

Capitolo 25

Le attività finanziarie e senior con warrant. Le caratteristiche di partecipazione. La conversione e l'hedging

Quasi tutte le variazioni riscontrate nelle emissioni convertibili hanno la loro contropartita nei termini dei warrant di sottoscrizione. Il prezzo di acquisto delle azioni è normalmente soggetto a modifiche, in aumento o in diminuzione, corrispondenti a quanto stabilito per l'adeguamento di un prezzo di conversione.

Esempio: le obbligazioni White Eagle Oil and Refining Company 5½%, con scadenza nel 1937, furono offerte nel marzo 1927 e incorporavano warrant che davano diritto al possessore di sottoscrivere, entro e non oltre il 15 marzo 1932, 10 azioni della società ai seguenti prezzi:

32 dollari per azione fino al 15 marzo 1928.
34 dollari per azione fino al 15 marzo 1929.
36 dollari per azione fino al 15 marzo 1930.
38 dollari per azione fino al 15 marzo 1931.
40 dollari per azione fino al 15 marzo 1932.

Il 27 gennaio 1930, la Standard Oil Company di New York acquisì le proprietà della White Eagle, assumendo le passività di quest'ultima società e scambiando 8½ azioni della Standard Oil di New York per ogni 10 azioni della White Eagle. In conformità con i termini del regolamento di emissione, che proteggeva i warrant dalla diluizione e pre-

vedeva un riaggiustamento del prezzo di sottoscrizione in caso di vendita delle proprietà o fusione della società, i warrant da quel momento in poi autorizzarono il detentore a sottoscrivere $8\frac{1}{2}$ azioni della Standard Oil di New York (ora Socony-Vacuum Corporation) a 42,35 dollari per azione fino al 15 marzo 1930 incluso, a 44,71 dollari per l'anno successivo e a 47,06 dollari per l'anno seguente.

Scale progressive di entrambi i tipi. Accordi di scale progressive di entrambi i tipi si incontrano anche nelle emissioni di warrant opzionali.

Esempi: le azioni privilegiate Interstate Department Stores, Inc., 7%, emesse nel 1928, avevano warrant non staccabili che davano al possessore il diritto di acquistare azioni ordinarie, azione per azione, ai seguenti prezzi:

37 dollari per azione fino al 31 gennaio 1929.
42 dollari per azione fino al 31 gennaio 1931.
47 dollari per azione fino al 31 gennaio 1933.

Le obbligazioni non garantite Central States Electric Corporation Optional $5\frac{1}{2}\%$, scadenza 1954, avevano warrant staccabili che davano diritto al possessore di acquistare, entro e non oltre il 15 settembre 1934, 10 azioni ordinarie per ogni obbligazione da 1.000 dollari, ai seguenti prezzi:

89 dollari per azione per il primo 25% dei warrant esercitati.
94 dollari per azione per il successivo 25% dei warrant esercitati.
99 dollari per azione per il successivo 25% dei warrant esercitati.
104 dollari per azione per l'ultimo 25% dei warrant esercitati.

Come per i titoli convertibili, una scala progressiva basata sul principio del "blocco" sminuisce notevolmente il valore del privilegio fino al raggiungimento dell'ultimo blocco, ovvero il prezzo più alto, momento in cui diventa un'opzione di acquisto ordinaria.

Metodi di pagamento. I warrant che danno diritto all'acquisto di azioni, attaccati a obbligazioni o azioni privilegiate, spesso prevedono che il pagamento per le azioni ordinarie possa essere effettuato in contanti o consegnando alla pari il titolo senior stesso. Tale accordo può rivelarsi diret-

tamente equivalente a un privilegio di conversione. Per esempio, ogni azione privilegiata di secondo livello di American and Foreign Power è stata emessa cum warrant per acquistare 4 azioni ordinarie a 25 dollari per azione. Invece di pagare in contanti, il titolare può offrire azioni privilegiate a un valore di 100 dollari per azione. Se lo fa, sta effettivamente *convertendo* le sue azioni privilegiate cum warrant in azioni ordinarie.

Allo stesso modo, le obbligazioni Rand Kardex 5½%, descritte nel Capitolo 22, potrebbero essere offerte alla pari, in luogo di denaro, per l'esercizio dei warrant. Poiché i warrant allegati a un'obbligazione da 1.000 dollari richiedevano il pagamento di 900 dollari (22½ azioni al prezzo di 40), al proprietario di 1.000 dollari di obbligazioni che avesse effettuato il pagamento in questo modo sarebbero rimasti 100 dollari di obbligazioni. Queste regole erano quindi equivalenti alla convertibilità del 90% di ciascuna obbligazione in azioni ordinarie.

Esempi più recenti di questa disposizione sono le obbligazioni Scullin Steel 6% cum warrant e l'obbligazione Commercial Mackay Income 4% cum warrant.

Vantaggio dell'opzione di pagamento in contanti. L'opzione di pagare in contanti anziché consegnare l'emissione senior deve essere considerata un vantaggio rispetto a un privilegio di conversione diretto, in primo luogo perché l'obbligazione o il titolo privilegiato "ex-warrant" può valere più del valore nominale, aumentando così il profitto, in secondo luogo perché, come abbiamo spiegato in precedenza, il detentore può essere contento di mantenere in vita il suo investimento realizzando un profitto in contanti sulla sua componente speculativa, e in terzo luogo perché è probabile che il warrant venga venduto separatamente a un premio maggiore sul suo valore realizzabile rispetto a una convertibile pura. Tutti questi vantaggi sono illustrati dall'azione privilegiata di secondo livello Mohawk Hudson Power Corporation cum warrant, come mostrato nella tabella nel Capitolo 23. Questo titolo era cedibile alla pari, in luogo del denaro, all'esercizio dei warrant, avendo quindi diritti equivalenti alla convertibilità, ma l'utilizzo del warrant si è dimostrato molto più redditizio di un privilegio di conversione equivalente.

Staccabilità. I warrant di acquisto di azioni sono staccabili, non staccabili o non staccabili per un certo periodo e staccabili in seguito. Un warrant staccabile può essere esercitato dietro presentazione del solo warrant. Quindi può essere venduto separatamente dall'emissione di cui originariamente faceva parte. Un warrant o un diritto non staccabi-

le può essere esercitato solo congiuntamente all'emissione senior; vale a dire, l'obbligazione o le azioni privilegiate devono essere presentate fisicamente al momento del pagamento delle azioni ordinarie. Quindi tali warrant non possono essere trattati separatamente. Per esempio, i warrant allegati alle obbligazioni Montecatini 7%, scadenza 1937 e quelli che accompagnavano le obbligazioni Fiat 7%, scadenza 1946 erano staccabili immediatamente dopo l'emissione. Quelli allegati all'azione privilegiata Loews, Inc., 6,50 dollari, offerti nel dicembre 1927, non erano separabili fino al 1° luglio 1928 e i warrant allegati all'obbligazione non garantita Loews, Inc., 6%, scadenza 1941, non erano separabili fino al 1° ottobre 1926, anche sei mesi dopo la loro emissione. D'altro canto, i warrant allegati all'obbligazione non garantita Crown-Zellerbach Corporation 6%, con scadenza nel 1940, e all'azione privilegiata Interstate Department Stores, Inc., 7% non erano separabili durante la durata del warrant, a meno che sull'emissione senior a cui erano collegati non fosse stato richiesto il rimborso anticipato.

In un mercato azionario attivo, i warrant che sono stati staccati sono popolari tra gli speculatori (come abbiamo sottolineato in precedenza) e vengono scambiati a premi considerevoli al di sopra del loro valore immediatamente realizzabile. A parità di altre condizioni, quindi, un'emissione con warrant separabili verrà scambiata a un prezzo superiore a quello di una con un diritto non separabile. Alla luce di questo fatto, ci si può chiedere perché tutti i warrant di sottoscrizione non siano resi immediatamente separabili, per dare al possessore il vantaggio del loro superiore appeal di mercato. Il motivo per cui un warrant non è separabile è che sia la società sia i sottoscrittori dell'emissione desiderano evitare di stabilire un prezzo eccessivamente basso per le sue obbligazioni ex warrant. È probabile che un prezzo così basso si produca se grandi acquisti di obbligazioni con warrant vengono effettuati da speculatori in senso stretto. Infatti, questi detentori, non avendo alcun interesse nell'obbligazione in quanto tale, probabilmente staccheranno il warrant e venderanno l'obbligazione ex-warrant a qualunque prezzo. La pressione di vendita da questa fonte, unita all'assenza di una domanda stabile per l'emissione dovuta alla mancanza di "condimento", può comportare un prezzo così basso da creare un apparente scetticismo sul credito della società, il che è evidentemente indesiderabile.

L'accordo di compromesso, che rende il warrant staccabile solo dopo un certo periodo di tempo, si basa sul presupposto che, dopo che il titolo avrà avuto il tempo di diventare abbastanza noto nel mondo degli investimenti, può essere stabilito più facilmente un prezzo appropriato per il

titolo ex-warrant, anche di fronte alle vendite da parte di coloro che hanno tratto profitto dai warrant stessi. Una volta che questi warrant di sottoscrizione saranno stati resi staccabili dall'emissione senior collegata, sono destinati ad assumere un'esistenza e delle caratteristiche proprie. Da semplice appendice del finanziamento obbligazionario, si trasformarono in un tipo di titolo del tutto indipendente e in un importante veicolo di speculazione durante la follia del 1928-1929. È un fatto sorprendente che i warrant sulle opzioni creati da una società, American and Foreign Power, raggiunsero un valore di mercato indicato nel 1929 di oltre un miliardo di dollari, una cifra che, meno di tre anni dopo, nel luglio 1932, superò il valore di mercato di tutte le azioni ordinarie delle ferrovie degli Stati Uniti quotate alla Borsa di New York. Sarà quindi necessario considerare in un capitolo successivo le caratteristiche dei warrant di acquisto di azioni, visti come un mezzo speculativo indipendente. In quel momento discuteremo le relazioni tra i prezzi di quei warrant e delle azioni privilegiate e ordinarie delle stesse società.

Emissioni di partecipazione

La maggior parte delle caratteristiche di questo tipo di privilegio è già stata evidenziata nel precedente confronto con le altre sue forme. Si può fare una distinzione tra due tipi di partecipazione. La disposizione più usuale dipende dal dividendo pagato sulle azioni ordinarie; meno frequentemente, la condivisione degli utili è determinata dai profitti senza riferimento al tasso di dividendo.

Esempi: la privilegiata Westinghouse Electric and Manufacturing Company, già descritta, è un esempio standard del primo tipo; la privilegiata Budd Wheel Company illustra il secondo. In quest'ultimo caso, il dividendo di base è del 7% cumulativo, ma questo tasso aumenta all'8%, 9% e 10%, a seconda che gli utili netti dell'anno precedente superino, rispettivamente, 600.000, 800.000, 1.000.000 di dollari. La privilegiata di primo livello Celanese Corporation Participating e la privilegiata di secondo livello Celluloid Corporation Participating hanno ciascuna diritto a un 7% di base, più il 10% degli utili altrimenti disponibili per le azioni ordinarie.

Le azioni privilegiate costituiscono la maggior parte delle emissioni di partecipazione; le obbligazioni di partecipazione sono rare e quasi certamente si discostano ampiamente dal modello obbligazionario standard per altri aspetti. Le obbligazioni partecipative Kreuger e Toll, per esempio, sebbene nominalmente un'obbligazione, erano in sostan-

za un'azione ordinaria senza diritto di voto. Le obbligazioni (di partecipazione) Green Bay e Western Railway, serie A e serie B, sono in realtà, rispettivamente, azioni privilegiate e ordinarie. Le obbligazioni di primo livello Spanish River Pulp and Paper Mills Ltd. 6%, scadenza 1931 ma rimborsate nel 1928, sono uno dei pochi esempi di obbligazioni da investimento con un privilegio di partecipazione.¹ Siemens and Halske A. G. (un'impresa tedesca) ha emesso una serie di obbligazioni di partecipazione, con scadenza 2930, con interessi pari al tasso di dividendo pagato sulle azioni ordinarie, ma non inferiori al 6%.

Le azioni privilegiate di partecipazione avevano originariamente uno schema standard, esemplificato dalla privilegiata Westinghouse Electric and Manufacturing Company. L'ordine di pagamento era: prima una quota privilegiata fissa sulle azioni senior, poi un importo simile sulle azioni ordinarie e infine una partecipazione uguale, azione per azione. Questo modello è nato dal diritto di tutte le classi di azioni, derivante dalla common law, di condividere equamente utili e attivi patrimoniali, salvo quanto diversamente previsto dall'accordo. Altri esempi di questo accordo sono la privilegiata Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company; la privilegiata di colasse A Wabash Railway Company 5%; la privilegiata Consolidated Film Industries, Inc.

Negli anni recenti, tuttavia, è comparsa un'ampia diversità di accordi di partecipazione, per cui ora non esiste uno schema standard.²

Le emissioni di partecipazione richiedono due tipi di calcolo: uno che mostra il numero di volte in cui l'interesse fisso o il dividendo viene coperto dagli utili e l'altro che mostra l'importo per azione o per obbligazione disponibile per la distribuzione in base al privilegio di partecipazione.

Esempio:

CELANESE CORPORATION OF AMERICA, 1938

Utile netto per dividendi\$	2.479.749
Dividendo preferenziale precedente (7\$)	1.153.726
Primo dividendo preferenziale partecipativo al tasso di 7\$	1.037.253
Prima privilegiata di partecipazione: partecipazione addizionale	28.877
Saldo per le azioni ordinarie	259.893
Rapporto tra utile e dividendi privilegiati precedenti	2,15 volte
Rapporto tra utile e dividendi privilegiati e privilegiati partecipativi (\$7)	1,13 volte
Utile per i privilegi partecipativi: base partecipativa	7,19\$ per azione

1. Si veda la nota 40 in Appendice per dettagli riguardanti questa emissione.

2. Per una serie di varianti di titoli partecipanti, vedere la nota 3 dell'Appendice.

Emissioni privilegiate a confronto con le azioni ordinarie correlate.

Nella nostra precedente discussione sui meriti delle emissioni privilegiate come classe, è stato sottolineato che a volte offrono una combinazione molto attraente di sicurezza e possibilità di profitto. Più frequentemente, si può giungere alla decisione in base alla quale il titolo privilegiato senior è preferibile alle azioni ordinarie della società. Poiché una conclusione di questo tipo si basa solo su elementi *comparativi*, è probabile che comporti minori rischi di errore rispetto a una che afferma *l'assoluta* attrattiva di un'emissione.

Esempi: la privilegiata di primo livello Paramount Pictures Corporation 6\$ è convertibile in qualsiasi momento in 7 azioni ordinarie. Verso la fine del 1936, veniva scambiata a circa sette volte il prezzo delle azioni ordinarie, sebbene incorporasse dividendi accumulati di quasi 12\$ per azione, che ovviamente avrebbero dovuto essere pagati prima che le azioni ordinarie potessero ricevere alcunché (per esempio, il 17 ottobre 1936, la privilegiata fu scambiata a 113 contro i 15% dell'ordinaria).

Chiaramente, un passaggio dalle azioni ordinarie alle azioni privilegiate sarebbe stata una mossa saggia. Le azioni privilegiate non potevano valere meno di sette volte il prezzo delle azioni ordinarie, potevano essere vendute a un rapporto superiore, soprattutto se le azioni ordinarie fossero scese di prezzo, ed era certo che avrebbero ricevuto dividendi sostanziosi prima che venisse erogato qualcosa alle azioni ordinarie. Il seguito ha prontamente confermato questa analisi. Nel dicembre 1936 furono pagati dividendi arretrati di 12\$ per azione sulle privilegiate. Nel novembre 1937 le azioni privilegiate furono scambiate a $92\frac{1}{4}$, contro solo $10\frac{1}{4}$ per le azioni ordinarie, mostrando uno spread di $20\frac{1}{2}$ punti. Includendo 4,50\$ di dividendi aggiuntivi pagati sulle azioni privilegiate fino a quel momento, il vantaggio complessivo maturato dalle azioni privilegiate rispetto alle azioni ordinarie ammontava a 35\$ per azione privilegiata.

Una situazione praticamente identica esisteva per le obbligazioni Studebaker Corporation 3–6%, con scadenza 1945, e per le azioni ordinarie nel 1936. Le obbligazioni erano convertibili in 80 azioni ordinarie, avevano un interesse fisso del 3% e un interesse cumulativo contingente del 3%, di cui il $5\frac{1}{8}\%$ era maturato entro il 18 novembre. Tuttavia, il loro prezzo era di $120\frac{1}{2}$, praticamente alla pari con il prezzo di 15 per le azioni ordinarie. Meno di un anno dopo, le obbligazioni furono vendute a $59\frac{3}{4}$ contro solo 3 per le azioni ordinarie, uno "spread" o profitto

sul concambio di $35\frac{1}{4}$ punti, escluso l'interesse fisso del 3% ricevuto sulle obbligazioni.³

"Parità", "Premio" e "Sconto". Quando il prezzo di un'obbligazione convertibile o privilegiata è esattamente equivalente, su base di scambio, al prezzo corrente delle azioni ordinarie, si dice che le due emissioni vengono vendute alla parità.⁴ Quando il prezzo dell'emissione senior è sopra la parità, si dice che si sta scambiando a premio, e la differenza tra il suo prezzo e quello di conversione è chiamata importo del premio, o "spread". Al contrario, se il prezzo della convertibile è sotto la parità, la differenza è talvolta chiamata sconto.⁵

Un campo fruttuoso per un'analisi affidabile. Gli esempi di Paramount e Studebaker ci forniscono quel fenomeno poco frequente – una conclusione assolutamente affidabile a cui si giunge tramite l'analisi dei titoli. I detentori di titoli ordinari non potevano assolutamente perdere scambiandoli con titoli convertibili e avevano ottime prospettive, che in effetti si sono concretizzate, di ricavare sostanziali benefici sotto forma sia di maggiori entrate sia di maggiore valore di mercato. A questo proposito, i titoli privilegiati offrono un campo fruttuoso per l'applicazione più scientifica della tecnica di analisi. Gli esempi precedenti sono tipici anche delle relazioni di prezzo create da un mercato attivo e in

3. Nell'ultima parte del 1938 e del 1939 esisteva una relazione simile e stretta tra il prezzo delle obbligazioni Baldwin Locomotive Works 6%, scadenza 1950, convertibile in 65 azioni ordinarie, e il prezzo delle azioni ordinarie. Si confrontino i massimi di $17\frac{1}{4}$ per le azioni e $116\frac{1}{2}$ per le obbligazioni nel 1938, con i rispettivi minimi di $9\frac{1}{8}$ e $82\frac{1}{2}$ e i successivi massimi di $21\frac{1}{4}$ e 139 nel 1939.

4. Questo non deve essere confuso con la parità, che significa semplicemente il valore nominale del titolo in questione. "Parità", quando applicato al prezzo di un'azione ordinaria, significa quasi sempre 100 dollari per azione e non ha alcun riferimento al valore nominale reale dell'azione, che può essere molto diverso.

5. Se l'emissione senior può essere prontamente scambiata con quella ordinaria, uno sconto si traduce nella creazione di un'opportunità di *arbitraggio*. Questa è un'opportunità per realizzare un profitto (solitamente piccolo) senza rischio di perdita: (1) acquistando contemporaneamente l'emissione senior e vendendo le azioni ordinarie, (2) convertendo immediatamente l'emissione senior in azioni ordinarie e (3) monetizzando le azioni ordinarie con la vendita, completando così la transazione. L'arbitraggio di tipo "open-and-shut" viene effettuato piuttosto ampiamente nei mercati attivi e in crescita, ma le opportunità sono solitamente monopolizzate da broker specializzati in tali operazioni. Altre forme di operazioni di arbitraggio inter-titolo derivano da ristrutturazioni, fusioni, frazionamenti azionari, diritti di acquisto di nuove azioni ecc. Per una discussione dettagliata, vedere Meyer H. Weinstein, *Arbitrage in Securities*, Harper & Brothers, 1931. Nel senso più antico, il termine "arbitraggio" si applicava ad acquisti e vendite simultanei dello stesso titolo in mercati diversi (per esempio, New York e Londra) e a operazioni simili che coinvolgevano i cambi valutari.

rialzo. Quando c'è un'emissione senior convertibile in titoli comuni, la concentrazione dell'interesse speculativo in quest'ultima spesso determina la definizione di un livello di prezzo strettamente equivalente (e talvolta persino superiore) al prezzo dell'emissione senior, a cui il pubblico presta poca attenzione.

Conclusione da quanto precede. È chiaro che un'emissione convertibile scambiata alla pari con quella ordinaria è preferibile, tranne quando il suo prezzo è così di gran lunga superiore a un livello da investimento, che è diventata semplicemente una forma di impegno nelle azioni ordinarie (è diventata così cara che la conversione in sé non comporta alcun vantaggio, N.d.T.). (La convertibile Brooklyn Union Gas Company 5½%, scadenza 1936, è un esempio di quest'ultimo tipo di situazione. Le obbligazioni, convertibili in 20 azioni ordinarie dal 1° gennaio 1929, furono scambiate a 147 o più durante gli anni 1927-1932, inclusi, e scambiate a 489 nel 1929.) In genere, vale la pena di pagare un premio contenuto in cambio della sicurezza superiore dell'emissione senior. Ciò è certamente vero quando la convertibile produce un rendimento da rendita più elevato rispetto a quello dell'ordinaria e il suo prezzo resiste anche se il rendimento da rendita è inferiore.

Lo switch. Di norma pratica, quindi, i titolari di azioni ordinarie che desiderano mantenere la loro quota nella società dovrebbero sempre effettuare lo switch in un'emissione senior convertibile dell'impresa, ogni volta che questa scambia sia a livello di investimento per conto proprio sia vicino alla parità su base di conversione. Quanto grande sia il premio che un azionista ordinario dovrebbe essere disposto a pagare per effettuare tale switch è una questione di giudizio individuale. A causa della sua fiducia nel futuro della sua società, di solito non è disposto a pagare nulla di sostanziale per l'assicurazione contro un calo di valore. Ma l'esperienza dimostra che sarebbe saggio rinunciare a un po' più di quanto ritenga necessario per assicurarsi i vantaggi strategici che anche un'emissione convertibile abbastanza solida possiede rispetto a un'azione ordinaria.⁶

6. Lo stesso ragionamento vale quando entrambe le emissioni sono dichiaratamente speculative. Esempio: la privilegiata Western Maryland Railroad è convertibile in azioni ordinarie alla pari. Non è stata scambiata a un prezzo superiore a quello delle azioni ordinarie durante la maggior parte del periodo 1928-1933. Tuttavia, se qualcuno fosse stato disposto a possedere le azioni ordinarie, avrebbe dovuto switchare sulle azioni privilegiate, che avevano tutte le potenzialità delle azioni ordinarie più la loro posizione senior. All'inizio del 1934, la privilegiata veniva scambiata a un premio equo rispetto all'ordinaria, 23 contro 17.

Copertura. Questi vantaggi di un'emissione convertibile forte rispetto a un'azione ordinaria diventano manifesti quando il mercato scende. Il prezzo dell'emissione senior normalmente soffrirà meno gravemente di quello dell'ordinaria, così che si possa stabilire uno spread di buone dimensioni, invece della quasi parità esistente in precedenza. Questa possibilità suggerisce una forma speciale di operazione di mercato, nota come "copertura", in cui l'operatore acquista il convertibile e vende allo scoperto le azioni ordinarie contro di essa (cioè per coprirsi dal loro andamento, N.d.T.), a una parità approssimativa.⁷ Nel caso di un rialzo prolungato, può convertire l'emissione senior e, quindi, chiudere la transazione con solo una leggera perdita, costituita dallo spread originale più le spese per interessi sulle azioni ordinarie vendute allo scoperto. Ma se il mercato scende in modo sostanziale, può "annullare" l'operazione con un profitto considerevole, vendendo l'emissione senior e riacquistando le azioni ordinarie.

Un esempio pratico di un'operazione di copertura è fornito dalla privilegiata Keith-Albee-Orpheum 7\$, convertibile all'epoca in 3 azioni di Radio-Keith-Orpheum di classe A. La copertura è stata creata il 1° marzo 1929 e le posizioni sono state invertite o "annullate" il 26 marzo 1929, come segue:

1. Vendute (allo scoperto) 300 R-K-O A a 39% il 1° marzo 1929		11.962,50\$
Meno commissioni (\$45) e tasse (\$12)	<u>57,00</u>	
Proventi della vendita allo scoperto		11.905,50\$
Acquistate 300 R-K-O A @ 29 il 26 marzo 1929	8.700,00\$	
Più commissione su questo acquisto	<u>45,00</u>	
Costo della copertura		8.745,00\$
Profitto sulla vendita allo scoperto		3.160,50\$
2. Acquistate il 1° marzo 1929,		
100 Keith-Albee-privilegiate @ 120	12.000,00\$	
Più commissioni (\$25)	25,00	
Costo dell'azione al rialzo		12.025,00\$

7. La "copertura" sulle materie prime è un tipo di operazione superficialmente simile ma sostanzialmente diversa. In generale, il suo scopo è proteggere un normale profitto di produzione o distribuzione contro la possibilità di perdite speculative dovute a variazioni del prezzo delle materie prime. Un mugnaio, avendo acquistato grano che venderà come farina qualche mese dopo, venderà future sul grano come "copertura" contro la possibilità di un calo del grano che distruggerebbe il suo margine di profitto. Quando la farina viene smaltita, copre (riacquista) il grano venduto come protezione. La maggior parte delle coperture sulle materie prime, quindi, è concepita come una salvaguardia, mentre la copertura sui titoli è solitamente intesa a produrre profitti diretti.

Vendute 100 Keith-Albee Orpheum privilegiate il 26 marzo 1929 a 98	9.800,00\$
Meno commissioni (\$20) e tasse (\$4)	24,00
Proventi dalle azioni al rialzo	9.776,00\$
Più dividendi ricevuti su azioni al rialzo (Azione privilegiata venduto ex-dividendo il 19 marzo 1929)	175,00
Proventi netti dalla vendita di azioni lunghe e dividendi sulle stesse	9.951,00\$
Perdita su azioni lunghe	2.074,00\$
3. Profitto sulla vendita allo scoperto	3.160,50\$
Perdita su azioni al rialzo	<u>2.074,00</u>
Utile netto su copertura	1.086,50\$

Il profitto indicato era di circa il 9% sul capitale impegnato nella transazione e, poiché copriva un periodo di 26 giorni, il tasso di profitto era di oltre il 100% annuo. Poiché non vi era alcuna possibilità di perdita sulla transazione, una parte considerevole del costo delle azioni privilegiate avrebbe potuto essere correttamente presa in prestito, aumentando così notevolmente la percentuale di profitto sul capitale impiegato dall'operatore. Con condizioni ambientali favorevoli, operazioni di questo tipo offrono la possibilità di grandi guadagni a fronte di una piccola perdita massima. Sono particolarmente adatte come forma di protezione contro altri impegni finanziari, poiché producono il loro profitto in un mercato in calo quando è probabile che altre partecipazioni mostrino perdite.

Alcuni aspetti tecnici della copertura. La copertura ha numerosi aspetti tecnici, tuttavia, che la rendono meno semplice e "a prova di errore" di quanto la nostra breve descrizione indicherebbe. Una discussione esaustiva sulla copertura non rientra nell'ambito di questo volume, e per questo motivo ci limiteremo a elencare di seguito alcuni elementi che colui che ha esperienza di coperture prenderà in considerazione nell'intraprendere tali operazioni:

1. Capacità di prendere in prestito azioni vendute e di mantenere una posizione ribassista indefinitamente.⁸

8. I regolamenti della S.E.C. e le Borse hanno reso più difficile la vendita allo scoperto dal 1934. Per esempio, le vendite allo scoperto potevano essere effettuate solo per un certo periodo di tempo e a un prezzo superiore a quello dell'ultima operazione precedente. La regola è stata poi allentata per consentire le vendite allo scoperto a un prezzo

2. Costo originale di creazione della posizione, inclusi spread e commissioni.
3. Costo di mantenimento della posizione, inclusi oneri per interessi su partecipazioni al rialzo, dividendi su azioni vendute allo scoperto, possibili premi pagabili per il prestito di azioni e imposte di bollo in relazione ai nuovi prestiti di azioni – meno compensazioni sotto forma di dividendi o interessi da ricevere su titoli al rialzo e possibili interessi da pagare sulla posizione ribassista.
4. Importo del profitto a cui l'operazione verrà probabilmente chiusa se si presenta l'opportunità. Relazione tra questo profitto massimo e la probabile perdita massima, composta da (2) più (3).

In queste, come in tutte le altre operazioni sui titoli, si dovrebbe tenere presente che il profitto potenziale da prendere in considerazione non è la cifra massima che potrebbe essere teoricamente conseguita sul mercato, ma semplicemente la cifra più alta che l'operatore probabilmente aspetterà di raggiungere prima di chiudere la sua posizione. Una volta che un dato profitto è stato preso, il profitto aggiuntivo che avrebbe potuto essere realizzato in seguito diventa di mero interesse accademico.

Una forma intermedia di copertura. Una forma intermedia di copertura consiste nell'acquistare un'emissione convertibile e vendere solo una parte delle azioni ordinarie correlate, per esempio metà dell'importo ricevibile alla conversione. Su questa base può essere realizzato un profitto nel caso di un sostanziale rialzo o di un sostanziale calo delle azioni ordinarie. Questo è probabilmente il metodo di copertura più scientifico, poiché non richiede pareri per quanto riguarda l'andamento futuro dei prezzi. Una situazione ideale di questo tipo risponderebbe ai seguenti due requisiti:

1. Un'emissione senior fortemente stabile, su cui si può fare affidamento per mantenere un prezzo vicino alla pari anche se l'azione ordinaria dovesse precipitare. Una buona obbligazione convertibile, in scadenza entro un breve tempo, è un tipo ideale per questo scopo.
2. Un'azione ordinaria, sulla quale l'interesse speculativo è ampio e che è quindi soggetta ad ampie fluttuazioni in entrambe le direzio-

non inferiore all'ultima operazione. L'ostacolo imposto da queste regole è in parte mitigato dal fatto che le coperture del tipo in discussione vengono normalmente costituite solo in un mercato in crescita e abbastanza attivo.

ni. Un esempio di questa forma di copertura è fornito dalle operazioni svolte nel 1918-1919 sull'obbligazione Pierce Oil 6%, scadenza 1920, e sulle azioni ordinarie della società.⁹

I vantaggi posseduti dai convertibili, lungo le linee appena descritte, sono condivisi anche dalle emissioni di partecipazione e cum warrant. Questi ultimi tipi di titoli privilegiati possono, naturalmente, essere utilizzati come strumenti per operazioni di copertura. Allo stesso modo, potrebbe essere più desiderabile passare dalle azioni ordinarie a questo tipo di emissioni. Le azioni privilegiate Rand Kardex 5½%, descritte nel Capitolo 22, non erano solo un impegno diretto attraente al momento dell'emissione, ma erano certamente un sostituto desiderabile per le azioni di Classe A. Inoltre, offrivano un'interessante opportunità di copertura. Allo stesso modo, le persone impegnate in un investimento permanente nella Westinghouse Electric and Manufacturing Company avrebbero certamente fatto bene a passare dalle azioni ordinarie alle azioni privilegiate partecipanti quando queste ultime vennero offerte a un prezzo inferiore a quelle ordinarie nel 1929 o nel 1930. In questo caso, tuttavia, un'operazione di copertura tra le azioni privilegiate e quelle ordinarie avrebbe comportato rischi particolari, perché l'emissione senior non era convertibile nelle azioni junior.

9. Questa operazione è analizzata nella nota 41 dell'Appendice.