

Capitolo 46

Warrant su azioni

Negli ultimi due decenni l'uso dei warrant d'opzione su azioni ha attraversato uno sviluppo straordinario. I warrant d'opzione sono stati concepiti originariamente come una forma di privilegio di partecipazione per le obbligazioni e le azioni privilegiate a cui erano attaccati. In questa forma erano comunemente considerati solo come una caratteristica del titolo senior, simile a un diritto di conversione, e i warrant stessi avevano poca importanza in relazione alla struttura di capitalizzazione della società. In seguito si è giunti all'idea di creare warrant d'opzione su azioni separatamente da altri titoli e di consegnarli come compenso a sottoscrittori, promotori e dirigenti. Da questo punto l'inevitabile sviluppo successivo è stata l'emissione, tramite vendita o scambio, di warrant d'opzione su azioni, separati da altri titoli, al pubblico indistinto allo stesso modo delle azioni ordinarie. Hanno così raggiunto piena statura come forma indipendente di "titolo", come parte importante dell'assetto finanziario di molte società e come mezzo popolare e importante di attività speculativa.

In un capitolo precedente abbiamo preso in esame gli aspetti tecnici dei warrant opzionali come aggiunta ai titoli senior. In questo capitolo discuteremo il ruolo più importante dei warrant opzionali come strumento finanziario separato. La nostra trattazione si divide in tre sezioni: (1) descrizione, (2) caratteristiche tecniche dei warrant come veicolo di speculazione, (3) il loro significato come parte della struttura finanziaria.

Sommario descrittivo

Un warrant d'opzione (staccabile) è un diritto trasferibile di acquisto di azioni, originariamente valido per un periodo di tempo considerevole (i warrant allegati a un'emissione obbligazionaria sono talvolta chiamati "Diritti obbligazionari". Un terzo nome per la stessa cosa è "Warrant di acquisto di azioni"). I suoi termini includono: (1) il tipo di azione, (2) l'importo, (3) il prezzo, (4) il metodo di pagamento, (5) la durata del privilegio e (6) le disposizioni anti-diluizione (questi ultimi sono stati descritti nel Capitolo 25).

Tipo di azioni coperte dal privilegio. Quasi tutti i warrant hanno un'opzione d'acquisto sulle azioni ordinarie della società emittente. In rari casi si applicano alle azioni privilegiate (per esempio, American Locker Company, Inc.) o alle azioni di qualche altra società (per esempio, i warrant attaccati alle azioni privilegiate Central States Electric Corporation contenevano il diritto di acquistare le azioni di North American Company e i warrant attaccati alle azioni privilegiate Solvay American Investment Corporation contenevano l'opzione d'acquisto di azioni Allied Chemical and Dye Corporation). I warrant non hanno diritto a ricevere interessi, dividendi o pagamenti in conto capitale, né hanno il diritto di esprimere alcun voto.

Somiglianza con i "diritti" di sottoscrizione. I warrant di opzione hanno una certa somiglianza con i "diritti di sottoscrizione" che vengono emessi dalle società ai loro azionisti in relazione al collocamento di azioni aggiuntive. Ci sono due differenze significative, tuttavia, tra warrant e diritti. I warrant hanno una lunga durata e il prezzo di acquisto delle azioni è quasi sempre più alto della quotazione al momento della loro emissione. Inoltre, il prezzo varia frequentemente in base ai termini del warrant. I diritti di sottoscrizione hanno una durata breve e richiedono un prezzo fisso, solitamente inferiore a quello di mercato al momento della loro autorizzazione. I diritti di sottoscrizione sono quindi concepiti con l'intento di garantire il loro esercizio e la pronta ricezione di fondi da parte della società. I warrant di opzione, in genere, non hanno alcuna relazione con le esigenze finanziarie della società e non ci si aspetta che vengano esercitati in tempi brevi. Detto in modo diverso (e riferendosi alla situazione usuale al momento dell'emissione) un diritto di sottoscrizione sarà esercitato a meno che il mercato non scenda sostanzialmente prima della sua scadenza; i warrant di op-

zione non saranno esercitati a meno che il prezzo di mercato non aumenti sostanzialmente nel futuro prossimo o lontano.¹ I diritti di sottoscrizione, in genere, durano circa sessanta giorni; la durata originale dei warrant sulle opzioni raramente, se non mai, è inferiore a un anno, e molti di essi sono perpetui.

Metodo di pagamento. La maggior parte dei warrant d'opzione richiede il pagamento del prezzo di sottoscrizione in contanti. Quelli originariamente attaccati a obbligazioni o azioni privilegiate possono consentire il pagamento in contanti o tramite offerta del titolo senior che viene accettato al suo valore nominale. Questa alternativa può essere di notevole importanza pratica.

Esempio: i warrant Electric Power and Light costituiscono un diritto d'acquisto perpetuo su azioni ordinarie a 25 dollari per azione. Il pagamento può essere effettuato in contanti o con l'offerta di azioni privilegiate di secondo livello a 100 dollari per azione. Nel novembre 1939 le azioni ordinarie furono scambiate a 8, e le privilegiate di secondo livello a 17. A causa del prezzo molto basso dell'emissione senior, i warrant possedevano un "valore d'esercizio", anche se le azioni ordinarie venivano vendute a 17 punti sotto il prezzo dell'opzione. Il calcolo è il seguente:

$$\begin{aligned} \text{Un warrant più } \frac{1}{4} \text{ di azione privilegiata di secondo livello} &= 1 \text{ azione ordinaria} \\ \text{Valore del warrant d'opzione} &= 8 - \frac{1}{4}(17) = 3\frac{3}{4} \end{aligned}$$

Base della negoziazione dei warrant. I warrant sulle opzioni vengono acquistati e venduti sul mercato allo stesso modo delle azioni ordinarie. Fino alla fine del 1939, solo due emissioni di warrant furono quotate separatamente (dalle azioni, N.d.T.) alla Borsa di New York,² ma molte erano attivamente negoziate al New York Curb Exchange e in altre Borse. La base della negoziazione di questi strumenti è un po' ec-

1. I diritti Remington-Rand, emessi nel 1936, erano una combinazione un po' troppo ingegnosa di diritto di sottoscrizione e forme di warrant. Se il titolare avesse esercitato prontamente parte del suo diritto di sottoscrizione (con una perdita di mercato predefinita, come è effettivamente accaduto), a quel punto avrebbe avuto un ulteriore diritto di acquistare più azioni fino a un anno dopo, e così via. A nostro avviso, elaborati espedienti di questo tipo creano situazioni speculative non necessarie o danno agli abili e ai ben informati un indebito vantaggio rispetto all'azionista ordinario.

2. I warrant Commercial Investment Trust erano l'unica emissione di cui si ebbe negoziazione attiva. I warrant di Havana Electric Railway furono quotati alla Borsa di New York tra il 1926 e il 1934, ma la loro attività di negoziazione fu trascurabile.

centrica e talvolta porta a gravi errori. In base alla regola standard, “un warrant” significa il diritto di acquistare una quota di azioni e non il diritto originariamente associato a una quota di azioni.

Esempi: le azioni privilegiate della Walgreen (Drug) Company venivano scambiate con attaccati warrant che davano diritto al detentore di acquistare due azioni ordinarie per ogni azione privilegiata. In base alla regola standard di trading, la locuzione “un warrant Walgreen” significava il diritto di acquistare una quota di azioni ordinarie, ovvero si diceva che ogni azione privilegiata portasse attaccati “due warrant”.

Allo stesso modo, l'azione privilegiata Consolidated Cigar Corporation 6½% venne emessa con attaccato a ciascuna azione un warrant che dava diritto all'acquisto di mezza azione ordinaria. Questi warrant sono stati anche negoziati tenendo conto del fatto che un warrant rappresentava il diritto di acquistare una quota di azioni ordinarie; vale a dire, si diceva che ogni azione privilegiata 6½% portasse attaccato “mezzo warrant”. Ma le eccezioni a questa regola standard sono numerose.

Esempi: l'azione privilegiata Commercial Investment Trust Corporation 6½% aveva attaccato un warrant per acquistare mezza azione ordinaria per ogni azione di privilegiata (lo stesso rapporto del caso dell'azione privilegiata Consolidated Cigar). Ma l'unità di negoziazione sulla Borsa di New York era il warrant originariamente attaccato a un'azione privilegiata, ovvero dava diritto a mezza azione ordinaria. Simili modifiche furono apportate alle regole di negoziazione per i warrant B di Niagara Hudson Power Corporation, i warrant attaccati alle azioni privilegiate Loew's, Inc., i warrant “serie vecchia” di Safeway Stores, Inc. ecc.

Quando si apporta una modifica al numero di azioni a cui dà diritto il warrant, la procedura consueta è di continuare a negoziare “un vecchio warrant” come “un warrant”.

Esempio: “Un warrant attaccato all'obbligazione Loew's” originariamente dava diritto ad acquistare un'azione ordinaria a 55 dollari. Rappresentava il warrant associato a 200 dollari di obbligazione non garantita Loew's 6%, scadenza 1941. Quando fu pagato un dividendo azionario del 25% nel 1928, la disposizione anti-diluizione richiedeva che un quarto di azione aggiuntivo fosse assegnato gratuitamente con ogni azione sottoscritta utilizzando il warrant. “Un warrant attaccato all'obbligazione Loew's” rimase fisicamente invariato e da allora in poi rappresentò il diritto di sottoscrivere 1¼ azioni a 55 dollari. Analogamente nel caso dei warrant Commercial Investment Trust, quando le

azioni ordinarie furono frazionate $2\frac{1}{2}$ per 1. Da allora in poi un warrant rappresentò il diritto di sottoscrivere $1\frac{1}{4}$ nuove azioni invece di $\frac{1}{2}$ vecchia azione.

Ma a volte si segue la pratica opposta.

Esempio: warrant A Niagara Hudson Power. Questi davano diritto ad acquistare un'azione ordinaria a 35 dollari. La società effettuò una ricapitalizzazione nel 1932 ed emise 1 nuova azione ogni 3 vecchie. Quindi quello che prima era "un warrant" ora dava diritto ad acquistare $\frac{1}{3}$ di una nuova azione a 35 dollari, ovvero a 105 dollari per azione. Il New York Curb Exchange ridefinì quindi "un warrant A" come rappresentante il diritto di acquistare una *nuova* azione. Quindi tre vecchi warrant divennero un nuovo warrant.

Questi dettagli tecnici sono forniti qui perché non sono disponibili nei manuali descrittivi standard. Coloro che acquistano o vendono un particolare warrant d'opzione sono invitati a fare un'attenta ricerca come punto di partenza della sua negoziazione.³

Esempi di warrant emessi per scopi vari

A. Attaccati a titoli senior. Forse il primo esempio è l'emissione dell'obbligazione American Power and Light nel 1911. Di gran lunga il più importante è il collocamento, da parte di American e Foreign Power Company, di 270.000.000 di dollari di azioni privilegiate di secondo grado con attaccati warrant che davano diritto a non meno di 7.100.000 azioni ordinarie.

B. Come compensazione per i sottoscrittori. Il primo caso importante sembra essere stato l'emissione obbligazionaria al 6% da 25.000.000 di dollari della Barnsdall Corporation del 1926. Qui i banchieri ricevettero, come parte del loro compenso, warrant per sottoscrivere 500.000 azioni ordinarie. Al successivo prezzo massimo, questi warrant avrebbero avuto un valore di 13.000.000 di dollari. National Fund, Inc., un fondo di investimento aperto, emise warrant agli sponsor nel 1936 in luogo della consueta commissione di carico. Molte quotazioni di società più piccole ora includono grandi quantità di warrant oltre al compenso in contanti per i banchieri. *Esempi:* Aeronautical Corporation of

3. I diritti di sottoscrizione sono invariabilmente trattati a New York sulla base di "un diritto", ovvero il diritto ricevuto dal proprietario di un'azione. Questa è l'idea opposta a quella normalmente seguita nei warrant d'opzione. Si veda la nota 63 dell'Appendice per un metodo rapido di calcolo del valore dei diritti di sottoscrizione.

America (1939), Triumph Explosives, Inc. (1939), Howard Aircraft Corporation (1939).

C. *Come compenso per promotori e management.* Un caso eclatante fu la costituzione della Petroleum Corporation of America nel gennaio 1929. Al pubblico vennero offerte 3.250.000 azioni a 34 dollari l'una. Furono emessi warrant quinquennali per acquistare 1.625.000 azioni a 34 dollari ai promotori e al management.

D. *Emessi all'interno di un piano di fusione o ristrutturazione, in concambio per altri titoli.* Commonwealth and Southern Corporation emise circa 17.500.000 warrant, assieme a 34.000.000 di azioni ordinarie e 1.500.000 di azioni privilegiate, principalmente in concambio con titoli di sei società costituenti. È interessante notare che emise *azioni ordinarie* e warrant in cambio di warrant d'opzione della Penn-Ohio Edison Company e Southeastern Power and Light Company.

Nella ristrutturazione del 1937 della Baldwin Locomotive Works, le vecchie azioni privilegiate e ordinarie furono entrambe concambiate con nuove azioni ordinarie e warrant. Nella ristrutturazione del 1936 della Colorado Fuel and Iron, furono concessi solo warrant in cambio delle vecchie azioni privilegiate e ordinarie. Il piano di ristrutturazione della Erie Railroad, presentato nel 1938 per conto delle compagnie assicurative che detenevano obbligazioni, era unico, in quanto concedeva ai vecchi azionisti warrant per acquistare nuove azioni ordinarie dai vecchi creditori anziché dalla società.

E. *Allegati a un'emissione originale di azioni ordinarie.* La Public Utility Holding Corporation of America collocò 2.500.000 azioni ordinarie, con warrant che davano diritto ad acquistare un numero uguale di azioni ordinarie aggiuntive. Inoltre, il sindacato organizzativo acquistò 500.000 azioni di classe A (con controllo del voto) assieme a warrant per acquistare 1.000.000 di azioni di classe A o ordinarie.

F. *Collocati separatamente per contanti.* Nel 1929 la Fourth National Investors Corporation collocò alla sua società madre 750.000 warrant d'opzione per 3.000.000 di dollari. Nel 1936 la Phillips Packing Company vendette warrant in contanti ai banchieri.

I warrant come mezzo di speculazione

In senso lato, i warrant di opzione possiedono le stesse caratteristiche generali delle azioni ordinarie a basso prezzo, la cui teoria è stata discussa nel Capitolo 41. I warrant sono, nel nome e nella forma, come spesso sono in sostanza le azioni a basso prezzo, una chiamata a lungo

termine sul futuro di un'azienda.⁴ È anche vero che la relazione tra un warrant e le sue azioni ordinarie è più o meno simile a quella tra un'azione ordinaria e un titolo senior speculativo della stessa società.

L'elemento qualitativo. Come per tutti gli altri impegni speculativi, l'attrattiva di un dato warrant dipende da due fattori completamente diversi: l'elemento qualitativo, ovvero la natura dell'impresa, in relazione in particolare alla sua presunta possibilità di grande miglioramento, e l'elemento quantitativo, ovvero i termini in base ai quali il warrant viene offerto, incluso il suo prezzo e il prezzo delle azioni ordinarie a cui dà diritto. Non si può contare sulla tecnica di analisi delle attività finanziarie per scoprire quali business hanno maggior probabilità di progredire negli anni a venire. Non c'è molto che si possa dire, quindi, sull'elemento qualitativo nella selezione dei warrant per la speculazione. Poiché di solito un warrant può raggiungere un valore tangibile solo attraverso un aumento degli utili, ci si deve concentrare sulle prospettive di cambiamento piuttosto che sulla stabilità. I warrant delle utility pubbliche, per esempio, divennero estremamente popolari nel 1928-1929, non in virtù della superiore stabilità delle imprese di utility ma perché il mercato era convinto che i loro utili avrebbero continuato a espandersi indefinitamente.

Per quanto riguarda la probabilità aritmetica di un grande rialzo dei prezzi, abbiamo già dimostrato che è più probabile che ciò si verifichi sulle azioni ordinarie di imprese a capitalizzazione speculativa (per esempio, A. E. Staley Company e American Water Works and Electric, discusse nel Capitolo 40, che si possono trovare nel testo della sesta edizione). Quindi si può anche dire che i warrant d'acquisto su azioni ordinarie di questo tipo godono di uno speciale vantaggio speculativo. Ma questa, in fondo, è una questione quantitativa piuttosto che qualitativa. A nostro avviso, è raro poter affermare *con certezza* che le prospettive a lungo termine di una particolare linea di business siano così tanto superiori alla media da rendere i warrant collegati a quel settore più attraenti di qualsiasi altro. Ma se il singolo speculatore ha opinioni e preferenze chiare su questo punto, è perfettamente logico che le segua.

Considerazioni quantitative: l'importanza di un prezzo basso. È più facile evidenziare gli elementi che determinano l'attrattiva relativa dei

4. In pochi casi i warrant vengono emessi per una durata relativamente breve. In tal caso, sono più un'opzione sul futuro del mercato azionario che dell'azienda. Esempio: i warrant della Phillips Packing Company, di cui sopra, ebbero una vita di soli due anni.

warrant da un punto di vista quantitativo. Le qualità desiderabili sono: in primo luogo, un prezzo basso, in secondo luogo, una lunga durata e, in terzo luogo, un prezzo di opzione (o di acquisto) vicino a quello di mercato. Dal punto di vista della teoria speculativa, il più importante dei tre è senza dubbio un prezzo basso per il warrant. Ciò può essere evidenziato da un confronto tra la situazione esistente nei warrant della Sinclair Oil and Refining Corporation nel 1917 e nei warrant B della Niagara Hudson Power Corporation nel 1929.

Esempi: il warrant attaccato a ogni obbligazione da 1.000 dollari della Sinclair Oil and Refining Corporation emessa nel 1917 dava diritto al possessore di acquistare 25 azioni a 45 dollari l'una fino al 1° agosto 1918, a 47½ fino al 1° agosto 1919 e a 50 fino al 1° febbraio 1920. Nel dicembre 1917 il titolo era sceso a 25¼ e un warrant che dava diritto a sottoscrivere 25 azioni poteva essere acquistato a 20 dollari, ovvero a un costo di soli 80 centesimi per azione. Qui il prezzo di mercato delle azioni era molto al di sotto del prezzo dell'opzione, ma l'opzione poteva essere acquistata a un prezzo molto basso. Il seguito fu abbastanza tipico dei mercati speculativi. In meno di 18 mesi le azioni Sinclair Oil salirono a 69¾, dando a un warrant per 25 azioni un valore realizzabile di oltre 550 dollari. Un aumento del 175% nel prezzo delle azioni produsse un aumento del 2.680% nel prezzo del warrant.

I warrant B della Niagara Hudson Power Corporation davano diritto al titolare di acquistare 3½ azioni ordinarie per 50 dollari, ovvero a 14,285 dollari per azione. Quando i warrant furono ammessi alla negoziazione sul New York Curb nel 1929, furono scambiati a 60, equivalenti a 17 per un warrant da un'azione, mentre le azioni venivano scambiate a 22½. In questo caso, lo speculatore stava quasi pagando tanto per un'azione derivante dai warrant quanto per un'azione quotata. Quando quest'ultima raggiunse il suo massimo di 31 più avanti nell'anno, i warrant aumentarono di una percentuale molto più piccola, a 21. Ancora più avanti nello stesso anno, il prezzo delle azioni crollò a 11¼, e poi i warrant crollarono a un minimo di 2. Questi dati comparati mostrano che, all'equivalente di 17, i warrant B Niagara Hudson venivano scambiati a un prezzo straordinariamente poco attraente.

L'importanza di un basso prezzo relativo. È tecnicamente auspicabile che il prezzo di un warrant sia basso non solo di per sé, ma anche in relazione al prezzo delle azioni ordinarie. Questo punto può essere dimostrato da un confronto tra i warrant della Commercial Investment Trust Corporation del 1928 e i warrant dell'American and Foreign Power Company del 1933.

Esempi: i warrant della Commercial Investment Trust Corporation venivano venduti a 6 dollari ciascuno nell'agosto 1928. Davano diritto al possessore di acquistare $\frac{1}{2}$ quota di azioni ordinarie a 90 dollari per azione fino alla fine del 1929 e, in seguito, a 100 fino al 1° gennaio 1931. L'azione ordinaria veniva allora scambiata a circa 70. Il warrant per 1 azione rappresentava quindi un impegno di 12 dollari, ovvero circa $\frac{1}{6}$ del valore corrente delle azioni. Nonostante il prezzo di acquisto relativamente alto fissato nel warrant, a quest'ultimo avrebbe potuto essere attribuito un vantaggio speculativo rispetto alle azioni, a causa del costo monetario implicito molto più basso (come poi accadde effettivamente, il prezzo dei warrant aumentò di undici volte nel 1928-1929, rispetto a un aumento triplo dell'azione ordinaria). Come mostrato nel Capitolo 48, nel novembre 1933, i warrant per un'azione di American and Foreign Power potevano essere acquistati a 7, rappresentando l'esatta parità con l'azione ordinaria. Ma il fatto che l'ordinaria scambiasse solo a 10 eliminava qualsiasi vantaggio speculativo speciale dai warrant a 7. Come vedremo più avanti, ciò colloca congiuntamente le azioni e i warrant nella categoria delle speculazioni "pseudo" a basso prezzo, del tipo discusso all'inizio del Capitolo 41.

La discussione precedente porta alla conclusione che un dato warrant di opzione ha un'attrattiva speculativa, in senso tecnico, solo se costituisce un diritto a basso costo e a lungo termine di acquistare un'azione a un prezzo non troppo lontano da quello corrente di mercato.⁵

Esempi: i warrant Sinclair Oil and Commercial Investment Trust, citati sopra, sono esempi che soddisfacevano questi requisiti. Un esempio insolito è fornito dai warrant Barnsdall Oil del 1927. Si trattava di un diritto d'acquisto sull'azione a 25. Quando le azioni venivano scambiate a 31, i warrant venivano scambiati a 6, esattamente alla parità. In questo caso, qualsiasi aumento del valore dell'azione avrebbe significato, e in seguito significò, un aumento proporzionale molto più ampio del prezzo dei warrant.

Vantaggi tecnici spesso assenti. Durante il 1928-1929, quando il trading dei warrant era più attivo, c'era una tendenza per questi strumenti a scambiare a livelli elevati, sia relativamente sia in assoluto, così che non si poteva dire che possedessero alcun vantaggio tecnico rispetto alle tipiche azioni ordinarie. Durante la successiva depressione, molte

5. Si veda Dewing, Arthur S., *A Study of Corporation Securities*, pp. 404-405, New York, 1934, per uno studio sull'attrattiva relativa congiunta dei warrant e delle azioni ordinarie come veicoli speculativi.

emissioni di warrant erano ottenibili a prezzi molto bassi, ma anche in questo caso le azioni ordinarie correlate erano quotate così basse da mettere in discussione l'attrattiva comparativa del warrant. La situazione alla fine del 1939 può essere illustrata dall'elenco rappresentativo dei warrant mostrato nella tabella sottostante.

È da notare che i warrant che comportavano il diritto di effettuare il pagamento consegnando un'obbligazione o un'emissione privilegiata alla pari venivano generalmente scambiati a un prezzo interessante rispetto alle azioni ordinarie (i warrant Electric Power e Light, in realtà, erano quotati sotto la parità). Gli altri warrant a basso prezzo sembravano troppo lontani dal valore realizzabile per meritare attenzione. I rapporti di prezzo di Baldwin Locomotive e New York City Omnibus sono tipici delle rispettive fasi nella scala dei valori di mercato.⁶

| Nome della società emittente di warrant | Scadenza | Prezzo di sottoscrizione delle azioni derivanti dai warrant | Prezzo di mercato delle azioni | Prezzo di mercato dei warrant |
|---|----------------------|---|--------------------------------|-------------------------------|
| American & Foreign Power | Perpetuo | 25 o $1\frac{5}{8}$ * | 1 | 3 |
| Atlas Corp. | Perpetuo | 25 o $23\frac{5}{8}$ * | $8\frac{5}{8}$ | $\frac{7}{8}$ |
| Baldwin Locomotive Co. | Al 1° settembre 1945 | 15 | $17\frac{1}{4}$ | $7\frac{3}{8}$ |
| Electric Power & Light Cor. | Perpetuo | 25 o 4* | $6\frac{7}{8}$ | $2\frac{5}{8}$ |
| Manati Sugar Co. | Al 5 novembre 1947 | $12\frac{1}{2}$ o 5* | $3\frac{7}{8}$ | $\frac{5}{8}$ |
| Merrit-Chapman & Scott Corp. | Perpetuo | 30 | $4\frac{1}{2}$ | $\frac{1}{2}$ |
| N.Y. City Omnibus Corp. | al 1° marzo 1947 | $17\frac{1}{2}$ | $32\frac{3}{4}$ | $17\frac{1}{4}$ |
| Scullin Steel Corp. | al 1° maggio 1942 | 10 o $6\frac{1}{2}$ * | $8\frac{3}{4}$ | $3\frac{1}{2}$ † |
| Tri-Continental Corp. | Perpetuo | $22\frac{1}{2}$ | $23\frac{1}{4}$ | $1\frac{1}{2}$ |
| United Corp. | Perpetuo | 25 | $23\frac{3}{8}$ | $1\frac{1}{4}$ |

*Costo in termini di prezzo corrente dei titoli senior cedibili in sostituzione del denaro contante.

†Prezzo di mercato di 4 warrant, equivalenti a 1 azione ordinaria.

6. Per un tentativo di formulare matematicamente il valore dei warrant si veda John B. Williams, *The Theory of Investment Value*, pp. 172-178, Harvard University Press, 1938.

Warrant come parte della struttura di capitalizzazione

I warrant d'opzione sono essenzialmente un dispositivo per dare un'incorporazione separata all'elemento delle prospettive future. Ma il diritto di beneficiare di un futuro miglioramento o potenziamento appartiene intrinsecamente all'azionista ordinario. È una delle considerazioni importanti che riceve in cambio di aver investito i suoi soldi e aver assunto il "primo rischio" di perdita. Il fatto fondamentale che riguarda un warrant d'opzione, quindi, è che esso rappresenta *qualcosa che è stato tolto* dalle azioni ordinarie. L'equazione è semplice:

$$\text{Valore delle azioni ordinarie} + \text{valore dei warrant} = \text{valore delle sole azioni ordinarie}$$

(vale a dire, se non ci fossero warrant).

I warrant rappresentano una sottrazione dalle azioni correlate. *Esempio:* Questo punto può essere illustrato concretamente facendo riferimento all'effetto dell'emissione dei warrant Barnsdall sul valore delle azioni. Gli utili riportati per il 1926 erano 6.077.000 dollari, ovvero 5,34 dollari per azione su 1.140.000 azioni in circolazione. Tuttavia, esistevano anche warrant che davano diritto ad acquistare 1.000.000 di azioni a 25 dollari, il ricavato sarebbe stato utilizzato per ritirare dal mercato 25.000.000 di dollari di obbligazioni al 6%. L'analista avrebbe dovuto presumere che i warrant fossero esercitati, riducendo così gli utili del 1926 da 5,34 dollari a 3,54 dollari per azione. Nel 1929, essendo stati effettivamente esercitati i warrant, gli utili furono pari a 3,25 dollari per azione, rispetto ai 4,76 dollari nel caso in cui non fossero stati creati warrant. Il prezzo medio di 35 per l'anno era equivalente a un valore di 10 per i warrant. Ciò significava, sostanzialmente, che circa 8 dollari per azione erano stati sottratti al valore delle azioni ordinarie (che altrimenti avrebbero avuto un valore di 43) dalla creazione dei warrant.

Questa illustrazione mostra chiaramente che l'effetto della creazione di warrant è quello di diminuire i benefici goduti dalle azioni ordinarie nel caso di un grande aumento degli utili o del valore del business. I warrant d'acquisto di azioni, anche a un prezzo superiore al mercato, riducono quindi il valore attuale delle azioni ordinarie, perché parte di questo valore attuale si basa sul diritto di beneficiare di un miglioramento futuro.

Un pericoloso strumento per diluire il valore delle azioni. Il warrant d'opzione è uno strumento fundamentalmente pericoloso e discutibile,

perché determina una diluizione indiretta e solitamente non riconosciuta dei valori delle azioni ordinarie. Gli azionisti guardano l'emissione di warrant con indifferenza, non rendendosi conto che parte del loro capitale in futuro verrà loro sottratto. Il mercato azionario, con la sua solita negligenza, applica la stessa base di valutazione alle azioni ordinarie, indipendentemente dal fatto che i warrant siano in circolazione. Quindi i warrant possono essere utilizzati per pagare bonus irragionevoli ai promotori o ad altri addetti ai lavori senza timore di comprensione e critica da parte della base degli azionisti. Inoltre, il meccanismo dei warrant facilita la creazione di una valutazione di mercato aggregata artificialmente elevata per i titoli di una società, perché (con un po' di manipolazione) possono essere instaurati grandi valori per un'enorme emissione di warrant senza ridurre la quotazione delle azioni ordinarie.

I warrant d'opzione sulle azioni si sono dimostrati uno strumento conveniente e attraente nelle ristrutturazioni aziendali, perché hanno consentito ai ristrutturatori di dare ai vecchi azionisti un contentino di qualche tipo, mentre apparentemente consegnavano l'azienda interamente ai creditori. La SEC, tuttavia, ha preso posizione contro questa pratica, sostenendo che se ai vecchi azionisti non è rimasto alcun capitale, non hanno diritto ai warrant.⁷

Una reductio ad absurdum. L'incapacità del pubblico di comprendere che tutto il valore dei warrant sulle opzioni deriva a spese delle azioni ordinarie ha portato a una pratica che sarebbe ridicola se non fosse così dannosa. Ci riferiamo al collocamento iniziale di azioni ordinarie cum warrant per acquistare ulteriori azioni ordinarie. Questa disposizione non dà nulla agli azionisti che non avrebbero senza il warrant e viola un'ovvia regola di sana finanza aziendale. Un'azienda gestita correttamente colloca azioni aggiuntive *solo quando è necessario nuovo capitale e*, in tal caso, gli azionisti hanno solitamente il diritto di sottoscriverle pro-rata (ovvero in proporzione all'offerta, N.d.T.).⁸ Concedere diritti

7. Si veda il loro parere consultivo nel caso National Radiator (nel marzo 1939), che ha portato all'eliminazione della clausola che prevedeva i warrant per i vecchi azionisti. A nostro parere, le ampie obiezioni al dispositivo dei warrant in linea di principio possono giustificare la posizione piuttosto draconiana della SEC. Ma una clausola dei warrant in base a cui i vecchi azionisti possono scalare i vecchi creditori a un prezzo che li salderà, per esempio il piano Erie, datato gennaio 1939, ha molti più argomenti per raccomandarla.

8. È diventato di moda inserire disposizioni statutarie che privano gli azionisti di questo cosiddetto "diritto di prelazione". Si sostiene che la rinuncia a questo diritto sia

di sottoscrizione agli azionisti quando il denaro non è necessario è assurdo da tutti i punti di vista, tranne che per ingannare le persone facendo loro credere che venga loro offerto qualcosa di attraente. Assomiglia alla pratica, in cui a volte si indulge, di dichiarare dividendi “in ricetta” rimborsabili a discrezione degli amministratori. Questa “ricetta” è un’espressione non necessaria in forma separata di un diritto che le azioni ordinarie posseggono intrinsecamente, cioè di ricevere dividendi futuri quando gli amministratori ritengono opportuno pagarli.⁹ Analogamente, questi warrant d’opzione attaccati alle emissioni originali di azioni ordinarie sono un’espressione superflua del diritto intrinseco degli azionisti di partecipare a future offerte azionarie.¹⁰

Un ulteriore studio delle implicazioni malsane del meccanismo dei warrant è integrato con due linee di indagine più ampie sulle pratiche finanziarie, la prima relativa al prezzo pagato dal pubblico per il finanziamento e la gestione aziendale, la seconda relativa a quel gruppo di pratiche aziendali manipolative e pericolose denominate “piramidazione”. Questi aspetti dell’analisi dei titoli saranno presi in considerazione nei capitoli successivi.

necessaria per conferire ai manager poteri più flessibili nel concludere accordi aziendali che comportino l’emissione di azioni. Siamo molto scettici sulla solidità di questa argomentazione.

9. Cities Service Company pagò dividendi in una ricetta di questo tipo tra il 1921 e il 1925, riscattandola nell’ultimo anno. Poiché il suo valore dipendeva quasi interamente dal capriccio dei dirigenti, era il tipo di mezzo speculativo che dà un enorme vantaggio agli insider. Gas Securities Company, una sussidiaria di Cities Service, pagò dividendi in ricetta di questo tipo nel 1933.

10. Per un esempio recente di questo tipo di finanziamento, si veda l’offerta di azioni ordinarie e warrant del 1936 di Berkey and Gay Furniture.