

Paolo Sasseti



**Il caso Azimut sotto la lente:
la Consob imporrà la trasparenza?**

Giugno 2004 – Final 3

Il caso Azimut sotto la lente: la Consob imporrà la trasparenza?

L'importante annuncio che la Banca d'Italia imporrà nuove modalità di calcolo delle commissioni di performance dei fondi comuni d'investimento farà certamente una vittima a breve termine ... anche se ancora non possiamo conoscere quale: se il "pricing" (trapeolato da indiscrezioni) del collocamento Azimut, operazione prevista per fine Giugno - inizio Luglio, *oppure* la trasparenza sull'operazione (sacrificata al primo).

I conti economici aziendali riportati nel Prospetto Informativo di un'azienda quotanda dovrebbero offrire una rappresentazione realistica della sua capacità "normale" di reddito. Questa funzione primaria di un Prospetto Informativo richiama l'esigenza di una rappresentazione pro-forma dei conti economici storici di Azimut, normalizzati in base ai cambiamenti normativi annunciati da Bankitalia.

Per i suoi fondi comuni, infatti, Azimut applica trimestralmente commissioni di performance senza benchmark, modalità di calcolo che sarà vietata dalla nuova regolamentazione annunciata da Bankitalia, con tutta probabilità a partire dal Gennaio 2005.

Pertanto, i conti economici storici ufficiali di Azimut ormai non sono più da considerarsi significativi ai fini di una corretta rappresentazione del suo valore aziendale che deve basarsi sui flussi attesi futuri e non su quelli passati di reddito. I valori del collocamento, stimati prima dell'annuncio di Bankitalia, debbono ragionevolmente giudicarsi "inflazionati" rispetto a quelli "normalizzati" giacché le nuove norme di Bankitalia finalmente imporranno il superamento di un benchmark per giustificare il prelievo di una commissione di performance. Questo potrà cambiare lo scenario reddituale di Azimut se è vero che su *Borsa & Finanza* del 3.4.2004 è stata riportata un'indagine secondo cui nel 2003 solo il 50% dei fondi Azimut aveva battuto il rispettivo benchmark. Anche per questo 50% di fondi, tuttavia, la redditività futura è destinata a ridursi rispetto all'applicazione di una performance fee oggi calcolata brutalmente sull'apprezzamento lordo dei fondi stessi. L'altro 50% dei fondi, ovviamente, non genererà in futuro alcuna commissione di performance. Si osservi che l'incidenza dalle commissioni di performance, calcolate secondo il regime attualmente in vigore, è stata dell'89% sul reddito operativo 2003 di Azimut. Questa percentuale, secondo un'analisi dello sponsor del collocamento, è prevista scendere all' 86% nel 2004. Trattasi, dunque, di una redditività operativa altamente vulnerabile ad una componente incerta di reddito.

Pertanto, gli investitori dovrebbero essere messi nelle condizioni per poter ricalcolare un nuovo valore "fair" per il collocamento attraverso una riclassificazione pro-forma dei dati storici. Sono le "piccole cose" di cui dovrebbe occuparsi un'Authority finanziaria come la Consob che abbia a cuore l'integrità e la trasparenza dei mercati finanziari. È, pertanto auspicabile, che la Consob imponga questo obbligo informativo alla Società ed al suo sponsor prima che si avvii il collocamento dei titoli al pubblico.

La tesi dei vertici societari è che il problema delle commissioni di performance sia un falso problema in quanto la società sarà in grado di recuperare le commissioni di performance perse con un innalzamento delle commissioni di gestione. Tuttavia, è da valutare realisticamente quanto spazio effettivo di manovra esista per un simile innalzamento. Le commissioni di gestione dei fondi Azimut già oggi si collocano nella fascia medio-alta del mercato: 1,8% per i fondi azionari, 1,5% per quelli bilanciati e 1,1% per quelli obbligazionari e monetari (**fonte: UBM**). Sicuramente per questi ultimi non esiste alcuno spazio per un loro incremento (anzi, per non essere messi fuori mercato dovrebbero prevedere una riduzione) ma anche per le prime due categorie lo spazio di recupero è modesto. Recuperare circa 50 milioni di commissioni di performance (quelle guadagnate dalla società nell'esercizio 2003) su circa 7,5 miliardi di euro di massa in gestione significherebbe aumentare mediamente dello 0,66% le commissioni di gestione: significherebbe portare a 2,46% quelle dei fondi azionari, a 2,16% quelle dei fondi bilanciati ed a 1,76% quelle dei fondi monetari ed obbligazionari. Se, più che realisticamente, si ipotizzasse di lasciare invariate le commissioni di gestione dei fondi monetari ed obbligazionari, l'incremento compensativo richiesto ai fondi azionari e bilanciati sarebbe ovviamente più elevato. È evidente che, sebbene i due meccanismi di pricing siano equivalenti per i clienti, l'operazione di trasferimento dei ricavi da una voce all'altra non si presenta affatto scontata: infatti, il meccanismo imposto da Bankitalia imporrà maggiori trasparenza e comparabilità tra i fondi delle diverse case e commissioni di gestione ab-

normi verrebbero rifiutate dal mercato. Se il trasferimento dei ricavi fosse stato agevole ci sarebbe da chiedersi perché la società non lo abbia perseguito prima e, invece, si sia trascinata alle soglie dell'IPO il "vulnus strategico" delle commissioni di performance calcolate in maniera tanto "naïf".

Ma non è tutto: il patrimonio netto consolidato della società a Marzo 2004 ammontava a 1,6 milioni di euro perché era stato sostanzialmente azzerato dagli oneri finanziari e dall'ammortamento dell'avviamento del leveraged buy out con cui la società era stata acquisita ad un prezzo di circa 450 milioni di euro due anni prima. Pur col patrimonio netto oggi azzerato, il prezzo di collocamento in borsa era stato fatto filtrare come praticamente il doppio di 450 milioni. Con un rapporto P/E atteso 2004 di oltre 100, atteso 2005 di 33,7, un P/EBITDA atteso 2005 di ben 11, valori molto elevati, benché calcolati sulle proiezioni dello sponsor elaborate a normativa invariata pre-riforma Bankitalia. E, tutto questo, con masse in gestione relativamente stabili negli ultimi anni, un trend di settore in palese rallentamento ed oltre 300 milioni di indebitamento netto. Già senza le incertezze normative citate eravamo di fronte ad una situazione meritevole di approfondimento. Figuriamoci adesso che un'essenziale componente del reddito operativo è destinata ad essere messa in discussione ... È vero che una società di servizi non si valuta (solo) sul patrimonio netto, tuttavia qui fronteggiamo il *contestuale* problema dell'assenza di patrimonio netto consolidato e di scarsa visibilità dei flussi futuri di reddito.

L'operazione, inoltre, presenta una singolare anomalia che non può sfuggire neppure agli osservatori più distratti: l'azionista di controllo la utilizza per scendere in un'unica soluzione dal 68% al 15% del capitale od addirittura al 5% se sarà esercitata la greenhoe. Non che questo comportamento sia illecito ma la migliore prassi dei *venture capitalist* che credono nelle loro aziende è quella di disinvestirle con maggiore progressività in borsa, nel presupposto che i prezzi di collocamento siano fissati a sconto per invogliare i nuovi sottoscrittori e che, quindi, nei mesi successivi al collocamento, i prezzi di borsa possano essere più remunerativi. Se questo è uno scenario realistico, la massimizzazione del profitto si consegue con un disinvestimento graduale

La Borsa Italiana, a sua volta, ha dimostrato un formidabile tempismo nell'annunciare la quotazione della società, pur in presenza di modifiche normative gravide di incognite. Lo ha fatto lunedì 14 Giugno, primo giorno lavorativo utile dopo che *Il Sole 24 Ore* aveva reso noto il "pacchetto Bankitalia". *Business is business* ... anche in tal modo se si rischia di trasformare nuovamente la Borsa in un limbo per i figli indesiderati, come è già avvenuto durante la New Economy. Vendere come se fosse oro un'azienda che, data l'erosione patrimoniale, dovrà comunque necessariamente ricapitalizzarsi è, in effetti, un bel risultato della comunicazione ...

Azimut è una società meritevole di attenzione e certamente la sua continuità non è in discussione perché sicuramente esistono soggetti disposti a ricapitalizzarla. Quello che non è certo è che possa considerarsi con certezza una "macchina da soldi" per i nuovi azionisti entranti tale da giustificare la congruità della valutazione ventilata dallo sponsor in una sua recente analisi, soprattutto alla luce delle incertezze descritte. L'analisi dello sponsor prevede una forte crescita della redditività netta nel 2005: **solo con quel risultato alle spalle, già conseguito (e non proiettato nel futuro)** sarebbe ragionevole discutere di una valutazione complessiva pre-money (equity + debito) di un miliardo di euro e più.

La vicenda presenta taluni aspetti sconcertanti, giacché gli orientamenti del "pacchetto Bankitalia" non potevano essere del tutto sconosciuti anche prima della pubblicazione dell'articolo su *Il Sole-24 ore*.

Senza un deciso intervento della Consob e/o un grande senso di responsabilità dei soggetti coinvolti nel collocamento nel mitigare le aspettative di valutazione, potrebbero farne le spese, ancora una volta, i risparmiatori. *Terzium non datur*.

Paolo Sassetti, p.sassetti@tin.it

Consulente aziendale e patrimoniale indipendente, socio Aiaf

PS - Caro lettore, non so se quanto scritto qui sopra si possa considerare uno studio societario o, come io credo, un semplice commento giornalistico. Tuttavia, in base al disegno di legge Lettieri sulla regolamentazione degli analisti finanziari (approvato alla Camera), questo articolo si classificherebbe, con tutta probabilità, come uno studio societario e, se il disegno di legge diventasse legge dello Stato con la approvazione al Senato, io sarei passibile di 50 mila euro di multa e da sei mesi a tre anni di reclusione. Resto fiducioso che il disegno di legge venga emendato e che la libertà d'espressione nel Paese venga salvaguardata.