

## Diritto di replica sul caso Azimut

di Paolo Sasseti



Ho letto la lettera d'un promotore di Azimut che mi contesta d'aver sbagliato le previsioni sul collocamento della società. Giuseppe d'Orta ha risposto sul sito dell'ADUC in termini che condivido pienamente

<http://investire.aduc.it/php/mostra.php?id=114729>

ma vorrei integrare quanto da lui pur correttamente esposto, per meglio inquadrare i fatti nel loro giusto contesto.

Anche se non sarebbe stato un delitto sbagliare, non credo di aver sbagliato alcuna previsione.

Tanto per esordire, l'espressione "sedicente analista finanziario" è stata da me utilizzata ironicamente nei miei stessi confronti in quanto originariamente a me riferita in un documento anonimo (ovverosia non firmato) che, ai tempi, circolava in rete via e-mail nel quale, contestualmente a questo appellativo che mi era stato affibbiato, si magnificavano le splendide sorti del collocamento Azimut.

La mia critica si era prioritariamente rivolta ad uno studio di Unicredit che fissava il *fair value* di Azimut a circa 6,5 euro per azione.

Proprio in quel periodo stavo combattendo una battaglia quasi solitaria contro il disegno di legge Lettieri sulla regolamentazione degli analisti finanziari. Le mie argomentazioni sulla materia possono trovarsi in alcuni articoli reperibili al link:

[Perché emendare il disegno di legge Lettieri](#)

[I bavagli della Lettieri](#)

La ragione di quella battaglia di principi era che, se il disegno di legge Lettieri fosse stato approvato al Senato con lo stesso testo con cui era passato alla Camera, qualunque analista "non certificato" che avesse espresso pubblicamente opinioni su società quotate sarebbe stato passibile di sanzioni pecuniarie e persino di pene detentive (sic!). Si trattava, dunque, d'un progetto

gravemente lesivo dei basilari diritti di libertà d'espressione sanciti dalla nostra Costituzione. Di fatto, gran parte dei siti Internet dedicati all'analisi finanziaria avrebbe chiuso o si sarebbe dovuta adeguare alla pratica del "patentino".

Lo studio di Unicredit su Azimut, che fissava improvvidamente il fair value della società sopra 6 euro, giunse per me come il cacio sui maccheroni: argomentando che il fair value di Azimut era nettamente inferiore, in un certo senso, poiché la valutazione era fuori del mondo ed ero certo che dovesse essere più bassa, potevo agevolmente dimostrare che la qualità dell'analisi finanziaria non dipendeva da vaghe certificazioni degli analisti ma dall'assenza di conflitti di interesse, tipici invece degli sponsor dei collocamenti.

Insomma, il mio obiettivo principale non era Azimut ma il disegno di legge Lettieri che spingeva per una regolamentazione che non dividevo nei contenuti..

Questa è anche la ragione per cui mi sono battuto (finora inutilmente) anche contro l'obbligatorietà (per regolamento imposta dalla Borsa Italiana) delle analisi per le società del mercato Star ed ho preso il caso Giacomelli come esempio di conflitto di interesse dagli esiti disastrosi. La Borsa Italiana, invece, ha fatto "orecchie da mercante" su questo aspetto fino al paradosso di definire "clienti" dei broker le società seguite dagli analisti degli "specialist" del mercato Star. Da cui l'obiezione elementare: come può un analista finanziario essere equilibrato e critico nei confronti di un suo "cliente"? Per una trattazione della questione della **ricerca-spazzatura** rimando, ancora, al primo dei due documenti sopra *linkati*.

Successivamente, il mio tiro si è rivolto ai senatori della Commissione Finanze e Tesoro del Senato che discutevano il disegno approvato a larga maggioranza alla Camera. Il documento sopra segnalato ha generato tanti e tali dubbi che la Commissione ha bloccato l'esame della legge.

In quel caso credo di aver contribuito a bloccare una legge che giudicavo sbagliata (in quel modo fatta): il Parlamento è meno sordo della Borsa Italiana.

Il caso Azimut è stato per me un grimaldello per ottenere quel risultato perché l'obiettivo era contrapporre platealmente un mio giudizio a quello di un analista di Unicredit per far comprendere – in linea generale – quali fossero i veri problemi professionali degli analisti finanziari in ambienti nei quali sono oggetto di numerose pressioni.

Ciò detto, e visto che mi si offre l'opportunità, vi sono ancora alcune osservazioni da fare per completare il ragionamento sul collocamento Azimut:

- ❖ ai tempi della quotazione Azimut, la riforma del regime commissionale dei fondi comuni sembrava imminente e solo poche settimane fa si è appreso che il nuovo regolamento Bankitalia entrerà in vigore in realtà solo a fine 2006, con una dilazione che appare irragionevole ed ingiustificata (così il commento, da me pienamente condiviso, de *Il Sole 24 ore*). Tale dilazione può essere una delle ragioni del recupero borsistico del titolo perché allontana il momento in cui anche Azimut dovrà adeguarsi ai principi Iosco sulle commissioni di performance;
- ❖ il titolo resta, comunque, abbondantemente sotto il *fair value* originariamente stimato da Unicredit (6,5-6,7). D'altra parte, le stesse previsioni di Unicredit per l'esercizio 2004 di A-

zimut (contenute nello studio pre-IPO del 26 maggio 2004) si sono *leggermente* scostate dai dati a consuntivo (succede anche nelle migliori famiglie dei “non sedicenti” ...):

**RISULTATI AZIMUT 2004 (milioni di euro)**  
**Previsione Unicredit del 26.5.2004      Consuntivo 2004**

<b>Fatturato totale</b>	<b>188,7</b>	<b>162,9</b>
<b>Risultato netto consolidato</b>	<b>4,8</b>	<b>-17,2</b>
<b>Risultato netto "normalizzato"</b>	<b>70,0</b>	<b>26,5</b>

In altri termini, solo 7 mesi dopo il loro rilascio, quelle previsioni erano ampiamente ridimensionate dai fatti. Sia chiaro, ancora una volta ciò non ha nulla a che vedere con la qualità della società Azimut ma solo con la congruità della capitalizzazione che, ai tempi, era stata proposta in prima istanza al mercato sulla base di generose proiezioni;

- ❖ rimane irrisolto il “mistero” del crollo del titolo nei giorni successivi alla quotazione, mistero che avrebbe ampiamente giustificato un’indagine della Consob, come invocato da me ed Alessandro Pedone in un esposto

<http://investire.aduc.it/php/mostra.php?id=91410>

che è stato rapidamente spazzato sotto il tappeto, mentre non è stato dissolto il dubbio che possano essere stati violati (non certo da Azimut ma, potenzialmente, da società che hanno sottoscritto il collocamento) alcuni articoli del Testo Unico della Finanza e, più precisamente l’art. 40 (diligenza e correttezza dei gestori dei fondi) e l’art. 167 (gestione infedele). Una mia dettagliata argomentazione in proposito è contenuta nel mio scritto:

**[Quel pasticciaccio brutto del collocamento Azimut Holding](#)**

Da cui una vignetta che ho dedicato al Presidente della Consob:

<http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/cardia.doc>

**Paolo Sassetti, Giugno 2005**

