

# OPA ALLIANZ SU RAS, QUALE SCENARIO DOPO IL CONCAMBIO

■ di Sergio Pigoli

Nel mese di novembre si è chiusa l'Opa volontaria lanciata da Allianz sulla Ras. Coloro i quali hanno aderito all'offerta hanno ricevuto 19 euro per azione in contanti per ogni azione ordinaria e 55 euro per ogni azione di risparmio. In realtà l'operazione di acquisizione da parte di Allianz ancora non è terminata. Infatti la parte di pagamento delle azioni in contanti rappresenta solo la prima fase di un processo che vedrà il suo termine solo nell'estate del 2006. Ma prima di analizzare i dettagli è opportuno fare alcune considerazioni sulle motivazioni che hanno indotto i vertici di Allianz a completare un'operazione iniziata addirittura negli anni Ottanta, quando venne acquisito il controllo della Ras rilevandolo dall'Italmobiliare dei Pesenti. A più riprese nel corso degli anni, attraverso buy back più o meno articolati, la percentuale di controllo era salita, prima dell'ultima operazione, a circa il 55% del capitale ordinario.

## PERCHÉ AI MASSIMI

Non essendo in alcun modo Ras contendibile sul mercato, evidentemente le ragioni di quest'ultima operazione risiedono nei motivi di convenienza economica, oltre che strategica, che Allianz può avere identificato. Può avere senso acquistare tutti i titoli di una controllata che si trova a valutazioni mai raggiunte in passato? In altri termini: che cosa può avere spinto il management tedesco ad effettuare un'operazione da 5,7 miliardi di euro proprio sui massimi storici, come evi-

**Perché un'operazione alle quotazioni massime della compagnia italiana? Perché non tutti gli azionisti hanno ancora aderito? Le convenienze dell'offerta per il gruppo tedesco e le opportunità per gli investitori**

denziato dal grafico di Ras a pagina 36? Indubbiamente le prospettive del mercato assicurativo italiano sono ben note ai vertici di Monaco che sono presenti in Italia da lunghissimo tempo. In particolare poi appare rilevante l'avvento in prospettiva dei fondi pensione, area in cui le compagnie di assicurazione giocheranno un ruolo determinante. Ma tutto questo era già noto da tempo. Perché solo ora i tedeschi si sono decisi? Una possibile chiave di lettura può essere identificata in congegni, senza ricorrere a spiegazioni fin troppo articolate.

Gli elementi sono i seguenti:

- DIVIDENDO RAS CIRCA 4%
- DIVIDENDO ALLIANZ CIRCA 1,6%
- TASSI A LUNGO TERMINE CIRCA 3,4%

Ora va aggiunto che la Ras negli anni non ha mai distribuito l'intero ammontare degli utili conseguiti, ma ha destinato a riserva una parte, variabile di anno in anno, ma sempre superiore al 20% dell'utile

**Enrico  
Cucchiani**  
ALLIANZ

MEMBRO DELL'INTERNATIONAL  
EXECUTIVE COMMITTEE,  
PRES E AD LLOYD ADRIATICO



**Michael  
Diekmann**  
ALLIANZ

CHIEF EXECUTIVE OFFICER

realizzato. Ciò significa che la capacità di generare ricchezza è ancora superiore al dividendo annualmente pagato.

Dal confronto numerico, senza aggiungere le ulteriori sofisticazioni fiscali che migliorano ulteriormente i vantaggi, appare evidente che siano stati semplici calcoli di convenienza a dare una spinta determinante alla realizzazione dell'operazione. Quando si parla di pianificazione finanziaria, soprattutto in gruppi molto articolati, il costo del capitale non è rappresentato solamente dal costo del debito, ma include anche il costo del capitale di rischio soprattutto, quello delle minoranze che devono essere remunerate mediante la distribuzione di dividendi.

### **COSTI & DIVIDENDI**

Con i numeri sopra evidenziati, è facilmente comprensibile e del tutto razionale sostituire al costo dei dividendi da pagare agli azionisti di minoranza Ras il costo del capitale di debito che Allianz ha ottenuto dal mercato. In aggiunta bisogna considerare che non tutta l'operazione è avvenuta col pagamento in contanti, essendo state le adesioni all'offerta pari al 47% del totale. La rimanente parte che porterà Allianz dall'attuale controllo del 76% al 100% avverrà mediante il concambio di titoli Ras con titoli Allianz mediante

una procedura già stabilita (vedere riquadro accanto). Il risultato finale sarà che Allianz remunererà le nuove azioni emesse per l'operazione con un dividendo assai inferiore a quello Ras. Se si pensa che un punto di risparmio percentuale all'anno su 5,7 miliardi di euro equivalgono a 57 milioni di risparmio annui, e non solo per il primo anno ma parecchi anni a venire, i semplici conti sembrano, al di là di ogni ulteriore migliorativa valutazione, giustificare l'operazione. Da ultimo va sottolineato che, per il fatto di contenere una parte significativa del pagamento mediante concambio di azioni, solamente alcuni mesi fa questa operazione avrebbe potuto non essere possibile. Come evidenziato nell'altro grafico di pagina 36, la quotazione del titolo Allianz era troppo depressa per poter rendere facilmente realizzabile un'operazione così articolata. Grazie al recupero avvenuto nell'ultimo anno si sono concretizzate tutte le condizioni necessarie.

### **CHE COSA SUCCEDE CON IL CONCAMBIO**

Cosa succederà da qui in avanti, e chi sono i soggetti che non hanno consegnato i titoli all'Opa in contanti appena terminata? Sull'andamento del prezzo del titolo Ras non ci sono dubbi. Per il fatto che era già previsto il concambio tra i titoli Ras e quelli Allianz in un rapporto compreso tra 0,153 e 0,161 azioni ordinarie del gruppo tedesco per ogni titolo ordinario o di risparmio Ras, le quotazioni dei due titoli saranno strettamente legate dal rapporto di cambio. Se così non fosse un nutrito nugolo di arbitraggisti provvederà a tenere legate le due quotazioni comprando la più conveniente e vendendo la più cara rispetto al rapporto fissato. Non appare plausibile altra spiegazione, in quanto al termine ultimo previsto per metà giugno 2006 chi non avrà aderito al concambio riceverà come prezzo di recesso solamente 16,72 euro per le azioni ordinarie o 24,24 per le azioni di risparmio, ipotesi oggi poco verosimile. Quindi le quotazioni della Ras rimarranno



**Paolo Vagnone**  
RAS

AMMINISTRATORE  
DELEGATO

## **3 Allianz per 19 Ras**

Allianz e Ras hanno reso noto che il consiglio di gestione di Allianz in data 15 dicembre 2005 e il consiglio di amministrazione di Ras in data 16 dicembre 2005 hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Ras spa in Allianz ag, che porterà alla costituzione di una Società europea ai sensi del Regolamento (CE) n. 2157/2001. Il Consiglio di Amministrazione ha altresì esaminato le stime di chiusura del 2005 per Ras, che prevede un utile netto consolidato pari a 835 milioni di euro. La delibera di approvazione del piano di fusione costituisce un'ulteriore fase del percorso di integrazione societaria fra Allianz e Ras avviato con le deliberazioni dell'11 settembre 2005.

Il rapporto di cambio stabilito per la fusione è di 3 azioni ordinarie Allianz per ogni 19 azioni ordinarie Ras e di 3 azioni ordinarie Allianz per ogni 19 azioni di risparmio Ras. In conformità con quanto approvato fin dall'11 settembre 2005, si prevede che la fusione abbia effetto civilistico dopo le assemblee ordinarie di Ras e di Allianz e pertanto successivamente alla data di messa in pagamento dei rispettivi dividendi relativi all'esercizio 2005. Si prevede inoltre che la fusione abbia efficacia contabile e fiscale dal 1° gennaio 2006 e che le azioni di nuova emissione Allianz assegnate in concambio agli azionisti Ras attribuiranno agli stessi diritti equivalenti a quelli delle azioni Allianz in circolazione alla data del concambio. Il progetto di fusione sarà quindi sottoposto all'approvazione delle assemblee di Ras e di Allianz; l'assemblea straordinaria e l'assemblea speciale dei soci di Ras è già stata convocata per i prossimi 3, 4 e 6 febbraio 2006; l'assemblea straordinaria dei soci di Allianz sarà convocata il prossimo 8 febbraio 2006.

saldamente ancorate ai destini del titolo Allianz nel bene o nel male. E proprio qui sta una prima spiegazione del perché solo circa una metà degli azionisti di minoranza Ras hanno aderito all'offerta in contanti. Proprio per le prospettive del titolo tedesco, una parte del mercato ha preferito rinunciare all'uovo oggi per avere la gallina domani. Fuori di metafora alcuni investitori hanno ritenuto di fare un migliore affare mantenendo i titoli per par-

tecipare alle prospettive di crescita del gruppo tedesco. Poi vi è una parte considerata fisiologica in tutte le operazioni di questo genere, definiamola di distratti, che per vari motivi si sono dimenticati persino di valutare l'offerta. Ma indubbiamente la parte del leone dei non aderenti è rappresentata da due categorie particolari di investitori: gli index funds (a cominciare dagli Etf) e gli hedge funds.

I primi, per loro natura, assumono un atteggiamento del tutto passivo

rispetto al mercato. Il loro portafoglio replica quello costituito dall'indice. Per non avere scostamenti, finché la Ras apparterrà ad un indice tra quelli oggetto di investimento, a cominciare da quelli della Borsa italiana, essi saranno obbligati a mantenerla in portafoglio nelle proporzioni dettate dall'indice stesso. Come conseguenza quindi delle tecnicità di questa operazione, data l'importanza dimensionale assunta da questi soggetti, una parte significativa di titoli non è stata consegnata per mere considerazioni di carattere tecnico.

### COSA FANNO GLI HEDGE

Diverso è il discorso che riguarda la categoria defondi hedge. Probabilmente alcuni di loro avranno consegnato i titoli reputando conclusa la loro operazione. Tuttavia una nutrita schiera di questi soggetti si è, per dirla in gergo, messa in arbitraggio tra Ras ed Allianz, mantenendo in portafoglio i titoli Ras e vendendo allo scoperto i titoli Allianz. Le assemblee delle due società che approveranno il rapporto di concambio definitivo sono previste durante il mese di febbraio 2006 e fino ad allora, anche se i consigli di amministrazione

**“ Alcuni investitori hanno ritenuto di fare un migliore affare mantenendo i titoli per partecipare alla crescita di Allianz,,**

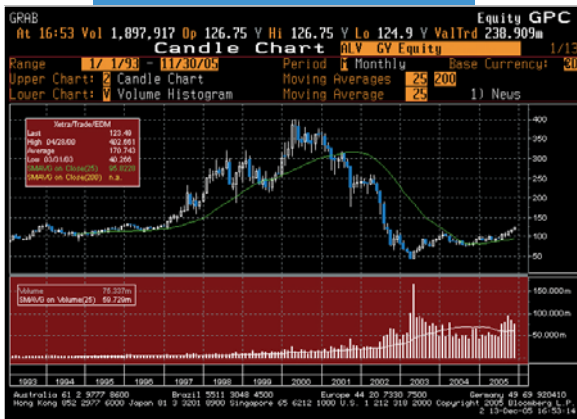
sono stati tenuti prima, non ci sarà la certezza giuridica del preciso rapporto.

### E IL DIVIDENDO?

Altro elemento di alea sta nel pagamento del dividendo. L'operazione di fusione, per quanto dichiarata da Allianz, avverrà solo dopo il pagamento ai rispettivi titoli nella primavera prossima. Ma l'ammontare esatto del prossimo dividendo ancora non è stato deliberato. Come si vede sono ancora diversi gli elementi che devono essere puntualmente definiti. Se tutti questi aspetti non modificano l'essenza complessiva dell'operazione, possono spostare le convenienze relative fra i due titoli di qualche punto percentuale. Ed è proprio su queste convenienze relative che alcuni hedge funds stanno prendendo posizione. Per far ciò hanno dovuto mantenere i titoli Ras e non consegnarli all'opa in contanti.

Alla fine di tutto il lungo processo Ras sparirà dalla Borsa e, come sembra essere nelle intenzioni degli amministratori di Allianz verrà sostituito dalla quotazione a Milano del titolo tedesco aggiungendo un pezzo di globalizzazione al nostro listino. ■

## I due titoli in Borsa



**ALLIANZ Nel grafico si nota chiaramente il recupero del titolo in Borsa nell'ultimo periodo.**



**RAS L'andamento in Borsa del titolo. Evidente il fatto che l'operazione Allianz-Ras avviene ai livelli massimi di quotazione.**