi sul mercato secondario

<sup>68</sup> Acquirenti istituzionali qualificati

<sup>69</sup> Regolamento finanziario negli Stati Uniti che esenta i requisiti di registrazione per la vendita di titoli soggetti a restrizioni quando gli acquirenti istituzionali qualificati sono coinvolti nella vendita

*joint global coordinators* l'opzione *greenshoe*<sup>70</sup> di ulteriori azioni della Società per un numero massimo pari a 406.111; tale opzione in considerazione dell'andamento del titolo non è stata esercitata.

Pertanto, tenuto conto del corrente grado di diffusione dell'azionariato di Philogen, il numero di Azioni complessivamente detenute dal mercato ad esito del Collocamento istituzionale sarà adeguato rispetto al minimo requisito richiesto da Borsa Italiana per il Mercato Telematico Azionario.

Il periodo di offerta è iniziato in data 18 febbraio 2021, mentre la data di avvio delle negoziazioni è stata 3 marzo 2021 con un prezzo per azione pari a 17 euro. Il flottante della società ha raggiunto circa il 30% considerando che oltre a 4 milioni di azioni emesse in occasione di IPO, corrispondenti a circa il 10% di capitale, sono state incluse nel flottante anche le azioni detenute dai soci che avevano effettuato l'operazione di finanziamento nel 2019 e le azioni di altri soci minori.

#### 4.7 Lo sbarco in Borsa e l'andamento delle quotazioni

Andamento del Titolo Philogen dall'inizio della quotazione al 7 giugno 2021:

---

<sup>70</sup> Di cui sopra al capitolo tre



(fonte: ilSole24ore)

Andamento dell'indice azionario Ftse Mib dall'inizio dell'anno al 7 giugno 2021:



(fonte: ilSole24ore)

I grafici che precedono mettono in evidenza l'andamento delle quotazioni del titolo Philogen dal giorno della sua ammissione al 7 giugno 2021 e l'analogo andamento dell'indice azionario Ftse Mib dall'inizio del 2021. Appare evidente come, nel breve periodo osservato, a fronte di una tendenza al rialzo dell'indice che sintetizza le performance dei principali titoli azionari il titolo Philogen mostra, invece, uno sviluppo orientato al ribasso; come ampiamente affermato, e come si vedrà anche in seguito, la tendenza negativa è caratterizzata non solo dal breve periodo di osservazione ma anche

dalla mancanza momentanea di farmaci da commercializzare.

Philogen rappresenta la prima IPO di rilievo del 2021 con il titolo del gruppo italo-svizzero che è stato quotato sul MTA il 3 marzo 2021; durante la prima giornata di contrattazioni il titolo è stato scambiato senza variazioni di rilievo a 16,86 euro con una leggera riduzione rispetto al prezzo di ammissione pari a 17,00 euro. Come risulta dal grafico l'andamento delle quotazioni, dal giorno di ammissione, 03/03/2021 al 07/06/2021, denota un trend al ribasso, passando da una quotazione di ammissione di € 17,00 ad una quotazione di chiusura giornaliera del 07/06/2021 a € 15,04.

Il titolo ha toccato il massimo valore pari a 17,40 euro il 3 marzo, ovvero il primo giorno di negoziazioni, e il minimo a 14,20 euro il 4 maggio; nei primissimi mesi di negoziazione l'andamento del titolo ha provocato una certa delusione negli investitori che si aspettavano una partenza diversa e una crescita sostenuta, tanto che i volumi contrattati, in questa prima fase, sono stati mediamente di 14,72 milioni di euro, con un *range* compreso tra 12 e 39 milioni di euro.

Nonostante l'avvio difficoltoso gli analisti ritengono che il titolo nel medio termine invertirà la rotta assumendo un *trend* di iniziale rialzo seguito da un periodo di stabilizzazione; le notizie provenienti dalla società autorizzano un cauto ottimismo: l'AD Dario Neri ha commentato che “coi proventi dell'IPO, la Philogen intende portare a registrazione Nidlegly™ e Fibromun e avviare la commercializzazione diretta in alcuni paesi come previsto dal Piano Industriale, evidenziando inoltre risultati clinici e preclinici di estremo interesse per la piattaforma OncoFAP, che promette di raggiungere vari tipi di tumori metastatici con elevatissima efficacia e selettività”.

Nel momento in cui la società riuscirà a portare sul mercato uno dei suoi innovativi prodotti le prospettive di crescita saranno migliori e il titolo potrà subire una notevole spinta al rialzo.

Considerando la peculiarità del business Biofarmaceutico e il tempo necessario per introdurre un nuovo prodotto candidato sul mercato, è necessario estendere il solito periodo di stime esplicite fino al 2030E, per meglio catturare il potenziale di Nidlegly™ e Fibromun al momento del lancio sul mercato. Sempre secondo il report di Mediobanca nel 2020-23, ci si aspetta che i risultati di Philogen riflettano solo il contributo dei ricavi dai contratti di partnership, più che compensato dalla crescita del personale, della struttura e dai costi di sviluppo; questo porterà la società a registrare perdite operative a livello di EBITDA tra -12,5 milioni di euro e -26m fino al 2022E. L'assorbimento del flusso di cassa nel periodo sarà determinato da una gestione operativa negativa e da circa 12 milioni di euro stimati in investimenti straordinari con una posizione finanziaria

netta prevista a chiusura del 2023 pari a circa 15 milioni di euro (tra cui i proventi netti di circa 65 milioni di euro derivanti dall'IPO di marzo).

A partire dal 2024 invece, il lancio sul mercato di Nidlegym e Fibromun dovrebbe sostenere un forte aumento del fatturato di Philogen, infatti i due prodotti sono candidati al raggiungimento di entrate probabilistiche di quasi 500 milioni di euro nel 2030E (ipotizzando un periodo di crescita delle vendite di 5 anni e quote di mercato tra il 20% e il 40%). Vediamo quindi che le prospettive di Philogen risultano in crescita, con EBITDA positivo e crescente dal 2024 e 2030 con un margine superiore al 75%. A causa del forte aumento della redditività, notevoli flussi di cassa operativi sono previsti a sostegno della società con una posizione finanziaria netta prevista in positivo per tutta la durata del periodo di stima (2024-2030).

**Philogen - P&L and Net Cash evolution in 2024-30E (adjusted for probability of success)**

€m	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenues	40.3	99.6	184.2	287.8	405.9	470.2	490.3
Cost of Good Sold	(5.0)	(10.0)	(17.5)	(25.9)	(34.5)	(37.6)	(39.2)
Personnel Expenses	(15.8)	(21.5)	(25.8)	(28.2)	(29.6)	(31.0)	(32.6)
Cost of Services	(16.4)	(17.8)	(19.2)	(19.4)	(20.5)	(21.6)	(22.9)
Other costs	(2.2)	(4.8)	(8.4)	(12.7)	(10.6)	(12.2)	(12.7)
<b>EBITDA</b>	<b>0.9</b>	<b>45.5</b>	<b>113.4</b>	<b>201.6</b>	<b>310.8</b>	<b>367.7</b>	<b>382.8</b>
EBIT	(2.5)	42.1	109.8	198.0	307.1	364.0	379.0
Net profit	(2.7)	30.1	78.9	142.4	221.0	261.9	272.7
<b>Net Cash/ (Debt)</b>	<b>0.8</b>	<b>2.6</b>	<b>35.3</b>	<b>112.6</b>	<b>235.8</b>	<b>403.8</b>	<b>581.8</b>

(fonte: Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021)

Ad oggi, a poco più di tre mesi dalla quotazione e dall'inizio delle negoziazioni risulta prematuro esprimere un giudizio finale e complessivo sull'IPO della società; come detto ampiamente i risultati non sono del tutto negativi, ma per una crescita e un andamento al rialzo è necessario continuare le attività non solo di ricerca e sviluppo ma anche di commercializzazione dei farmaci, in quanto è proprio questo l'ago della bilancia per poter pensare di veder crescere positivamente le azioni e la società stessa all'interno del mercato.

Inoltre, i punti di forza di Philogen sono dati dalla sua robusta pipeline clinica in grado di incoraggiare i dati clinici/preclinici, il suo management altamente qualificato e il suo approccio verticalmente integrato<sup>71</sup>. Philogen è in fase di un ambizioso trial clinico con un intenso flusso di notizie attese per i prossimi 12-24 mesi inerenti al completamento

<sup>71</sup> Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021

della fase III della sperimentazione UE di Nivolumab per la cura del Melanoma che rappresenta il catalizzatore più importante da portare avanti.

## Conclusion

La pandemia di Covid19 ha generato incertezza, difficoltà e timore, per le famiglie e per le imprese; non solo il sistema sanitario ma anche il sistema economico si è trovato davanti ad una sfida complessa e di una portata storica talmente elevata da non avere precedenti o quasi. Se da un lato il fabbisogno di liquidità delle imprese è aumentato in maniera esponenziale, dall'altro le misure statali hanno cercato di arginare la crisi e di "salvare" alcune imprese che senza gli aiuti di Stato sarebbero state poste in liquidazione.

Il ricorso alla quotazione in borsa non deve essere visto come una possibilità remota dato il momento storico, ma piuttosto un'opportunità per favorire la ripartenza da una situazione che ancora oggi, ad un anno e mezzo dallo scoppio della pandemia, sembra critica e di difficile lettura; con la quotazione in borsa le imprese possono ottenere la liquidità di cui hanno bisogno, per lasciarsi alle spalle le difficoltà e le incertezze dei mesi passati. Per la società Philogen, oggetto del nostro caso studio, la quotazione ha rappresentato un canale importante per reperire risorse finanziarie necessarie a garantire il fabbisogno di liquidità indispensabile per supportare la crescita societaria, garantendo anche una visibilità più ampia agli occhi degli investitori; inoltre i proventi generati dall'IPO potranno finanziare non solo trial clinici su alcuni farmaci nella pipeline della società, ma serviranno anche per sviluppare nuovi investimenti sia nella ricerca e sviluppo e per l'assunzione di personale qualificato e talenti, andando a rafforzare anche i rapporti di partnership con altre case biofarmaceutiche.

In definitiva si può affermare che, nonostante il periodo di crisi, lo sbarco in Borsa Italiana della società Philogen abbia avuto un impatto positivo sia consentendo alla società di ottenere la liquidità necessaria sia fornendo le basi per favorire le prospettive di crescita e di sviluppo futuro; proprio queste prospettive sono, e saranno, però legate all'attività di commercializzazione dei farmaci su cui Philogen ha condotto ricerche e superato tutte le fasi necessarie per avviare il processo di distribuzione e vendita, in quanto la sola attività di ricerca e sviluppo non potrà ovviamente garantire in futuro la necessaria solidità finanziaria e produrre flussi di ricavi in grado di sostenere la crescita della società. Se per Philogen la quotazione ha avuto un impatto positivo perché ha garantito il reperimento di risorse finanziarie, dal lato degli investitori ad oggi è prematuro fare considerazioni definitive, in quanto, anche se il prezzo oggi è inferiore al valore dell'IPO, le prospettive di crescita del titolo nei prossimi mesi sembrano essere comunque interessanti sulla base delle indicazioni degli analisti; ad oggi la performance

del titolo ha risentito negativamente della limitata liquidità del titolo<sup>72</sup>, in considerazione del fatto che il flottante effettivo ammonta al 10% del capitale e a causa dell'incertezza sui flussi di cassa della società che ad oggi risultano ancora negativi.

---

<sup>72</sup> Volume scambi effettuati in borsa

## Bibliografia e Sitografia

- Berk Jonathan, De Marzo P., *Finanza Aziendale vol. 1*, Pearson, terza edizione.
- Bortot Paolo, Magnani U., Olivieri G., Rossi F., Torrigiani M., *Matematica Finanziaria*, Monduzzi Editore, seconda edizione.
- Damodaran Aswath, *Valutazione delle Aziende*, Maggiore Editore
- Ferrari Andrea, Gualandri E., Landi Andrea, Vezzani Paola, *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, Giappichelli Editore, sesta edizione.
- Prospetto Informativo società Philogen S.p.A.
- Regalli Massimo, Soana M., Tagliavini G., *Analisi Finanziaria*, Hoepli, seconda edizione.
- 
- Bellucci Chiara, Carta S., De Tollis S., Di Giacomo F. (Dipartimento delle finanze), Curto D., De Grandis F., Pavone P. (SOSE), Dipartimento delle Finanze, *L'impatto della crisi COVID-19 sul fabbisogno di liquidità delle imprese*, 12 febbraio 2021, consultato il 20/02/2021  
<https://www.finanze.gov.it/export/sites/finanze/.galleries/Documenti/Varie/Nota-n.5-Limpatto-della-crisi-Covid-19-sul-fabbisogno-di-liquidita-delle-imprese.pdf>
- Borsa Italiana sito ufficiale, *Glossario finanziario - offerta pubblica di sottoscrizione*, consultato il 20/02/2021  
[https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html#:~:text=L'offerta%20pubblica%20di%20sottoscrizione,public%20offering%22%20\(IPO\)](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html#:~:text=L'offerta%20pubblica%20di%20sottoscrizione,public%20offering%22%20(IPO))
- Borsa Italiana sito ufficiale, *Il processo di quotazione*, consultato il 24/02/2021  
<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>
- Borsa Italiana sito ufficiale, *Quotarsi in Borsa: La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana*, consultato il 24/02/2021  
<https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>
- Buscemi Giuseppe, Narizzano S., Savino F., Viggiano G., Banca D'Italia, *L'impatto della crisi da covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle pmi italiane*, 12 gennaio 2021, consultato il 05/03/2021 [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2021/Nota\\_Covid\\_PMI\\_quotabili\\_12\\_gennaio\\_2021.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2021/Nota_Covid_PMI_quotabili_12_gennaio_2021.pdf)
- Caprodossi Alessio, StartupItalia, *Che cosa fa Philogen, la biotech italiana che ha chiuso un aumento di capitale da 62 milioni di euro*, 5 giugno 2019, consultato il

05/03/2021

<https://startupitalia.eu/110234-20190605-cosa-philogen-la-biotech-italiana-chiuso-un-aumento-capitale-62-milioni-euro>

Commissione Europea sito ufficiale, *Occupazione ed economia durante la pandemia di coronavirus*, consultato il 12/03/2021

[https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic\\_it](https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response/jobs-and-economy-during-coronavirus-pandemic_it)

Confindustria sito ufficiale, *Indagine sugli effetti del Covid 19 per le imprese italiane*, 27 luglio 2020, consultato il 12/03/2021 <https://www.confindustria.it/notizie/dettaglio-notizie/Indagine-sugli-effetti-del-Covid-19-per-le-imprese-italiane-quarta-edizione>,

Confindustria sito ufficiale, *La pandemia chiude male il 2020 e zavorra il 2021. servizi di nuovo in rosso, regge a fatica l'industria*, consultato il 18/03/2021

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/temi-di-ricerca/congiuntura-e-previsioni/tutti/dettaglio/congiuntura-flash-dicembre-2020>

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/temi-di-ricerca/congiuntura-e-previsioni/tutti/dettaglio/congiuntura-flash-dicembre-2020>

Cozzi Paola, Tech 4 Future, *Biotecnologie: cosa sono, quali sono le applicazioni e i numeri del comparto italiano*, 5 febbraio 2021, consultato il 18/03/2021

<https://tech4future.info/biotecnologie-cosa-sono-applicazioni/>

De Socio Antonio, Narizzano S., Orlando T., Parlapiano F., Rodano G., Sette E., Viggiano G., Banca D'italia, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, 13 novembre 2020, consultato il 02/04/2021

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/nota-covid-2020.11.13.pdf>

Istat sito ufficiale, *Rilevazione sull'impatto dell'emergenza covid-19 sulle imprese italiane - 2a edizione*, 9 dicembre 2020, consultato il 02/04/2021

<https://www.istat.it/it/archivio/249361>,

Lops Vito, Il Sole 24Ore, *Coronavirus e mercati, bilancio del primo mese di emergenza*, 17 marzo 2020, consultato il 12/04/2021 <https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-e-mercati-bilancio-primo-mese-emergenza-ADMKOmD>

<https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-e-mercati-bilancio-primo-mese-emergenza-ADMKOmD>

Mattei Michele, Biz Digital, *L'intervento di Jerusalmi (Borsa Italiana) alla Camera*, 18 dicembre 2020, consultato il 12/04/2021

<https://www.bizdigital.it/2020/12/18/lintervento-di-jerusalmi-borsa-italiana-alla-camera/>

Nodari Gianpaolo, Milano Finanza, *Le prospettive per il settore biotech nel 2021*, 4 febbraio 2021, consultato il 02/05/2021 <https://www.milanofinanza.it/news/le-prospettive-per-il-settore-biotech-nel-2021->

<https://www.milanofinanza.it/news/le-prospettive-per-il-settore-biotech-nel-2021->

[202102041420206505#:~:text=A%20nostro%20avviso%2C%20almeno%20durante,buon%20auspicio%20per%20il%20settore](#)

Notarnicola Andrea, *Il Sole 24Ore*, *Il management e l'epidemia: la cultura delle imprese nell'emergenza biologica*, 24 febbraio 2020, consultato il 02/05/2021

<https://www.ilsole24ore.com/art/il-management-e-l-epidemia-cultura-imprese-nell-emergenza-biologica-ACGNLqLB>

Palocci Giulia, *Icom*, *Biotechnologie, i numeri (e le prospettive) di un settore in crescita*, 9 ottobre 2020, consultato il 10/05/2021

<https://www.i-com.it/2020/10/09/biotechnologie-numeri-prospettive/#:~:text=Con%20un%20fatturato%20che%20supera,aumentato%20di%20ben%20il%2020%25>

Pfizer sito ufficiale, *Pfizer è oggi l'azienda farmaceutica numero uno nei principali mercati del mondo*, consultato il 12/05/2021 <https://www.pfizer.it/cont/comunicati-stampa/0803/2739/pfizer-e-oggi-lazienda-farmaceutic.asp>

Sacchi Maria Silvia, *Il Corriere della Sera*, *Barbara Lunghi: Aziende di famiglia, nuovo patto con la Borsa*, 2 novembre 2020, consultato il 15/05/2021

<https://www.corriere.it/economia/family-business/notizie/aziende-famiglia-nuovo-patto-la-borsa-3b24eb2c-1d06-11eb-96cf-67d3c6522771.shtml>

## Riassunto

A circa un anno e mezzo dallo scoppio della pandemia di Covid19, la situazione sembra ancora complessa e sicuramente non semplice da affrontare, sia per le famiglie che per le imprese. Se da un lato si sta cercando finalmente di dare un impulso positivo alla ripartenza economica, con l'incremento delle vaccinazioni e il progressivo allentamento delle misure restrittive, dall'altro si stanno valutando e analizzando gli effetti negativi della pandemia che hanno prodotto in diverse imprese una situazione di crisi e difficoltà finanziaria a causa soprattutto del fabbisogno di liquidità.

Lo scopo del presente lavoro, così come espresso dal titolo, è quello di effettuare un'analisi sulla quotazione in borsa e sulla preliminare valutazione di azienda, con particolare riferimento al periodo di crisi che stiamo vivendo a causa della pandemia, evidenziando a tal fine il caso specifico di una società operante nel settore delle biotecnologie mediche, ovvero la Philogen S.p.A., che ha deciso di presentare domanda di ammissione alla quotazione presso Borsa Italiana S.p.A. nei primi mesi del 2021, durante questa delicata fase di emergenza sanitaria, in un'ottica di crescita futura e con l'obiettivo di ottenere la liquidità necessaria per sostenere le sue attività di produzione e di ricerca e sviluppo.

Ho inizialmente fatto una breve disamina dei riflessi che ha avuto la crisi pandemica sul sistema economico e finanziario italiano, evidenziando in particolare gli effetti sulle imprese italiane e sul fabbisogno di liquidità, per poi proseguire con l'analisi della Quotazione in Borsa e della valutazione di azienda fino ad arrivare all'osservazione del caso della Società Philogen.

Esaminando l'inizio della pandemia, dunque i primi mesi del 2020, tramite un report di Confindustria<sup>73</sup> è possibile osservare come all'interno di un campione di circa 156 mila PMI, ovvero imprese con un numero di dipendenti compreso tra 10 e 250, la pandemia ha avuto un impatto enorme sulle attività, cambiando il modo di operare e le prospettive per il futuro.

Per effettuare tale analisi Confindustria si è servita di un modello basato sull'andamento delle vendite di circa 1500 settori economici; attraverso questo campione è stato rilevato che le imprese italiane nei primi mesi del 2020 hanno subito una perdita di fatturato di circa il 12,8%; per la fine del 2021 si prospetta una perdita pari all'11,2%, per una cifra complessiva che si attesta sui 227 miliardi.

---

<sup>73</sup><https://www.confindustria.it/notizie/dettaglio-notizie/Indagine-sugli-effetti-del-Covid-19-per-le-imprese-italiane-quarta-edizione>

Da un lato queste perdite interesseranno maggiormente i settori colpiti dal distanziamento sociale quali ad esempio il settore del commercio al dettaglio, della ristorazione, del cinema e del teatro ma anche e soprattutto il settore del turismo, dall'altro ci saranno settori che ne trarranno beneficio quali ad esempio l'e-commerce, con una crescita stimata del 35%, o i produttori di mascherine e sistemi di ventilazione per la somministrazione meccanica di ossigeno.

Dai dati evidenziati dal report la zona più colpita è stata il nord Italia con le regioni del Friuli-Venezia Giulia ed Emilia-Romagna che registrano una diminuzione maggiore del fatturato delle PMI, mentre Veneto e Lombardia dovrebbero riuscire a reggere il colpo nell'immediato futuro mantenendo risultati sostanzialmente in linea con quelli del passato esercizio. Al contrario nel sud Italia gli effetti potrebbero essere meno pesanti, data la forte presenza di settori essenziali quali ad esempio quello alimentare, ma protrarsi per più tempo.

Sempre dallo studio emerge che le risorse stanziare dal governo dovrebbero essere in grado di evitare o quantomeno attenuare la crisi delle PMI, anche se si stima che circa 1,8 milioni di lavoratori potrebbero avere problemi di liquidità; anche per le imprese è sentita l'esigenza di un'immediata iniezione di liquidità per evitare una profonda recessione con inevitabili riflessi anche a livello sociale e da cui potrebbe essere molto complesso uscire. La capacità di ripartenza da parte delle imprese dipenderà dunque prevalentemente dalla capacità del governo di mettere in campo provvedimenti mirati ed efficaci in grado di arginare gli effetti della pandemia.

Si delinea così un quadro piuttosto chiaro con cui il 2020 viene a chiudersi: i servizi sono in rosso come conseguenza del lockdown e delle misure restrittive (il turismo in primis) e l'industria fa fatica a sopportare il peso di una crisi così imponente e globale; i consumi diminuiscono poiché le famiglie sono sempre più dedite al risparmio come conseguenza della pandemia; si assiste alla riduzione sia della produzione dei beni di consumo sia dell'occupazione in quanto le persone risultano sempre più scoraggiate. Gli investimenti sono in discesa a causa del debito eccessivo delle imprese, poiché sebbene queste ultime abbiano ricevuto prestiti bancari per liquidità, con garanzie pubbliche, senza un recupero di fatturato il peso del debito e degli oneri finanziari risulta insostenibile per nuovi investimenti che, quindi, rischiano un mancato sviluppo anche per il 2021 e 2022 ; anche le esportazioni italiane nei primi mesi del 2021 tendono al ribasso (dopo una leggera risalita nei mesi estivi del 2020) a seguito delle misure anti-Covid che specialmente in Europa frenano la domanda di beni; nell'area dell'euro gli effetti sono comunque negativi con l'aumento della recessione nonostante tassi di

interesse più favorevoli (in Italia i tassi sono ai minimi storici, così come è in netto calo lo spread tra i decennali tedeschi e italiani); a livello internazionale il dollaro continua a svalutarsi e di conseguenza il prezzo del petrolio aumenta sempre di più.

A seguito degli effetti della pandemia, nel novembre 2020 è stata rilasciata una nota da parte della Banca d'Italia<sup>74</sup> in cui sono evidenziati ed analizzati gli impatti del Covid sul fabbisogno di liquidità delle imprese italiane; l'analisi prende in esame 730 mila società di capitali, escludendo le altre forme societarie, operanti nei settori prevalentemente colpiti dall'epidemia quali ad esempio il turismo e le attività di ristorazione che hanno sicuramente registrato elevati fabbisogni di liquidità ma che hanno comunque ricevuto gran parte delle misure di sostegno statali.

I risultati dell'analisi indicano che in assenza delle misure stanziato dal governo il fabbisogno di liquidità sarebbe stato pari a 48 miliardi per circa 140 mila imprese (quasi il 20% del campione) a causa ovviamente della riduzione di fatturato; tramite le misure statali, invece, quasi 40 mila imprese delle 140 mila totali riuscirebbero a soddisfare il proprio fabbisogno di liquidità, mentre invece per le restanti centomila questo valore potrebbe attestarsi ad un livello inferiore, pari a 33 miliardi, con una riduzione di oltre il 30%.

Le misure previste dallo Stato sono in grado di attenuare le esigenze di liquidità delle imprese, ma rischiano di non risolvere in modo efficace e completo il problema; di conseguenza le imprese potrebbero trovarsi nella situazione di dover aumentare la propria leva finanziaria, ovvero la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore e d'altro canto esporsi al rischio di perdite molto significative; il ricorso al credito spingerebbe le imprese ad indebitarsi fino a livelli di leva finanziaria pari a 2 punti percentuali in più (intorno al 44/45% calcolata come rapporto tra debiti finanziari e la somma di patrimonio netto e appunto debiti finanziari) e da 6 a 10 nei settori più colpiti; di conseguenza le società saranno riclassificate secondo un livello di rischio più elevato con una quota di debiti finanziari superiore al 23%, a differenza del 13% del periodo precedente allo scoppio della pandemia.

Anche la redditività operativa, misurata come rapporto tra il margine operativo lordo (MOL) ed i ricavi pari a circa il 9% nel 2018 potrebbe ridursi di 1,7 punti percentuali così come la redditività netta misurata dal ROE che si colloca al 2,5% ovvero cinque punti percentuali in meno rispetto al 2018.

---

<sup>74</sup> <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-covid-19/2020/nota-covid-2020.11.13.pdf>

La prima ipotesi di copertura di fabbisogno finanziario prevede che le imprese che soddisfano determinati requisiti<sup>75</sup> possano ottenere nuovi prestiti fino ad un massimo tra il doppio dei costi del personale ed il 25% del fatturato; la seconda ipotesi costituisce il cosiddetto accesso al credito incondizionato, cioè la possibilità per le imprese di un indebitamento illimitato e non condizionato alle caratteristiche aziendali, dunque con aumento importante della leva finanziaria come abbiamo visto in precedenza; le imprese che non riescono a coprire il fabbisogno di liquidità potrebbero non essere in grado di proseguire l'attività operativa e quindi essere poste in liquidazione.

I risultati delle misure introdotte dallo Stato sono stati evidenti in quanto hanno permesso alle imprese di ridurre il deficit di liquidità ed in alcuni casi di ottenere un avanzo; l'efficacia è stata particolarmente rilevante per le imprese di piccole dimensioni: nel caso di società di capitali circa il 61% del deficit è stato compensato dalle misure introdotte dal governo, mentre per le società di persone questa percentuale aumenta fino all'82%. Questi risultati mostrano come gli interventi di sostegno da parte del governo e, in particolare, quelli a sostegno della struttura di indebitamento e del costo del lavoro siano stati efficaci nel sostenere le imprese nel corso del 2020; ad esempio risulta che la cassa integrazione e la moratoria sui debiti hanno garantito un sostegno pari a circa 71 miliardi di euro per le società di capitali e quasi 10 miliardi per le società di persone; la possibilità di ottenimento di contributi a fondo perduto è stata anch'essa cruciale, consentendo l'aiuto ad imprese con deficit di liquidità e che sarebbero diventate illiquide senza questo intervento.

Sui mercati borsistici inoltre, la crisi sanitaria ha avuto un impatto senza precedenti: se nel crollo di Wall Street del 1929 gli indici impiegarono 42 giorni prima di perdere il 20% rispetto ai massimi storici questa volta ci hanno impiegato circa 16 giorni; ad esempio lo S&P 500<sup>76</sup>, uno degli indici azionari più importanti al mondo, ha perso fino al 27% solo nel mese di marzo 2020; anche il Ftse Mib, l'indice di riferimento del mercato azionario di Borsa Italiana, si è quasi dimezzato in un mese arrivando a perdere il 44% del proprio valore; anche le obbligazioni *high yield*, ovvero con elevato rendimento ma anche rischio di insolvenza, hanno perso oltre dieci punti percentuali in un mese sia in Europa che negli Stati Uniti a causa anche della caduta del petrolio fino ai 30 dollari al barile con una perdita di oltre il 40% rispetto ai mesi precedenti.

I dati che hanno caratterizzato i primi mesi di pandemia hanno avuto un effetto da non sottovalutare anche per le imprese italiane quotate in borsa, infatti tuttora la

---

<sup>75</sup> schemi di garanzia del FCG e di SACE

<sup>76</sup> Standard & Poor 500, indice americano nato nel 1957 che segue l'andamento delle 500 aziende statunitensi con maggiore capitalizzazione

quotazione stessa potrebbe essere scoraggiata dagli effetti economici connessi con il Covid 19 e le conseguenze potrebbero risultare ancora più marcate per le piccole e medie imprese dato che siamo ancora lontani dalla fine dell'emergenza e la situazione ad un anno e mezzo dallo scoppio dell'epidemia sembra ancora di difficile gestione; per le PMI dunque, il quadro è sicuramente più critico e di primaria importanza sia a causa della loro maggiore vulnerabilità all'attuale contesto economico sia per le potenzialità di sviluppo che la quotazione in borsa può offrire loro; ad esempio il primo beneficio della quotazione è il riequilibrio della struttura finanziaria, poiché la raccolta dei capitali sul mercato borsistico, in alternativa al credito bancario, riduce i vincoli di finanziamento soprattutto per le imprese con elevata crescita ed elevato indebitamento; la quotazione, inoltre, produce un maggior grado di visibilità presso i finanziatori, indotto dagli obblighi di trasparenza, e ciò riduce le asimmetrie informative nei confronti dei datori di fondi e il potere contrattuale del sistema bancario, provocando una riduzione del costo del credito. In definitiva un aumento delle PMI quotate avrebbe un impatto positivo sull'economia nazionale andando ad aumentare la capitalizzazione complessiva del mercato italiano; nonostante questo la situazione generata dalla pandemia ha creato un effetto di timore e paura non solo per le famiglie italiane ma anche per le imprese andando a limitare la capacità di queste ultime di far fronte alla crisi e di mantenere i requisiti necessari per la quotazione in borsa.

E' interessante osservare come prima della crisi da Covid-19 era in atto una tendenza al progressivo aumento delle PMI quotate, il numero di società non finanziarie con caratteristiche ampiamente idonee per l'accesso potenziale al listino di borsa era molto elevato, e pari a quasi 2.800 candidate; gli effetti della pandemia hanno portato però ad una riduzione del 20% del numero delle PMI quotabili nella prima metà del 2021, con un numero che rimane comunque elevato, pari a oltre 2.200 aziende. E' possibile però che una volta che gli effetti del Covid-19 si saranno esauriti e l'attività economica inizierà la sua risalita, la tendenza alla quotazione in borsa possa ritornare ai livelli pre-crisi; infatti a giugno e novembre del 2020, quando la diffusione del virus sembrava essersi rallentata e i mercati stabilizzati, si sono osservati quindici casi di quotazione presso la borsa italiana, anche se potrebbe trattarsi per la maggior parte di progetti di quotazione avviati prima della crisi, sospesi temporaneamente per effetto della pandemia e riavviati con la ripresa delle attività economiche e del mercato di borsa. L'ipotetica quotazione di tutte le società effettivamente quotabili contribuirebbe a ridurre il sottodimensionamento del mercato azionario italiano tanto che la

capitalizzazione di mercato addizionale teorica è stimabile in 71 miliardi di euro con un incremento del rapporto sul PIL fino al 40 per cento, rispetto al 36 per cento della fine del 2019.

Si è parlato dell'importanza della Quotazione in Borsa, risulta pertanto interessante analizzare in sintesi gli aspetti principali che caratterizzano questo processo, ponendo l'attenzione anche sulla valutazione di azienda come step iniziale per la procedura di Offerta Pubblica Iniziale o IPO:

Borsa Italiana S.p.A è una delle più importanti Borse europee che si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari ed operatori dalle negoziazioni; si occupa della gestione, dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati, delle procedure necessarie all'ammissione e alla successiva verifica dei requisiti di permanenza in Borsa delle società, della vigilanza e del controllo sul regolare svolgimento delle negoziazioni e della gestione degli obblighi di informativa societaria. Si occupa, inoltre, di gestire i mercati azionari ovvero il Mercato Telematico Azionario (MTA) in cui vengono negoziate azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzioni e *warrant*, l'AIM Italia dedicato alle PMI in fase di crescita, il mercato degli *Investment Vehicles* (MIV) in grado di offrire, con una chiara visione strategica, capitali, liquidità e visibilità ai veicoli di investimento, i mercati obbligazionari (MOT, ExtraMOT, ecc..), il mercato degli ETP ovvero strumenti d'investimento che replicano la performance di una serie di asset, come indici, valute o materie prime e i mercati derivati (IDEM, IDEX).

Per iniziare il processo di quotazione e per prepararsi in maniera adeguata all'ammissione, ogni società ha la necessità di richiedere l'assistenza di un team di consulenti specializzati in cui ripone la massima fiducia e con cui inizi a cooperare e collaborare in tutti gli step necessari.

La figura essenziale all'interno del team di consulenza è quella dello Sponsor, ovvero un intermediario finanziario che si occupa di assistere la società in tutto il processo di quotazione e nella fase successiva all'IPO; è inoltre responsabile nei confronti del mercato della qualità e dell'opportunità dell'investimento. In base alle diverse caratteristiche della società, alle dimensioni e al numero di titoli collocati possono essere necessari anche altri consulenti per garantire un corretto svolgimento di tutte le fasi essenziali al processo di quotazione; ad esempio, un consulente finanziario in grado di collaborare con l'impresa nella realizzazione di tutte le valutazioni preliminari, del prospetto informativo, delle pratiche burocratiche e anche della redazione del *business plan*. Anche la presenza di una società di revisione è di primaria importanza sia per la

revisione e relazione del bilancio di esercizio sia per garantire la solidità finanziaria indicata nel prospetto informativo.

Una volta individuati tutti i consulenti necessari e lo Sponsor, la società può avviare in concreto la procedura per l'ammissione in quotazione che è stata di recente semplificata e abbreviata per tutti i mercati; in circa 4 mesi dall'ultima riunione di conferma e lancio dell'operazione questa viene a concludersi e si dà effettivamente inizio alle negoziazioni.

Prima di parlare dell'IPO è necessario fare un'analisi sulla valutazione d'azienda che costituisce la prima tappa di fondamentale per iniziare una procedura di ammissione in Borsa.

Valutare una azienda significa dunque attribuire un valore al suo capitale<sup>77</sup> ma senza ricercare un valore oggettivo unico, in quanto gli input necessari per la valutazione d'azienda lasciano ampio spazio ad interpretazioni e giudizi soggettivi; nella procedura di valutazione assumono rilevanza due aspetti fondamentali ovvero la redazione del Piano industriale, in cui sono indicati da un punto di vista previsionale gli obiettivi della società e le modalità con cui raggiungerli, e la decisione sulla scelta dei metodi da utilizzare per effettuare tale valutazione; la scelta dei diversi metodi dipende dalla particolare area di *business* e dal mercato in cui opera l'azienda; ad esempio un'azienda immobiliare che acquista e successivamente vende immobili sarà valutata tenendo conto del valore dei propri *assets* mentre per un'azienda che si occupa di e-commerce assumeranno rilevanza le caratteristiche immateriali del *business* e quelle del mercato in cui opera. Possiamo fare una panoramica generale sui diversi metodi di valutazione adottati:

- Metodo Finanziario: chiamato anche *Discounted Cash Flow* (DCF), è sicuramente tra i metodi più utilizzati e si basa sul concetto di base secondo cui il valore dell'azienda è pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi, detti anche *Free Cash Flow* (FCF), generati nell'orizzonte del *Business Plan* e di un valore chiamato *Terminal Value* che rappresenta il valore del complesso aziendale alla fine dell'orizzonte temporale

---

<sup>77</sup> *Fair Market Value*

- Metodo dei Multipli di Mercato: utilizzato anche questo in maniera molto diffusa, ha la funzione di svolgere un controllo più specifico sulla veridicità e correttezza delle altre tecniche utilizzate; si basa sull'analisi delle quotazioni borsistiche o dei prezzi di strumenti finanziari che possono essere paragonati per caratteristiche a quelli dell'impresa target oggetto di analisi. La significatività del risultato è strettamente legata alla omogeneità del campione selezionato, dunque i multipli dedotti in tali analisi vengono applicati alle grandezze economiche e reddituali dell'azienda oggetto di analisi al fine di ricavare una valutazione concreta e corretta
  
- Metodo Patrimoniale: quasi caduto in disuso ed utilizzato molto più raramente rispetto a quelli precedenti, mantiene comunque una certa importanza all'interno di un processo valutativo e si basa sulla concezione che il valore aziendale deriva dalla contrapposizione delle attività e delle passività sulle quali viene effettuata un'accurata analisi di congruità
  
- Metodi Reddituali: secondo questi metodi il valore dell'azienda è proporzionale alla sua capacità di generare reddito e dunque il valore dell'impresa risulta dalla somma dei flussi di reddito attualizzati attesi; ultimamente questo metodo sta per essere definitivamente superato da quello finanziario in quanto presenta alcune limitazioni quali ad esempio la difficoltà di esprimere all'interno delle componenti reddituali alcune variabili aziendali imprescindibili quali gli investimenti, le politiche fiscali e le politiche di bilancio.

La valutazione costituisce quindi un esercizio analitico volto a determinare quanto vale oggi una società o un determinato *asset* aziendale, tenendo in considerazione la possibilità di effettuare l'analisi con diversi metodi che conducono ad un *range* di valori per una società target; è opportuno individuare di volta in volta il metodo più adatto in funzione delle caratteristiche del complesso aziendale oggetto di valutazione ed eventualmente utilizzare anche altri metodi per confrontare i risultati ottenuti e svolgere un controllo più dettagliato sull'azienda.

Una volta effettuata un'analisi dettagliata e veritiera sulla valutazione d'azienda, la società che intende quotarsi in Borsa, se rispetta tutti i requisiti formali e sostanziali richiesti da Borsa Italiana, può procedere con l'operazione di *Initial Public Offer* (IPO).

La durata del processo di IPO va dai 4 ai 6 mesi con una serie di fasi successive e consequenziali; nelle prime settimane, fino a 10 settimane prima dell'inizio della fase di *marketing* si hanno le fasi di pianificazione e preparazione in cui viene stipulato un calendario con le attività inerenti al processo e successivamente vengono incaricati gli *advisor* che si occuperanno di assistere la società nell'intero processo di quotazione, le banche d'affari iniziano a presentare delle proposte per ricevere l'incarico di *sponsor* o *global coordinator* e si apre la fase di *due diligence* in cui vengono acquisite le informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa vigente necessaria per una operazione di emissione di strumenti finanziari; successivamente viene predisposto un sindacato di sottoscrizione e collocamento che prevede la presenza di una o più banche capofila<sup>78</sup> di cui una banca internazionale e una italiana che si occupa di assistere la società giornalmente e si apre la fase di *marketing* in cui viene preparato il piano di offerta con pubblicazione di alcuni *report* di ricerca realizzati dagli analisti, viene annunciata ufficialmente l'intenzione della società di quotarsi in borsa e viene stabilito un livello indicativo di prezzo. Infine con il *roadshow* avviene la presentazione pubblica della società e del suo *management* alla comunità finanziaria degli investitori istituzionali, vengono raccolti tutti gli ordini di acquisto e sottoscrizione da parte degli investitori istituzionali, ordinati generalmente o in funzione del prezzo o delle dimensioni (fase di *bookbuilding*), e con la fase di *pricing* viene individuato il prezzo di offerta considerando sia il numero di azioni richieste e il prezzo che gli investitori istituzionali sono disposti a pagare, sia analizzando la qualità della domanda degli investitori istituzionali.

Con la determinazione del prezzo delle azioni, l'IPO termina e si entra nella fase di *aftermarket*; in questo momento vengono svolte tutte quelle attività di stabilizzazione necessarie e vengono svolti gli ultimi adempimenti societari post quotazione.

Tutta l'analisi svolta finora, dai riflessi del Covid19 sulle imprese e sul sistema economico alla procedura di quotazione in borsa e valutazione di azienda, assume un significato concreto e realistico se prendiamo in esame il caso di una società che ha deciso di quotarsi in Borsa in un periodo di crisi economica, nel bel mezzo di una pandemia, con un'idea ben precisa e soprattutto dopo aver già provato per due volte ed aver rinunciato: la Philogen S.p.A.

Philogen viene costituita il 22 gennaio 1996 e nasce dall'idea imprenditoriale dei suoi fondatori Dario, Duccio e Giovanni Neri, di mettere a frutto l'esperienza scientifica di ricerche di Dario Neri eseguite presso due dei principali centri di ricerca europei, tra i

---

<sup>78</sup> Global Co-Ordinator o Joint Global Co-Ordinator

quali il *Medical Research Council* Inglese. I fratelli Neri detengono il pacchetto di controllo con una partecipazione pari al 60% circa, mentre il restante 40% è nelle mani dell'imprenditore farmaceutico Sergio Dompé. Philogen è a capo di un gruppo italo-svizzero attivo nel settore delle biotecnologie, impegnato nello sviluppo di prodotti biofarmaceutici per il trattamento del cancro e di altre malattie, quali l'artrite reumatoide e certe patologie oculari, caratterizzate dalla crescita anomala di vasi sanguigni di nuova formazione; la principale strategia terapeutica per il trattamento di tali patologie è rappresentata dal *vascular targeting* ossia lo sviluppo e l'uso di ligandi (ossia molecole leganti, come gli anticorpi) capaci di localizzazione selettiva su strutture associate ai vasi sanguigni della patologia di interesse, cioè i vasi sanguigni tumorali. La società dispone di una *pipeline*<sup>79</sup> di farmaci oncologici sperimentali basati sulla piattaforma tecnologica del *vascular targeting*, tra cui due derivati di anticorpi, diretti al trattamento di indicazioni oncologiche, che il gruppo ha sviluppato e sta sviluppando in collaborazione con Bayer; il gruppo ha brevettato e sta sviluppando autonomamente altri cinque derivati che si trovano in Fase I o Fase II di sviluppo clinico.

Nonostante in passato Philogen abbia concentrato le proprie ricerche nell'ambito della terapia di indicazioni oncologiche, l'azienda sta sviluppando anche farmaci sperimentali per il trattamento di altre malattie collegate all'angiogenesi, come l'artrite reumatoide o la degenerazione maculare senile. Tutti i composti farmaceutici sperimentali sviluppati hanno l'obiettivo di soddisfare le esigenze mediche e il fabbisogno terapeutico del settore.

I principali competitors di Philogen sono alcune delle migliori aziende biotech, oltre alle società farmaceutiche più specializzate, fra cui ricordiamo:

- Roche
- Seattle Genetics
- Argenx
- MorphoSys
- Reata Pharmaceuticals
- Pfizer
- Otonomy
- BioNTech
- Novocure

---

<sup>79</sup> numero di farmaci a disposizione in fase di ricerca e sviluppo

- Merck
- GSK
- Bristol-Myers Squibb
- AstraZeneca
- Amgen
- Moderna
- Vaxart

Probabilmente osservando questa lista saltano subito all'occhio quei colossi che da qualche mese sentiamo e vediamo spesso in televisione, in radio e sui giornali e che costituiscono il presente e il futuro della pandemia di Covid19 per il loro impegno nella produzione e diffusione di vaccini: Pfizer, AstraZeneca, Moderna. A differenza dei competitors Philogen diversifica le attività sui prodotti senza limitarsi a un ramo specifico, bensì spaziando dall'oncologia agli antinfiammatori.

Possiamo ora concentrare la nostra attenzione all'interno delle motivazioni, degli obiettivi, delle valutazioni e delle prospettive che hanno portato la società Philogen all'ammissione in quotazione durante questa crisi globale.

Dario, Duccio e Giovanni Neri spiegano la svolta della loro azienda, prima matricola del 2021 che si è quotata a Piazza Affari: "Con i capitali freschi daremo corpo ai nostri piani industriali e di sviluppo della ricerca. Da Pfizer a Novartis, lavoriamo con i big". Al terzo tentativo la Philogen dunque è riuscita nell'impresa, in quanto la quotazione in Borsa in un periodo come quello attuale rappresenta un'operazione di enorme successo. Il mercato, in questo periodo, ha apprezzato un settore strategico in rapida evoluzione come quello delle biotecnologie avanzate, anche se le quotazioni in Italia non sono frequenti; Philogen si conferma un modello nell'*elite* di questo comparto tanto che in fase di collocamento ha raccolto 70 milioni di euro, raggiungendo una liquidità oggi superiore a 120 milioni di euro che consente alla Società di guardare il futuro con una visione più sicura e consapevole.

L'ingresso di capitali freschi consente inoltre di dare concreta attuazione ai piani industriali basati prevalentemente sull'attività di ricerca e sviluppo e sperimentazione di nuovi prodotti biofarmaceutici in vista della loro commercializzazione; il Gruppo, infatti, non ha ancora terminato la fase di sperimentazione di alcuni biofarmaci, che si presentano di notevole interesse dal punto di vista clinico, ma che non sono ancora pronti per essere immessi nel circuito commerciale e, quindi, produrre effettivamente dei ricavi.

La Società, inoltre, continua a sviluppare attività di ricerca nei diversi settori alla scoperta di prodotti nuovi ed efficaci e di ultima generazione, con tecniche avanguardistiche e in ambiti sempre più complessi ed innovativi in cui la ricerca svolge un ruolo primario per la difficoltà, i costi, e le necessità ad essa connesse. La quotazione in Borsa rappresenta, quindi, un traguardo e allo stesso tempo un trampolino di lancio per raggiungere traguardi sempre più ambiziosi; grazie alla maggiore liquidità che la quotazione in Borsa garantisce la Philogen può sviluppare, all'interno dei settori dove opera, biofarmaci innovativi per il trattamento dei disturbi legati all'angiogenesi, spaziando dall'oncologia agli antinfiammatori. Inoltre, la società si appresta ad inaugurare un nuovo stabilimento a Sovicille in cui concentrerà tutte le attività di produzione e di ricerca.

Ci sono le condizioni per giudicare con favore lo sbarco in Piazza Affari del titolo Philogen poiché la *performance* già ad un mese dall'inizio della quotazione è stata di + 1,27 e la tendenza di medio periodo, secondo gli analisti, risulta essere positiva. La capitalizzazione di Borsa è di circa 464 milioni di euro senza considerare le azioni a voto multiplo, adesso non quotate. Aggiungendo questi titoli, la capitalizzazione supera 650 milioni di euro.

Parlando, invece, di valutazione d'azienda della società Philogen, necessaria per procedere alla quotazione, osserviamo che è stata effettuata prendendo in esame i risultati patrimoniali, finanziari ed economici realizzati dal gruppo negli esercizi chiusi al 30/09/2020 e nei tre anni precedenti, nonché sulla base dei dati previsionali contenuti nel piano industriale 2020-2023.

L'analisi del prospetto informativo della società, formato dal Documento di Registrazione, Nota di Sintesi e Nota Informativa, ha permesso di rilevare i dati consuntivi di sintesi e le previsioni poste a base del Piano Industriale; in particolare, ai fini valutativi sono state prese in considerazione le risultanze derivanti dall'applicazione della metodologia dell'Adjusted Discounted Cash Flow (DCF)/Net Present Value (NPV), applicata al Piano Industriale e ai risultati attesi dalla prevista commercializzazione dei prodotti; tale metodologia, in accordo con la prassi internazionale, prevede la stima dei flussi di cassa generati in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Il valore di tali grandezze viene calcolato mediante ponderazione, sulla base di un valore probabilistico, dei flussi attesi per il rischio specifico associato a ciascun prodotto (relativo, tra l'altro, alla sua indicazione terapeutica, alla fase di sviluppo clinico, ecc.); i valori così ottenuti vengono quindi attualizzati ad un tasso rappresentativo del costo del capitale della società stessa, calcolato come media

ponderata del costo dei mezzi di terzi e del costo dei mezzi propri (c.d. “Weighted Average Cost of Capital” o “WACC”), tenendo altresì conto del fatto che la struttura del capitale delle società biotecnologiche caratterizzate da una *pipeline* in fase di sviluppo clinico raramente evidenzia il ricorso al debito tra le fonti del capitale investito. Infine, il risultato viene rettificato in funzione della posizione finanziaria netta.

Nel caso in cui non si dovesse giungere alla commercializzazione dei prodotti la valorizzazione del Gruppo sarebbe significativamente inferiore in quanto basata su ricavi che dipenderebbero dall’attività storica di concessione dei prodotti in licenza; tale attività genererebbe plausibilmente un livello di ricavi coerente con quello degli esercizi 2017-2020, pertanto notevolmente inferiori a quelli derivanti dalla commercializzazione dei prodotti, previsti nell’orizzonte eccedente quello del Piano Industriale.

Il metodo dei multipli di mercato, invece, non può essere assunto a base della valorizzazione del Gruppo, infatti, indici e moltiplicatori di grandezze economico finanziarie e patrimoniali non risultano applicabili in quanto tali società, con prodotti non ancora commercializzati sul mercato, evidenziano normalmente margini negativi o di limitata significatività. La società, al fine di operare una valutazione completa, ha comunque provveduto ad effettuare un confronto con la capitalizzazione di mercato di altre società biofarmaceutiche quotate e tale analisi ha fornito un raffronto utile e veritiero tra società biotecnologiche con prodotti in fase di sviluppo clinico.

Infine, in tema di valutazione di azienda, secondo il report di Mediobanca<sup>80</sup> il prezzo target per le azioni della società Philogen (atteso tra il 2024-2030) dovrebbe essere pari a 23,20 euro considerato come somma degli apporti percentuali ponderati dei due farmaci in fase tre, Nidlegymt e Fibromun; la valorizzazione di Nidlegymt punta a €18,2/azione, che giustifica circa l’80% dei €23,2 per azione, mentre la valutazione di Fibromun (€5,6/azione) sconta un tempo medio più lungo per l’approvazione e il lancio del prodotto e una probabilità minore di successo. Per il momento, prudenzialmente, non sono inclusi contributi da parte degli altri prodotti nella pipeline clinica dell’azienda oltre Nidlegymt e Fibromun, in attesa di ulteriori prove e studi clinici cardine prima di riflettere il contributo a lungo termine nella valutazione.

Dunque, la società biotech italo-svizzera è la numero 237 a entrare nel segmento MTA, in fase di collocamento sono stati raccolti 76 milioni di euro, con un flottante di circa il 40% ed un *market cap*<sup>81</sup> di 497 milioni. Come joint global coordinators e joint bookrunners dell’operazione hanno agito Goldman Sachs e Mediobanca, mentre

---

<sup>80</sup> Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021

<sup>81</sup> capitalizzazione di mercato

Piazzetta Cuccia ha svolto anche il ruolo di sponsor dell'IPO. Borsa Italiana S.p.A. con provvedimento n. 8735 del 16 febbraio 2021, ha disposto l'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie della Società Philogen sul Mercato Telematico Azionario, mentre la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, ha approvato il documento di registrazione, la nota informativa relativa agli strumenti finanziari e la nota di sintesi che, unitamente al documento di registrazione, costituiscono il prospetto informativo di Philogen, che ha altresì presentato la domanda di ammissione alle negoziazioni delle Azioni sul MTA.

Dalla nota informativa risulta il seguente dettaglio dell'offerta:

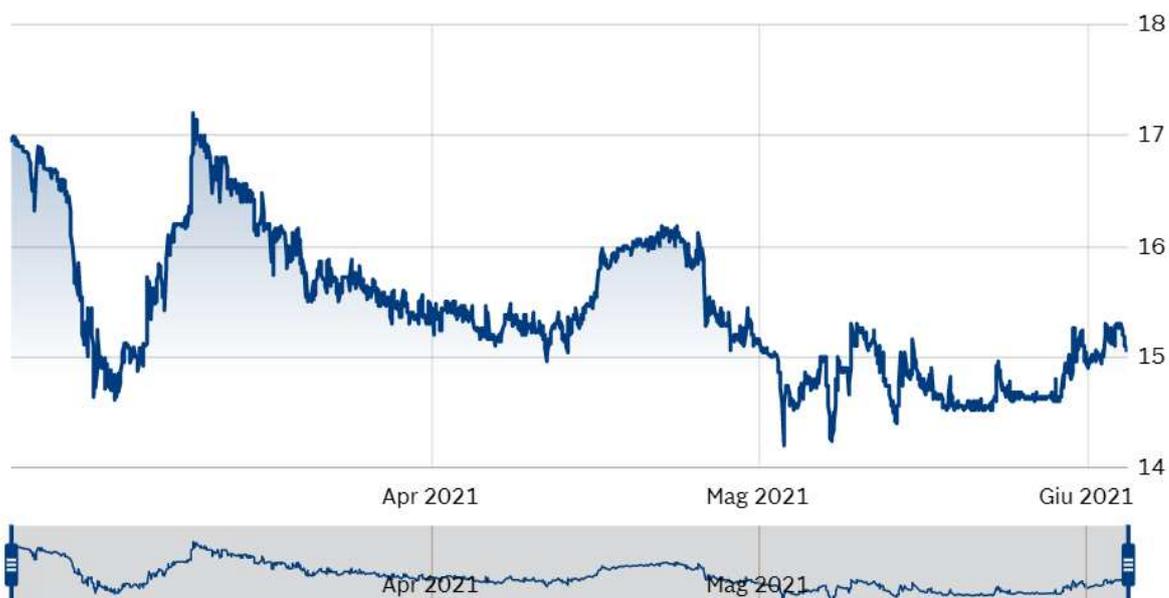
Il flottante richiesto ai fini della quotazione dovrà essere ottenuto attraverso un collocamento privato ad investitori qualificati in Italia e nello Spazio Economico Europeo e investitori istituzionali esteri al di fuori degli Stati Uniti d'America, con eccezione per i *qualified institutional buyers*<sup>82</sup>; non è prevista alcuna offerta al pubblico indistinto in Italia e/o in qualsiasi altro Paese; il Collocamento Istituzionale ha per oggetto un numero massimo di azioni pari a 4.061.111, corrispondenti al 10,0% circa del capitale sociale, di nuova emissione, rivenienti da un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Il periodo di offerta è iniziato in data 18 febbraio 2021, mentre la data di avvio delle negoziazioni è stata il 3 marzo 2021.

Come abbiamo visto Philogen rappresenta la prima IPO di rilievo del 2021 e durante la prima giornata di contrattazioni il titolo è stato scambiato senza variazioni di rilievo a 16,86 euro con una leggera riduzione rispetto al prezzo di ammissione pari a 17,00 euro. Come risulta dal grafico seguente, l'andamento delle quotazioni, dal giorno di ammissione, 03/03/2021 al 28/5/2021, denota un trend al ribasso, passando da una quotazione di ammissione di € 17,00 ad una quotazione di chiusura giornaliera del 28/05/2021 a € 14,80.

Andamento del Titolo Philogen dall'inizio della quotazione al 7 giugno 2021:

---

<sup>82</sup> acquirenti istituzionali qualificati



(fonte: ilSole24ore.com)

Andamento dell'indice azionario Ftse Mib dall'inizio dell'anno al 7 giugno 2021:



(fonte: ilSole24ore)

I grafici che precedono mettono in evidenza l'andamento delle quotazioni del titolo Philogen dal giorno della sua ammissione al 7 giugno 2021 e l'analogo andamento dell'indice azionario Ftse Mib dall'inizio del 2021. Appare evidente come, nel breve periodo osservato, a fronte di una tendenza al rialzo dell'indice che sintetizza le performance dei principali titoli azionari il titolo Philogen mostra, invece, uno sviluppo orientato al ribasso; il titolo ha toccato il massimo valore pari a 17,40 euro il 3 marzo, ovvero il primo giorno di negoziazioni, e il minimo a 14,20 euro il 4 maggio; nei primissimi mesi di negoziazione l'andamento del titolo ha provocato una certa delusione

negli investitori che si aspettavano una partenza diversa e una crescita sostenuta, tanto che i volumi contrattati, in questa prima fase, sono stati mediamente di 14,72 milioni di euro, con un *range* compreso tra 12 e 39 milioni di euro. Nonostante l'avvio difficoltoso gli analisti ritengono che il titolo nel medio termine invertirà la rotta assumendo un *trend* di iniziale rialzo seguito da un periodo di stabilizzazione; le notizie provenienti dalla società autorizzano un cauto ottimismo: l'AD Dario Neri ha commentato che “coi proventi dell'IPO, la Philogen intende portare a registrazione Nidlegly™ e Fibromun<sup>83</sup> e avviare la commercializzazione diretta in alcuni paesi come previsto dal Piano Industriale, evidenziando inoltre risultati clinici e preclinici di estremo interesse per la piattaforma OncoFAP, che promette di raggiungere vari tipi di tumori metastatici con elevatissima efficacia e selettività”.

Nel momento in cui la società riuscirà a portare sul mercato uno dei suoi innovativi prodotti le prospettive di crescita saranno migliori e il titolo potrà subire una notevole spinta al rialzo. Sempre secondo il report di Mediobanca nel 2020-23E, ci si aspetta che i risultati di Philogen riflettano solo il contributo dei ricavi dai contratti di partnership, più che compensato dalla crescita del personale, della struttura e dai costi di sviluppo; questo porterà la società a registrare perdite operative a livello di EBITDA tra -12,5 milioni di euro e -26m fino al 2022E. L'assorbimento del flusso di cassa nel periodo sarà determinato da una gestione operativa negativa e da circa 12 milioni di euro stimati in investimenti straordinari con una posizione finanziaria netta prevista a chiusura del 2023E pari a circa 15 milioni di euro (tra cui i proventi netti di circa 65 milioni di euro derivanti dall'IPO di marzo).

A partire dal 2024E invece, il lancio sul mercato di Nidlegly™ e Fibromun dovrebbe sostenere un forte aumento del fatturato di Philogen, infatti i due prodotti sono candidati al raggiungimento di entrate probabilistiche di quasi 500 milioni di euro nel 2030E (ipotizzando un periodo di crescita delle vendite di 5 anni e quote di mercato tra il 20% e il 40%). Ad oggi, a poco più di due mesi e mezzo dalla quotazione e dall'inizio delle negoziazioni risulta complesso e non veritiero esprimere un giudizio finale e complessivo della scelta di Quotazione in Borsa della società; come detto ampiamente i risultati non sono del tutto negativi, ma per una crescita e un andamento al rialzo è necessario continuare le attività non solo di ricerca e sviluppo ma anche di commercializzazione dei farmaci, in quanto è proprio questo l'ago della bilancia per poter pensare di veder crescere positivamente le azioni e la società stessa all'interno del

---

<sup>83</sup> due dei prodotti della pipeline di Philogen

mercato.

Infine, i punti di forza di Philogen sono dati dalla sua robusta pipeline clinica in grado di incoraggiare i dati clinici/preclinici, il suo management altamente qualificato e il suo approccio verticalmente integrato<sup>84</sup>. Philogen è in fase di un ambizioso trial clinico con un intenso flusso di notizie attese per i prossimi 12-24 mesi inerenti al completamento della fase III della sperimentazione UE di Nidlegym per la cura del Melanoma che rappresenta il catalizzatore più importante da portare avanti per la crescita della società.

---

<sup>84</sup> Initiating coverage report, Mediobanca Securities, 12 Aprile 2021