

LA QUOTAZIONE IN BORSA E IL PRIVATE EQUITY: QUALI FATTORI DI SVILUPPO AZIENDALE NEL SETTORE FARMACEUTICO

Analisi e confronto dei principali vantaggi e svantaggi del ricorso ad operazioni di private equity e quotazione in borsa nel settore farmaceutico

Le operazioni di *private equity* e di quotazione in borsa rivestono un ruolo particolarmente importante nello sviluppo di quelle imprese che operano in settori, come il farmaceutico, globali e in via di concentrazione, per le quali la crescita e il conseguente raggiungimento di una "massa critica" dimensionale rappresenta una strada quasi obbligata per fronteggiare la crescente competitività dei mercati e le ingenti risorse finanziarie per lo sviluppo di nuovi prodotti.

Proprio per le caratteristiche citate, il farmaceutico è forse tra i settori che, maggiormente rispetto agli altri, possono beneficiare dei vantaggi offerti dalle operazioni di private equity e di quotazione in borsa per soddisfare i fattori critici di successo per competere nel business: 1) raggiungimento di una massa critica dimensionale per conseguire economie di scala nella R&S, 2) *pipeline* di prodotti sviluppati tramite la propria R&S e anche mediante l'acquisizione di molecole/prodotti da terzi, 3) disponibilità di una rete distributiva efficace e capillare. Tutti elementi che, per essere soddisfatti, necessitano di notevoli investimenti non sempre finanziabili con il capitale di debito e l'autofinanziamento.

Date le suddette esigenze finanziarie, e tenendo anche conto del fatto che, in Italia, nel settore farmaceutico (comprendendo il biotecnologico) spesso la nascita delle imprese avviene mediante *spin-off* da grandi gruppi (finanziati con operazione di *management by out/management by in*) e la crescita è effettuata in alcuni casi per linee esterne, la quotazione in borsa e il private equity divengono importanti per due ordini di motivi:

- **vantaggi finanziari:** reperimento di risorse a titolo di capitale di rischio;

- **vantaggi qualitativi:** cambiamenti nell'organizzazione interna che creano valore e giovano al perseguimento dello sviluppo duraturo dell'impresa.

Relativamente ai **vantaggi finanziari**, è opportuno ricordare che la società che apre il capitale all'investitore di private equity o al mercato azionario raccoglie risorse a titolo di capitale di rischio che, essendo per sua natura "paziente" verso lo sviluppo d'impresa, si adatta bene alle dinamiche tipiche del settore farmaceutico (elevate spese in R&S, investimenti nello sviluppo di

Tabella 1: QUOTAZIONE E PRIVATE EQUITY - Obiettivi e Vantaggi

Obiettivi/Vantaggi	Quotazione	Private equity
Capacità di reperimento risorse finanziarie	x	x
Presenza di regole di corporate governance	xx	x
Incremento visibilità immagine aziendale	xx	x
Monetizzazione investimento azionisti	xx	x
Trasparenza informativa vs interlocutori	xx	x
Incremento liquidità titolo azionario	x	-
Utilizzo titolo azionario per acquisizioni	x	-
Utilizzo stock option per manager	x	-

Legenda: x=livello normale; xx=livello medio-alto; -=assente

nuove molecole dal ritorno spostato molto in avanti nel tempo, investimenti nella distribuzione). Inoltre, la presenza di un investitore istituzionale può facilitare operazioni di management by out/management by in (es. caso Novuspharma, Biosearch e Carlo Erba Reagenti) considerando sia la consulenza finanziaria che offre nell'organizzare l'operazione sia il capitale proprio che investe nella società. La quotazione, differentemente dal caso del private equity, offre la possibilità in più di utilizzare le azioni per operazioni di acquisizione (*acquisition currency*), in virtù della liquidità e anche trasparenza di valore che caratterizza il titolo quotato rispetto a quello non quotato. Inoltre la quotazione offre una valida *way out* all'investitore finanziario.

Venendo ai **vantaggi qualitativi** è importante ricordare che, da una parte, il private equity svolge un ruolo propedeutico verso la quotazione poiché consente di "addestrare" l'azienda ai requisiti che richiede l'ingresso al mercato azionario. La presenza di un investitore istituzionale nel capitale di una società infatti sensibilizza la stessa alla trasparenza, alla organizzazione efficiente ed efficace, alle regole di *corporate governance*, favorendo la diffusione di una nuova cultura d'impresa.

Dall'altra parte, la quotazione in borsa, a fronte del rispetto di una serie di requisiti (alcuni dei quali citati sopra) molto importanti e stringenti (rispetto al caso del private equity) in quanto stabiliti dai regolamenti ufficiali di Borsa e Consob, accresce la visibilità e il prestigio dell'azienda, rende trasparenti gli obiettivi e visibili i risultati del management, consente di motivare ed incentivare i dipendenti con eventuali piani di stock option, incrementa la liquidità del titolo. Tutti elementi che giovano alla creazione e diffusione del valore aziendale.

Nell'ottica degli azionisti della società poi, il private equity e la quotazione in borsa possono servire per agevolare il passaggio generazionale e consentire la monetizzazione di parte dell'investimento realizzato dall'imprenditore (si veda Tabella 1).

Quando scegliere la via della quotazione e quando invece quella del private equity nel caso delle aziende farmaceutiche?

La risposta a questa domanda non può essere univoca e dipende da caso a caso. E' chiaro che in alcune situazioni esistono le condizioni per scegliere la via della quotazione in modo diretto, viceversa, in altre, è possibile effettuare una operazione di private equity senza successiva quotazione. Il secondo è il caso, ad esempio, di un'azienda che, in una particolare fase del suo sviluppo, necessita di capitali freschi ma che, pur essendo appetibile agli investitori istituzionali, non ha le caratteristiche per entrare nel listino che, come detto,

richiede il rispetto di ulteriori regole di carattere sostanziale e formale. In tali casi il way out dell'investitore è effettuato tramite il riacquisto da parte dell'imprenditore stesso o la vendita ad un altro operatore del settore.

Sintetizzando, le **variabili sostanziali** generalmente più importanti per decidere se sia opportuna una quotazione nel breve periodo o piuttosto sia meglio effettuare prima un round di private equity sono fondamentalmente quattro: 1) le dimensioni dell'impresa, 2) i risultati economico-finanziari della stessa (storici e prospettici), 3) la dimensione degli investimenti necessari e il loro ritorno temporale, 4) l'organizzazione interna e di gruppo. Dimensioni medio-grandi, risultati economici già interessanti ed una struttura organizzativa e societaria semplice consentono l'accesso al mercato in modo diretto. Viceversa, piccole dimensioni, risultati reddituali che non esprimono appieno le potenzialità "a regime" e una organizzazione interna e societaria non chiaramente delineata imporrebbero un round di private equity propedeutico ad una quotazione in borsa.

Nel caso specifico delle imprese ope-

Tabella 2: AZIENDE NE CUI CAPITALE SONO ENTRATI INVESTITORI ISTITUZIONALI (esempi)

n.	Investitore istituzionale	Società	Anno investimento
1	3i	Vicuron (ex Biosearch)	1998
2	3i	Farmigea	2001
3	3i	Newron Pharmaceuticals	1999
4	3i	Novuspharma	1999
5	Barclays Private Equity	Carlo Erba Reagenti	2002
6	Prudentia/Fidia	Farmabios	2002
7	SG Private Equity Italia	SIRC (integratori)	2000
8	Web Equity	Enervit Spa (integratori)	2001

Fonte: stampa, siti aziendali

ranti nel settore farmaceutico è possibile poi ricordare i seguenti principali **requisiti ideali** per realizzare una quotazione in borsa di successo: 1) pipeline di prodotti interessante, preferibilmente in fase avanzata di ricerca, 2) disponibilità di una rete distributiva efficace e capillare, 3) sviluppato network di alleanze, 4) disponibilità di una buona ricerca e sviluppo.

La coesistenza di tutti i quattro requisiti elencati rappresenta quindi una condizione ideale che non costituisce comunque una condizione indispensabile per una quotazione. Anzi, in alcuni casi, l'ingresso nel mercato azionario potrebbe essere proprio motivo per consentire il rafforzamento dei punti deboli del modello di business dell'azienda quotanda (es. rafforzamento R&S).

Chiariti i vantaggi e le condizioni per l'utilizzo della finanza straordinaria quale leva per lo sviluppo del settore farmaceutico, in Italia, è spiacevole constatare che sul mercato principale l'unica azienda quotata sia **Recordati** a cui si aggiungono **Novuspharma**, **Vicuron Pharmaceuticals**, (nata dal matrimonio fra l'italiana Bioserch Italia ed il suo partner americano Versicor Inc) e **BBbiotech** (biotecnologico) quotate al Nuovo Mercato. Sul fronte del private equity, vi è poi una serie di aziende di piccole dimensioni nel cui capitale sono entrati fondi istituzionali. E' questo il caso di aziende come Carlo Erba Reagenti, Farmabios ed altre ancora (si veda Tabella 2).

Nonostante alcuni manager di importanti fondi di private equity abbiano ribadito l'elevato interesse verso il settore farmaceutico (cfr Il sole 24 ore del 28/9/02-"I pochi affari sono per i grandi"), gli investitori istituzionali non riescono a farsi largo ulteriormente nel settore poichè esistono difficoltà ad investire. Prime fra tutte il fatto che le società italiane sono spesso controllate da

multinazionali quotate in altri mercati (ad esempio Glaxo Smithkline, Pfizer, etc) e non hanno quindi bisogno dell'ingresso di partner finanziari o del mercato azionario per reperire liquidità, essendo finanziate dalle controllanti. Gli unici casi in cui i fondi possono inserirsi facilmente sono quelli di finanziamento di aziende di piccole dimensioni o di spin-off.

Nell'ambito del settore farmaceutico in senso ampio, **Vicuron** (ex Biosearch) e **Novuspharma** rappresentano i più importanti esempi di aziende che hanno effettuato operazioni di private equity con successiva quotazione.

Biosearch quotata al Nuovo Mercato dal 2000, si è sviluppata anche grazie alla presenza del fondo 3i entrato nel 1998 e **Novuspharma**, nata grazie al sostegno finanziario di numerosi investitori istituzionali che hanno sostenuto lo spin-off da Roche Spa, si è poi quotata an-

ch'essa nel 2000, offrendo la way out agli investitori stessi.

In entrambi i casi la presenza degli investitori istituzionali è stata fondamentale per poi accedere al mercato azionario. In conclusione, osservando la realtà italiana, è auspicabile che la quotazione in borsa (preceduta o meno da un round di private equity) divenga un'opzione strategica di sviluppo per le numerose aziende farmaceutiche (così come è avvenuto in USA per le numerose aziende farmaceutiche di piccole, medie e grandi dimensioni oggi quotate) che si trovano ad operare in mercati sempre più globali e concorrenziali e, facendo leva su tali operazioni di finanza straordinaria, potrebbero sostenere meglio nel tempo i propri vantaggi competitivi, garantendo la continuità aziendale.

Michele Sarra

Equity Transactions - Banca IMI

Box 1: GLOSSARIO

Investitori di private equity: si intendono prevalentemente merchant bank e fondi chiusi di diritto italiano ed estero (investitori istituzionali) che svolgono in modo sistematico e organizzato attività di investimento nel capitale di imprese industriali. Il termine private indica il fatto che i capitali investiti per acquisire quote del capitale delle imprese industriali sono raccolti dagli investitori istituzionali presso soggetti privati (assicurazioni, banche, grandi imprese).

Management by out: si intende l'acquisizione del controllo di maggioranza o della totalità del capitale di un'impresa da parte dei suoi dirigenti, che provvedono successivamente a gestirla in proprio. Il capitale necessario per l'operazione viene preso in prestito dando come garanzia le attività dell'impresa e in molti casi parte di queste attività vengono successivamente vendute per restituire il prestito contrattato all'atto dell'acquisto.

Management by in: termine che indica l'operazione mediante la quale imprenditori esterni all'azienda ne acquisiscono il controllo di maggioranza.

Way out: il termine indica la fase di uscita dal capitale dell'impresa da parte dell'investitore istituzionale di private equity. La vendita della partecipazione azionaria sul mercato azionario nell'ambito di un'operazione di quotazione costituisce la modalità di way out preferita dagli investitori istituzionali.