

15 giugno 2004 0:00

## Quotazione Azimut: Paolo Sasseti ci scrive ...

Riceviamo una nota dell'analista finanziario, **Paolo Sasseti**, membro dell'Aiaf e autore di diverse pubblicazioni "controcorrente" sul mondo della finanza e del risparmio gestito.

La novità annunciata dalla Banca d'Italia sulle 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 delle due: il collocamento Azimut, previsto per fine Giugno, o la trasparenza dei mercati (sacrificata al primo). Infatti, per i suoi fondi comuni Azimut applica commissioni di performance senza benchmark, modalità di calcolo che verrà vietata dalla nuova regolamentazione annunciata dalla Banca d'Italia. I conti economici aziendali riportati nel Prospetto Informativo dovrebbero offrire una rappresentazione realistica della **capacità "normale" di reddito** di una società quotanda. Questo richiama l'esigenza di una rappresentazione pro-forma dei conti economici storici della Società, normalizzati in base ai cambiamenti normativi annunciati.

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 si basa sui flussi attesi futuri e non passati di reddito. I valori del collocamento stimati prima dell'annuncio della Banca d'Italia debbono ragionevolmente giudicarsi inflazionati rispetto a quelli "normalizzati". Gli investitori dovrebbero essere messi nelle condizioni di 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 veramente a cuore l'interesse dell'integrità dei mercati finanziari.

Circa il 90% dell'utile lordo di Azimut dipende dalle commissioni di performance calcolate secondo il regime in vigore che, tuttavia, la Banca d'Italia ha annunciato di voler riformare.

Ma non è tutto: il patrimonio netto della società a Marzo 2004 ammontava a 1,6 milioni (milioni non miliardi!) di euro perché il patrimonio netto era stato azzerato dagli oneri finanziari e dall'ammortamento dell'avviamento del leveraged buy out con cui la società era stata acquisita ad un prezzo di 450 milioni di euro due anni prima. Ma, poiché la matematica non è un'opinione, se un leveraged buy out non riesce a coprire gli oneri finanziari vuol dire che il prezzo complessivo di acquisizione dell'azienda è stato troppo elevato oppure che il suo ROI (Return On Investments) è più basso del costo dell'indebitamento, il che, ancora una volta indica un prezzo di acquisizione troppo elevato. E, allora, perché il prezzo di collocamento in borsa è addirittura il doppio di 450 milioni? E questo con masse in gestione sostanzialmente stabili, un trend di settore in palese rallentamento e 400 milioni di indebitamento netto? Già in partenza eravamo di fronte ad una situazione a dir poco sconcertante. Figuriamoci adesso che la principale fonte dei ricavi aziendali è destinata a venire meno con la riforma anticipata dalla Banca d'Italia.

La Borsa Italiana ha avuto una grande fretta nell'annunciare la quotazione. Prendendo in contropiede la Consob? Forse. Business is business ... anche se si rischia di trattare nuovamente il mercato azionario come una discarica dei figli indesiderati, come durante la New Economy. Vendere come oro un'azienda che deve ricapitalizzarsi per non portare i libri in tribunale a causa dell'azzeramento del capitale è un bel risultato della comunicazione...

Il tutto, purtroppo, si commenta da sé. Sta incubando un altro scandalo dell'opacità della finanza italiana nel silenzio più generalizzato. Ne faranno le spese, ancora una volta, i risparmiatori.

Paolo Sasseti

### -- ADDENDUM --

20-giu-2004. In seguito alla pubblicazione di questo articolo, molti promotori Azimut ci hanno scritto lettere molto critiche asserendo l'infondatezza delle argomentazioni di Sasseti. Noi desideriamo ribadire alcuni concetti legati a questa vicenda:

1 - Non è in discussione Azimut come azienda (che fra le molte aziende di risparmio gestito sicuramente si è distinta per indipendenza e per essere una delle rarissime società che nel complesso cerca di fornire un certo valore aggiunto ai suoi clienti).

2 - È indubbio che le nuove regole sulle commissioni di performance, che dovrebbero essere approvate a breve, incideranno non poco sulla validità prospettica dei dati contenuti nel futuro prospetto informativo. La Consob, per una questione di trasparenza, non può non tenerne conto in sede di approvazione del prospetto.

3 - Il fondo d'investimento Apax, attuale azionista di controllo, ha scelto di far scendere la sua partecipazione dal 68% al 15% (che può diventare addirittura il 5%, con l'esercizio della greenshoe). Questo è indubbiamente un segnale

poco positivo poiche' se l'azionista di controllo credesse in una crescita delle azioni, avrebbe scelto di disinvestire in maniera meno drastica (in aderenza ai principi di *best practice* dei *venture capitalist*) al fine di massimizzare il proprio utile. Evidentemente ha preferito "far cassa" subito, ma temiamo che questo possa avvenire sulla pelle dei risparmiatori.

Allegiamo il documento completo che ha Paolo Sasseti ha prodotto ampliando leggermente le tesi su esposte. Chi volesse leggere il testo integrale della proposta di modifica del regolamento di Banca d'Italia puo' trovarle qui: [clicca qui \(http://investire.aduc.it/documento/proposta+modifica+del+regolmaneto+bankitalia+sulla\\_7435.php\)](http://investire.aduc.it/documento/proposta+modifica+del+regolmaneto+bankitalia+sulla_7435.php)

Allegato: [clicca qui](#)