

TABELLA 16-3 Società con grandi quantità di emissioni convertibili e Warrant alla fine del 1969 (Azioni in migliaia)

Emissione di azioni ordinarie aggiuntive				
Sulla conversione di			Totale	
Comune		Preferito	Contro	Aggiuntivo
Azione			Mandati	Comune
Eccezionale	Titoli di obbligazioni			Azione
Avco Corp. 11.470 Gulf & Western Inc.	1.750	10.436	3.085	15.271
14.964 Internazionale tel. & tel. 67.303	9.671	5.632	6.951	22.260
Temco-Vought 4.410a National General	190	48.115		48.305
4.910 Northwest Industriesb 7.433 Rapid	1.180	685	7.564	9.429
American 3.591	4.530		12.170	16.700
		11.467	1.513	12.980
	426	1.503	8.000	9.929

a Include "stock speciale".

b Alla fine del 1970.

true se l'azione privilegiata aveva un privilegio di conversione vicino a mercato. Al momento è generalmente vero il contrario. Di conseguenza lì sono un numero considerevole di azioni privilegiate convertibili che sono chiaramente più attraenti delle relative azioni ordinarie. I proprietari del comune non hanno nulla da perdere e vantaggi importanti guadagnare passando dalle loro azioni junior a quelle senior.

Esempio: un tipico esempio è stato presentato da Studebaker Worthington Corp. alla fine del 1970. Il comune venduto a 57, mentre la convertibile preferita da \$ 5 ha chiuso a 871 1/2. Ognuno preferito la quota è scambiabile con 11 1/2 azioni ordinarie, quindi vale 851 1/2. Ciò indicherebbe una piccola differenza di denaro nei confronti dell'acquirente il preferito. Ma i dividendi vengono pagati sul comune al tasso annuo di \$ 1,20 (o \$ 1,80 per le azioni 11 1/2), contro \$ 5 ottenibile su una quota di privilegiata. Pertanto, la differenza di prezzo sfavorevole originaria verrebbe probabilmente compensata in meno di un anno, dopo di che il preferito probabilmente restituirebbe un apprezzabile rendimento da dividendi più elevato rispetto al comune per qualche tempo a venire. Ma la cosa più importante, ovviamente, sarebbe la posizione di alto livello che il azionista comune guadagnerebbe dal passaggio. A prezzi bassi

del 1968 e di nuovo nel 1970 i privilegiati vendettero 15 punti in più di 11 $\frac{1}{2}$ azioni ordinarie. Il suo privilegio di conversione garantisce che non potrà mai vendere a un prezzo inferiore al pacchetto comune.²

Warrant Stock-Option

Non usare mezzi termini all'inizio. Consideriamo il recente sviluppo di warrant stock option come una quasi frode, una minaccia esistente e un potenziale disastro. Hanno creato dal nulla enormi "valori" del dollaro. Non hanno scuse per esistere se non nella misura in cui ingannano speculatori e investitori.

Dovrebbero essere vietati dalla legge, o almeno strettamente limitati a una parte minore della capitalizzazione totale di una società.* Per un'analogia nella storia generale e nella letteratura rimandiamo il lettore alla sezione del *Faust* (parte 2), in cui Goethe descrive l'invenzione della carta moneta. Come minaccioso precedente sulla storia di Wall Street, possiamo citare i warrant di American & Foreign Power Co., che nel 1929 aveva un valore di mercato quotato di oltre un miliardo di dollari, sebbene comparissero solo in una nota a piè di pagina del bilancio della società. Nel 1932 questo miliardo di dollari si era ridotto a 8 milioni di dollari e nel 1952 i warrant furono cancellati con la ricapitalizzazione della società, anche se era rimasta solvibile.

In origine, i warrant di stock option erano allegati di tanto in tanto alle emissioni obbligazionarie e di solito erano equivalenti a un privilegio di conversione parziale. Non erano importanti in termini di quantità e quindi non facevano male. Il loro uso si espanse alla fine degli anni '20, insieme a molti altri abusi finanziari, ma in seguito scomparvero dalla vista per lunghi anni. Dovevano ripresentarsi, come i soldi che sono, e dal 1967 sono diventati familiari "strumenti di

* I warrant erano una tecnica estremamente diffusa di finanza aziendale nel diciannovesimo secolo ed erano abbastanza comuni anche ai tempi di Graham. Da allora sono diminuiti in importanza e popolarità, uno dei pochi sviluppi recenti che darebbe a Graham un piacere senza riserve. Alla fine del 2002, c'erano solo sette emissioni di warrant rimanenti alla Borsa di New York, solo le vestigia spettrali di un mercato. Poiché i warrant non sono più comunemente usati dalle grandi società, gli investitori di oggi dovrebbero leggere il resto del capitolo di Graham solo per vedere come funziona la sua logica.

finanza." Si è infatti sviluppata una procedura standard per raccogliere capitali per nuove iniziative immobiliari, affiliate di grandi banche, mediante la vendita di quote di altrettante azioni ordinarie e warrant per l'acquisto di ulteriori azioni ordinarie allo stesso prezzo. *Esempio:* nel 1971 CleveTrust Realty Investors ha venduto 2.500.000 di queste combinazioni di azioni ordinarie (o "azioni di interesse effettivo") e warrant, per \$ 20 per unità.

Consideriamo per un momento ciò che è realmente coinvolto in questa configurazione finanziaria. Normalmente, un'emissione di azioni ordinarie ha il primo diritto di acquistare azioni ordinarie aggiuntive quando gli amministratori della società ritengono opportuno raccogliere capitali in questo modo. Questo cosiddetto "diritto di prelazione" è uno degli elementi di valore che entrano nella proprietà di azioni ordinarie, insieme al diritto a ricevere dividendi, a partecipare alla crescita della società ea votare per gli amministratori. Quando sono emessi warrant separati per il diritto di sottoscrivere capitale aggiuntivo, tale azione sottrae parte del valore inerente a un'azione ordinaria ordinaria e lo trasferisce in un certificato separato. Analoga cosa potrebbe essere fatta con l'emissione di certificati separati per il diritto a percepire i dividendi (per un periodo limitato o illimitato), o il diritto a partecipare ai proventi della vendita o liquidazione dell'impresa, o il diritto di voto sulle azioni. Perché allora questi warrant di sottoscrizione sono creati come parte della struttura del capitale originale? Semplicemente perché le persone sono inesperte in materia finanziaria. Non si rendono conto che le azioni ordinarie valgono meno con warrant in sospeso che altrimenti. Quindi il pacchetto di azioni e warrant di solito richiede un prezzo migliore sul mercato rispetto alle azioni da sole. Si noti che nei soliti rapporti aziendali gli utili per azione sono (o sono stati) calcolati senza un'adeguata indennità per l'effetto dei warrant in essere. Il risultato è, ovviamente, di sopravvalutare la vera relazione tra i guadagni e il valore di mercato.

* Oggi, l'ultimo residuo di attività nei warrant è nel pozzo nero della "bacheca" NASDAQ, o mercato over-the-counter per piccole società, dove le azioni ordinarie sono spesso raggruppate con warrant in una "unità" (il equivalente di quello che Graham chiama un "pacchetto"). Se un agente di cambio si offre di venderti "unità" in una società, puoi essere sicuro al 95% che siano coinvolti warrant e almeno al 90% certo che l'intermediario è un ladro o un idiota. I broker e le aziende legittimi non hanno attività in questo settore.

Il metodo più semplice e probabilmente il migliore per consentire il l'esistenza di warrant significa aggiungere l'equivalente del loro valore di mercato alla capitalizzazione di azioni ordinarie, aumentando così il "vero" prezzo di mercato per azione. Dove sono presenti grandi quantità di warrant stato emesso in relazione alla vendita di titoli senior, lo è consuetudine effettuare la rettifica assumendo che il ricavato del pagamento delle azioni sono utilizzati per ritirare le relative obbligazioni o azioni privilegiate. Questo metodo non consente adeguatamente il solito "valore a premio" di un warrant superiore al valore esercitabile. Nella Tabella 16-4 confrontiamo l'effetto dei due metodi di calcolo nel caso di National General Corp. per l'anno 1970.

L'azienda stessa trae un vantaggio dalla creazione di questi warrant, nel senso che lo assicurano in qualche modo ricevere capitale aggiuntivo quando ne ha bisogno? Affatto. Di norma non vi è alcun modo in cui la società possa richiedere ai detentori di warrant di esercitare i propri diritti, e quindi fornire nuovo capitale alla società, prima della data di scadenza dei warrant. Nel nel frattempo, se la società vuole raccogliere ulteriori azioni ordinarie fondi deve offrire le azioni ai suoi azionisti nel solito modo: il che significa un po' al di sotto del prezzo di mercato dominante. I warrant non aiutano in una simile operazione; semplicemente complicano il situazione richiedendo spesso una revisione al ribasso nella loro proprio prezzo di abbonamento. Ancora una volta affermiamo che grandi questioni di i warrant su azioni non hanno alcuno scopo, se non quello di fabbricare valori di mercato immaginari.

La carta moneta che Goethe conosceva quando scriveva il suo *Faust*, erano i famigerati assegnatari francesi che erano stati accolta come una meravigliosa invenzione, e alla fine vi erano destinati perdono tutto il loro valore, così come i miliardi di dollari americani & Mandati Foreign Power.* Si applicano alcune delle osservazioni del poeta

* I "famigerati assegnatari francesi" furono emessi durante la Rivoluzione del 1789. Originariamente erano debiti del governo rivoluzionario, presumibilmente garantiti dal valore della proprietà immobiliare che i radicali avevano sequestrato la Chiesa cattolica e la nobiltà. Ma i rivoluzionari erano pessimi gestori finanziari. Nel 1790 fu tagliato il tasso di interesse sugli assegnatari; presto loro smisero del tutto di pagare gli interessi e furono riclassificati come moneta cartacea. Ma il governo ha rifiutato di riscattarli con oro o argento e ha emesso in modo massiccio quantità di nuovi assegnatari. Furono ufficialmente dichiarati privi di valore nel 1797.

TABELLA 16-4 Calcolo del "prezzo di mercato reale" e rettificato Rapporto prezzo/utili di un'azione ordinaria con Grandi quantità di warrant in sospeso

(Esempio: National General Corp. nel giugno 1971)

1. Calcolo del "prezzo di mercato reale".

Valore di mercato di 3 emissioni di warrant, 30 giugno 1971	\$ 94.000.000
Valore dei warrant per azione di azioni ordinarie	\$ 18,80
Prezzo delle sole azioni ordinarie	24.50
Prezzo corretto del comune, rettificato per i warrant	43.30

2. Calcolo del rapporto P/E per consentire la diluizione del warrant

	<i>Prima</i>	<i>Dopo la diluizione del mandato</i>	
(guadagno 1970)	Società di <i>garanzia</i>	Nostro	
A. Prima degli articoli speciali.	Calcolo <i>della diluizione</i>	Calcolo	
Guadagnato per azione	\$ 2,33	\$ 1,60	\$ 2,33
Prezzo di comune	24.50	24.50	43.30 (agg.)
Rapporto P/E	10.5	15.3	18.5
 B. Dopo gli articoli speciali.			
Guadagnato per azione	\$ 0,90	\$ 1,33	\$ 0,90
Prezzo di comune	24.50	24.50	43.30 (agg.)
Rapporto P/E	27.2	18.4	48.1

Si noti che, dopo addebiti speciali, l'effetto del calcolo della società è quello aumentare l'utile per azione e ridurre il rapporto P/E. Questo è manifestamente assurdo. Con il nostro metodo suggerito l'effetto della diluizione è di aumentare il P/E rapporto sostanzialmente, come dovrebbe essere.

ugualmente bene per un'invenzione o un'altra, come la seguente (in traduzione di Bayard Taylor):

Faust: L'immaginazione nel suo volo più alto

Si sforza ma non riesce a coglierlo del tutto.

Mefistofele (l'inventore): Se hai bisogno di monete, i broker sono pronti
In piedi.

Il Matto (finalmente): La carta magica...!

Post scriptum pratico

Il reato dei mandati sta nell'"essere nati".* Una volta nati funzionano come altre forme di sicurezza e offrono possibilità di profitto oltre che di perdita. Quasi tutti i warrant più recenti hanno una durata limitata, generalmente tra cinque e dieci anni. I warrant più vecchi erano spesso perpetui ed era probabile che avessero storie di prezzo affascinanti nel corso degli anni.

Esempio: i registri mostreranno che i warrant Tri-Continental Corp., che risalgono al 1929, sono stati venduti a un trascurabile 1/32 di dollaro ciascuno nella profondità della depressione. Da quella umile proprietà il loro prezzo salì a un magnifico 753 1/4 nel 1969, un anticipo astronomico di circa il 242.000%. (I warrant sono stati quindi venduti a un prezzo notevolmente superiore alle azioni stesse; questo è il genere di cose che si verificano a Wall Street attraverso sviluppi tecnici, come i frazionamenti azionari.) Un esempio recente è fornito dai warrant Ling-Temco-Vought, che nel primo la metà del 1971 è passata da 21 1/2 a 121 1/2 e poi è scesa a 4.

Senza dubbio di tanto in tanto si possono svolgere operazioni scaltre sotto forma di mandato, ma questa è una questione troppo tecnica per essere discussa qui. Potremmo dire che i warrant tendono a vendere relativamente più in alto delle corrispondenti componenti di mercato legate al privilegio di conversione di obbligazioni o azioni privilegiate. In tale misura vi è una valida argomentazione a favore della vendita di obbligazioni munite di warrant piuttosto che creare un equivalente fattore di diluizione mediante un'emissione convertibile. Se il totale del mandato è relativamente piccolo, non ha senso prendere troppo sul serio il suo aspetto teorico; se l'emissione di warrant è ampia rispetto alle azioni in circolazione, ciò probabilmente indicherebbe che la società ha una capitalizzazione senior high-heavy. Dovrebbe invece vendere azioni ordinarie aggiuntive. Pertanto, l'obiettivo principale del nostro attacco ai warrant come meccanismo finanziario non è condannare il loro uso in relazione a emissioni obbligazionarie di entità moderata, ma argomentare contro la creazione sfrenata di enormi mostri di "cartamoneta" di questo genere.

* Graham, un appassionato lettore di letteratura spagnola, sta parafrasando un verso dell'opera teatrale *La vita è un sogno* di Pedro Calderon de la Barca (1600–1681): "Il più grande crimine dell'uomo è essere nato".

COMMENTO AL CAPITOLO 16

Ciò che semini non è vivificato, a meno che non muoia.

-IO. Corinzi, XV:36.

LO ZELO DEL CONVERTITO

Sebbene le obbligazioni convertibili siano chiamate "obbligazioni", si comportano come azioni, funzionano come opzioni e sono avvolte nell'oscurità.

Se possiedi una convertibile, detieni anche un'opzione: puoi mantenere l'obbligazione e continuare a guadagnare interessi su di essa, oppure puoi cambiarla con azioni ordinarie della società emittente a un rapporto predeterminato. (Un'opzione conferisce al suo proprietario il diritto di acquistare o vendere un altro titolo a un determinato prezzo entro un determinato periodo di tempo.) Poiché sono scambiabili in azioni, le convertibili pagano tassi di interesse inferiori rispetto alla maggior parte delle obbligazioni comparabili. D'altra parte, se il prezzo delle azioni di una società sale alle stelle, un'obbligazione convertibile scambiabile in quell'azione funzionerà molto meglio di un'obbligazione convenzionale. (Al contrario, la tipica convertibile, con il suo tasso di interesse più basso, andrà peggio in un mercato obbligazionario in calo.)¹

¹ Come breve esempio di come funzionano nella pratica le obbligazioni convertibili, si considerino le obbligazioni subordinate convertibili al 4,75% emesse da DoubleClick Inc. nel 1999. Pagano \$ 47,50 di interessi all'anno e sono convertibili ciascuno in 24,24 azioni ordinarie della società, un "rapporto di conversione" di 24,24. Alla fine dell'anno 2002, le azioni di DoubleClick avevano un prezzo di \$ 5,66 per azione, dando a ciascuna obbligazione un "valore di conversione" di \$ 137,20 (\$ 5,66 24,24). Eppure le obbligazioni sono state scambiate circa sei volte più in alto, a \$ 881,30, creando un "premio di conversione" o un eccesso rispetto al loro valore di conversione, del 542%. Se hai acquistato a quel prezzo, il tuo "tempo di pareggio" o "periodo di rimborso" è stato molto lungo. (Hai pagato circa \$ 750 in più rispetto al valore di conversione dell'obbligazione, quindi ci vorranno quasi 16 anni di pagamenti di interessi di \$ 47,50 per "guadagnare

Dal 1957 al 2002, secondo Ibbotson Associates, le obbligazioni convertibili hanno ottenuto un rendimento medio annuo dell'8,3%, solo due punti percentuali al di sotto del rendimento totale delle azioni, ma con prezzi e perdite minori.² Più entrate, meno rischi rispetto alle azioni: No meraviglia che i venditori di Wall Street spesso descrivano le decapottabili come a investimento "il meglio di entrambi i mondi". Ma l'investitore intelligente lo farà rendersi subito conto che le convertibili offrono meno reddito e più rischio di la maggior parte degli altri legami. Così potrebbero, con la stessa logica e con eguale giustizia, essere definito un investimento "peggiore di entrambi i mondi". Da che parte stai venire giù dipende da come li usi.

In verità, le convertibili si comportano più come azioni che come obbligazioni. Il ritorno convertibili è correlato per circa l'83% allo Standard & Poor's 500-indice azionario, ma solo il 30% circa è correlato alla performance di Buoni del Tesoro. Pertanto, "converte" zig quando la maggior parte dei legami zag. Per gli investitori conservatori con la maggior parte o la totalità delle proprie attività in obbligazioni, aggiungendo a un pacchetto diversificato di convertiti è un modo sensato per cercare azioni simili rendimenti senza dover fare il passo spaventoso di investire in azioni direttamente. Potresti chiamare le obbligazioni convertibili "azioni per polli".

Come sottolinea l'esperto di convertibili F. Barry Nelson di Advent Capital Management, questo mercato da circa 200 miliardi di dollari è sbocciato da allora Il giorno di Graham. La maggior parte dei convertiti sono ora a medio termine, nell'intervallo da sette a 10 anni; circa la metà sono investment grade; e molti problemi ora offrono una protezione delle chiamate (una garanzia contro il rimborso anticipato). Tutti questi fattori li rendono meno rischiosi di prima.³

versione premium.) Poiché ogni legame DoubleClick è convertibile in poco più 24 azioni ordinarie, il titolo dovrà salire da \$ 5,66 a più di \$ 36 se la conversione deve diventare un'opzione pratica prima della scadenza delle obbligazioni 2006. Un simile ritorno azionario non è impossibile, ma rasenta il miracolo. Il rendimento in contanti di questa particolare obbligazione sembra a malapena adeguato, dato la bassa probabilità di conversione.

² Come molti dei track record comunemente citati a Wall Street, anche questo lo è ipotetico. Indica il rendimento che avresti guadagnato in un fondo indicizzato immaginario che possedeva tutte le principali convertibili. Non ne include nessuno commissioni di gestione o costi di negoziazione (che sono sostanziali per i convertible titoli). Nel mondo reale, i tuoi rendimenti sarebbero stati inferiori di circa due punti percentuali.

³ Tuttavia, la maggior parte delle obbligazioni convertibili rimane junior rispetto ad altri titoli di debito a lungo termine e prestiti bancari, quindi, in caso di fallimento, i detentori di titoli convertibili non hanno un precedente

È costoso negoziare piccoli lotti di obbligazioni convertibili e la diversificazione non è pratica a meno che tu non abbia ben più di \$ 100.000 da investire solo in questo settore. Fortunatamente, l'investitore intelligente di oggi ha la conveniente possibilità di acquistare un fondo obbligazionario convertibile a basso costo. Fidelity e Vanguard offrono fondi comuni di investimento con spese annuali comodamente inferiori all'1%, mentre diversi fondi chiusi sono disponibili anche a un costo ragionevole (e, occasionalmente, con sconti sul valore patrimoniale netto).⁴

A Wall Street, carineria e complessità vanno di pari passo e le decappottabili non fanno eccezione. Tra le varietà più recenti c'è un miscuglio di titoli con soprannomi acronimi come LYONS, ELKS, EYES, PERCS, MIPS, CHIPS e YEELDS. Questi intricati titoli mettono un "minimo" sotto le tue potenziali perdite, ma limitano anche i tuoi potenziali profitti e spesso ti costringono a convertirti in azioni ordinarie a una data fissa.

Come la maggior parte degli investimenti che pretendono di garantire contro le perdite (vedi barra laterale a p. 421), queste cose sono generalmente più problematiche di quanto valgano. Puoi proteggerti al meglio dalle perdite non acquistando uno di questi strani aggregati, ma diversificando in modo intelligente l'intero portafoglio tra contanti, obbligazioni e azioni statunitensi e straniere.

pretesa sui beni della società. E, sebbene non siano rischiose come le obbligazioni "spazzatura" ad alto rendimento, molti convertiti sono ancora emessi da società con rating creditizi inferiori alla sterlina. Infine, gran parte del mercato dei convertibili è detenuto da hedge fund, il cui trading rapido può aumentare la volatilità dei prezzi.

⁴ Per maggiori dettagli, vedere www.fidelity.com, www.vanguard.com e www.morningstar.com. L'investitore intelligente non acquisterà mai un fondo obbligazionario convertibile con spese operative annuali superiori all'1,0%.

SCOPRIRE LE CHIAMATE COPERTE

Mentre il mercato ribassista si è fatto strada nel 2003, ha scoperto una vecchia moda passeggera: scrivere opzioni call coperte. (Una recente ricerca su Google sulla "scrittura di chiamate coperte" ha prodotto oltre 2.600 risultati.) Cosa sono le chiamate coperte e come funzionano?

Immagina di acquistare 100 azioni di Ixnay Corp. a \$ 95 ciascuna. Quindi vendi (o "scrivi") un'opzione call sulle tue azioni. In cambio, ricevi un pagamento in contanti noto come "premio di chiamata". (Diciamo che è \$ 10 per azione.) L'acquirente dell'opzione, nel frattempo, ha il diritto contrattuale di acquistare le tue azioni Ixnay a un prezzo concordato di comune accordo, diciamo \$ 100. Puoi mantenere le azioni fintanto che rimangono al di sotto di \$ 100 e guadagni ben \$ 1.000 in premi, che attutiranno la caduta se le azioni di Ixnay crollano.

Meno rischio, più reddito. Cosa non va?

Bene, ora immagina che il prezzo delle azioni di Ixnay salga durante la notte a \$ 110. Quindi il tuo acquirente di opzioni eserciterà i suoi diritti, ritirando le tue azioni per \$ 100 ciascuna. Hai ancora i tuoi \$ 1.000 di reddito, ma lui ha il tuo Ixnay e più aumenta, più ti prenderai a calci.¹

Poiché il potenziale guadagno su un titolo è illimitato, mentre nessuna perdita può superare il 100%, l'unica persona che arricchirai con questa strategia è il tuo broker. Hai messo un limite alle tue perdite, ma hai anche schiaffeggiato un tetto ai tuoi guadagni. Per i singoli investitori, coprire il tuo ribasso non vale mai la pena di rinunciare alla maggior parte del tuo rialzo.

¹ In alternativa, potresti riacquistare l'opzione call, ma dovresti subire una perdita su di essa e le opzioni possono avere costi di negoziazione ancora più elevati rispetto alle azioni.

CAPITOLO 17

Quattro casi clinici estremamente istruttivi

La parola "estremamente" nel titolo è una specie di gioco di parole, perché i suoi racconti rappresentano estremi di vario genere che si sono manifestati a Wall Street negli ultimi anni. Contengono istruzioni e gravi avvertimenti per tutti coloro che hanno un serio legame con il mondo delle azioni e delle obbligazioni, non solo per investitori ordinari e speculatori, ma per professionisti, analisti di sicurezza, gestori di fondi, amministratori di conti fiduciari e persino per banchieri che prestare denaro alle società. Le quattro società da esaminare e i diversi estremi che illustrano sono:

Penn Central (Railroad) Co. Un esempio estremo dell'abbandono dei più elementari segnali di allarme di debolezza finanziaria, da parte di tutti coloro che avevano obbligazioni o azioni di questo sistema sotto la loro supervisione. Un prezzo di mercato follemente alto per le azioni di un gigante traballante.

Ling-Temco-Vought Inc. Un esempio estremo di "costruzione di un impero" veloce e malsana, con il crollo finale praticamente garantito; ma aiutato da prestiti bancari indiscriminati.

NVF Corp. Un esempio estremo di un'acquisizione aziendale, in cui una piccola azienda ha assorbito altre sette volte le sue dimensioni, incorrendo in un enorme debito e utilizzando alcuni sorprendenti dispositivi contabili.

imprese AAA. Un esempio estremo di finanziamento azionario pubblico di una piccola azienda; il suo valore basato sulla parola magica "franchising" e poco altro, sponsorizzato da importanti case di borsa. Il fallimento è seguito entro due anni dalla vendita delle azioni e dal raddoppio del prezzo iniziale gonfiato nel mercato azionario sconsiderato.

Il caso Penn Central

Questa è la più grande ferrovia del paese in termini di attività e ricavi lordi. Il suo fallimento nel 1970 sconvolse il mondo finanziario. È inadempiente sulla maggior parte delle sue emissioni obbligazionarie e ha corso il rischio di abbandonare del tutto le sue operazioni. I suoi problemi di sicurezza sono diminuiti drasticamente di prezzo, le azioni ordinarie sono crollate da un livello alto di 861 ¢ nel 1968 a un minimo di 51 ¢ nel 1970. (Non sembrano esserci dubbi sul fatto che queste azioni saranno spazzate via con la riorganizzazione.)*

Il nostro punto fondamentale è che l'applicazione delle più semplici regole di analisi della sicurezza e dei più semplici standard di buon investimento avrebbe rivelato la fondamentale debolezza del sistema Penn Central molto prima del suo fallimento, certamente nel 1968, quando le azioni venivano vendute al loro posto. -1929, e quando la maggior parte delle sue emissioni obbligazionarie avrebbe potuto essere scambiata a prezzi pari con obbligazioni di pubblica utilità ben garantite con gli stessi tassi di cedola. I seguenti commenti sono in ordine:

1. Nella *S&P Bond Guide* si mostra che gli interessi passivi del sistema sono stati guadagnati 1,91 volte nel 1967 e 1,98 volte nel 1968. La copertura minima prescritta per le obbligazioni ferroviarie nel nostro libro di testo *Analisi della sicurezza* è 5 volte prima delle imposte sul reddito e 2,9 volte al netto delle imposte sul reddito ad aliquote regolari. Per quanto ne sappiamo, la validità di questi standard non è mai stata messa in dubbio da nessuna autorità di investimento. Sulla base dei nostri requisiti per il reddito al netto delle tasse, la Penn Central non ha soddisfatto i requisiti per la sicurezza. Ma il nostro requisito al netto delle imposte si basa su un rapporto prima delle imposte di cinque volte, con l'imposta sul reddito regolare detratta dopo gli interessi obbligazionari. Nel caso della Penn Central, negli ultimi 11 anni non aveva pagato tasse sul reddito di cui parlare! Quindi la copertura dei suoi interessi prima delle tasse era inferiore al doppio, una cifra totalmente inadeguata rispetto al nostro requisito conservativo di 5 volte.

* Quanto è stato "scioccato" il mondo finanziario dal fallimento della Penn Central, che è stato archiviato nel fine settimana del 20-21 giugno 1970? L'operazione di chiusura delle azioni di Penn Central venerdì 19 giugno è stata di \$ 11,25 per azione, un prezzo quasi di fine mercato. In tempi più recenti, anche azioni come Enron e WorldCom sono state vendute a prezzi relativamente alti poco prima di presentare istanza di protezione dal fallimento.

2. Il fatto che la società non abbia pagato imposte sul reddito per un periodo così lungo avrebbe dovuto sollevare seri dubbi sulla *validità* dei suoi guadagni dichiarati.

3. Le obbligazioni del sistema Penn Central avrebbero potuto essere scambiate nel 1968 e nel 1969, senza sacrificio di prezzo o reddito, con emissioni di gran lunga più garantite. Ad esempio, nel 1969, Pennsylvania RR 41 $\frac{1}{2}$ s, con scadenza 1994 (parte di Penn Central) aveva una gamma da 61 a 741 $\frac{1}{2}$, mentre Pennsylvania Electric Co. 43 $\frac{1}{8}$ s, con scadenza 1994, aveva una gamma da 641 $\frac{1}{4}$ a 721/4 . La pubblica utilità aveva maturato i suoi interessi 4,20 volte al lordo delle imposte nel 1968 contro solo 1,98 volte per il sistema Penn Central; durante il 1969 l'andamento comparativo di quest'ultimo è costantemente peggiorato. Era chiaramente necessario uno scambio di questo tipo e sarebbe stato un vero toccasana per un obbligazionista della Penn Central. (Alla fine del 1970 i 41 $\frac{1}{4}$ della ferrovia erano inadempienti e vendevano a soli 181 $\frac{1}{2}$, mentre i 43 $\frac{1}{8}$ dell'utility chiudevano a 661 $\frac{1}{2}$.)

4. Penn Central ha riportato guadagni di \$ 3,80 per azione nel 1968; il suo prezzo elevato di 861 $\frac{1}{2}$ in quell'anno era 24 volte tali guadagni. Ma qualsiasi analista degno di questo nome si sarebbe chiesto quanto fossero "reali" guadagni di questo tipo riportati senza la necessità di pagare alcuna imposta sul reddito su di essi.

5. Per il 1966 la società appena fusa* aveva riportato "utili" di \$ 6,80 per azione, in considerazione del quale le azioni ordinarie in seguito raggiunsero il picco di 861 $\frac{1}{2}$. Questa era una valutazione di oltre \$ 2 miliardi per l'equità. Quanti di questi acquirenti sapevano all'epoca che i guadagni così belli erano *prima* di un addebito speciale di \$ 275 milioni o \$ 12 per azione da prelevare nel 1971 per "costi e perdite" sostenuti per la fusione. O meraviglioso paese delle fate di Wall Street, dove un'azienda può annunciare "profitti" di \$ 6,80 per azione in un posto e speciali "costi e perdite" di \$ 12 in un altro, e azionisti e speculatori si fregano le mani con gioia!†

* La Penn Central è stata il prodotto della fusione, annunciata nel 1966, della Pennsylvania Railroad e della New York Central Railroad. † Questo tipo di legge contabile, in cui gli utili sono riportati come se gli oneri "insoliti" o "straordinari" o "non ricorrenti" non contano, anticipa il ricorso ai bilanci "pro forma" divenuti popolari alla fine degli anni '90 (cfr. il commento al capitolo 12).

6. Un analista ferroviario sapeva da tempo che il quadro operativo della Penn Central era pessimo rispetto alle strade più redditizie. Ad esempio, il suo rapporto di trasporto era del 47,5% nel 1968 contro il 35,2% del vicino Norfolk & Western.*

7. Lungo il percorso si sono verificate strane transazioni con risultati contabili peculiari.¹ I dettagli sono troppo complicati per entrare qui.

Conclusione: potrebbe essere discutibile se una migliore gestione avrebbe potuto salvare il fallimento della Penn Central. Ma non c'è dubbio che nessuna obbligazione e nessuna azione del sistema Penn Central dovrebbero essere rimaste al più tardi dopo il 1968 in qualsiasi conto titoli sorvegliato da analisti di sicurezza competenti, gestori di fondi, funzionari fiduciari o consulenti per gli investimenti. *Morale:* gli analisti della sicurezza dovrebbero svolgere il loro lavoro elementare prima di studiare i movimenti del mercato azionario, guardare dentro le sfere di cristallo, fare calcoli matematici elaborati o fare gite sul campo tutte le spese pagate.†

Ling-Temco-Vought Inc.

Questa è una storia di espansione vertiginosa e debiti vertiginosi, che finiscono in perdite formidabili e una serie di problemi finanziari. Come di solito accade in questi casi, un ragazzo biondo, o "giovane genio", fu il principale responsabile sia della creazione del grande impero che della sua ignominiosa caduta; ma c'è molto da biasimare anche per gli altri.‡

* Il "rapporto di trasporto" di una ferrovia (ora più comunemente chiamato rapporto operativo) misura le spese di gestione dei suoi treni divise per i ricavi totali della ferrovia. Più alto è il rapporto, meno efficiente è la ferrovia. Oggi anche un rapporto del 70% sarebbe considerato ottimo.

† Oggi la Penn Central è un ricordo sbiadito. Nel 1976 è stata assorbita dalla Consolidated Rail Corp. (Conrail), una holding finanziata dal governo federale che ha salvato diverse ferrovie fallite. Conrail ha venduto azioni al pubblico nel 1987 e, nel 1997, è stata rilevata congiuntamente da CSX Corp. e Norfolk Southern Corp. ‡ Ling-Temco-Vought Inc. è stata fondata nel 1955 da James Joseph Ling, un appaltatore elettrico che ha venduto la sua prima \$ 1 milione di azioni al pub-

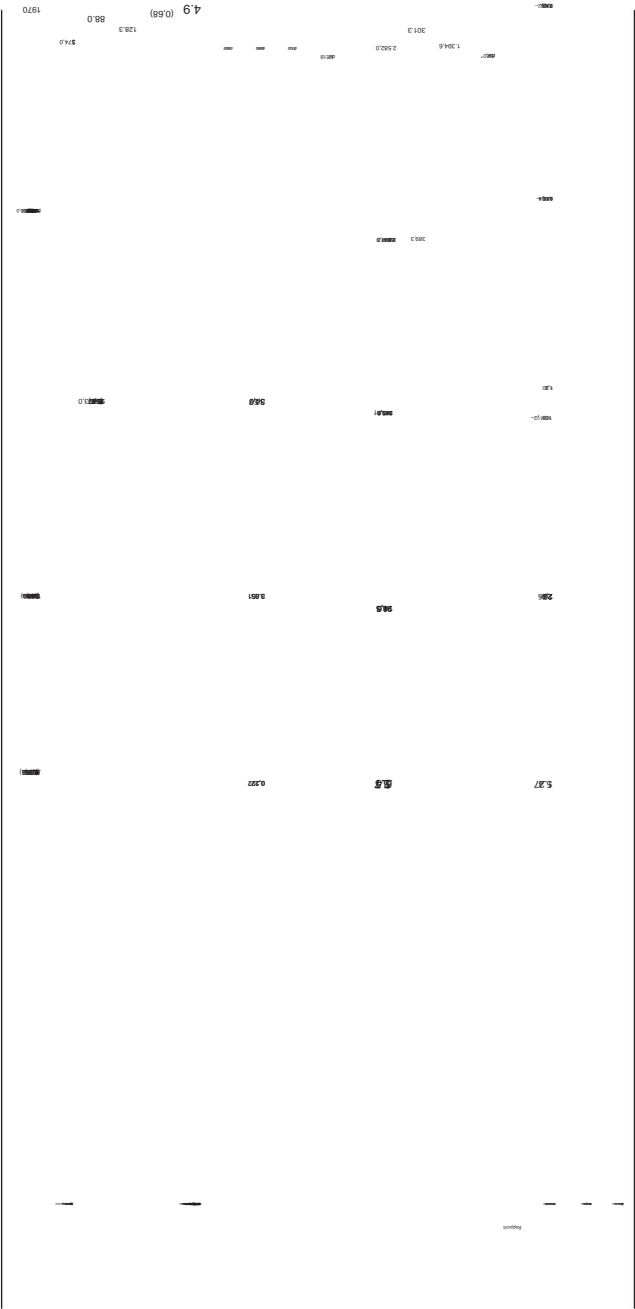
L'ascesa e la caduta di Ling-Temco-Vought possono essere riassunte presentando conti di reddito condensato e voci di bilancio per cinque anni tra il 1958 e il 1970. Questo è fatto nella Tabella 17-1.

La prima colonna mostra i modesti inizi dell'azienda nel 1958, quando le sue vendite erano di soli 7 milioni di dollari. Il prossimo fornisce i dati per il 1960; l'impresa era cresciuta di venti volte in soli due anni, ma era ancora relativamente piccola. Poi arrivarono gli anni d'oro, il 1967 e il 1968, in cui le vendite crebbero di nuovo di venti volte fino a 2,8 miliardi di dollari con la cifra del debito che si espanse da 44 milioni di dollari a 1.653 milioni di dollari. Nel 1969 arrivarono nuove acquisizioni, un ulteriore enorme aumento del debito (per un totale di 1.865 milioni di dollari!) e l'inizio di seri guai.

Nell'esercizio si registra una grossa perdita, dopo le partite straordinarie; il prezzo delle azioni è sceso dal massimo del 1967 del 169 1/2 a un minimo di 24; il giovane genio fu sostituito come capo dell'azienda. I risultati del 1970 furono ancora più terribili. L'impresa ha registrato una perdita netta finale di quasi 70 milioni di dollari; il titolo è sceso a un prezzo basso di 7 1/8 e la sua più grande emissione obbligazionaria è stata quotata una volta a un pietoso 15 centesimi sul dollaro. La politica di espansione dell'azienda fu radicalmente invertita, vari dei suoi importanti interessi furono collocati sul mercato e furono compiuti alcuni progressi nella riduzione dei suoi obblighi montuosi.

Le cifre nella nostra tabella parlano in modo così eloquente che pochi commenti sono richiesti. Ma eccone alcuni:

lic diventando il banchiere di investimento di se stesso, vendendo prospetti da uno stand allestito alla Texas State Fair. Il suo successo lo ha portato ad acquisire dozzine di società diverse, utilizzando quasi sempre le azioni di LTV per pagarle. Più società acquisiva LTV, più le sue azioni aumentavano; più alto era il suo titolo, più società poteva permettersi di acquisire. Nel 1969, LTV era la quattordicesima azienda più grande nell'elenco Fortune 500 delle principali società statunitensi. E poi, come mostra Graham, l'intero castello di carte è crollato. (LTV Corp., ora esclusivamente un produttore siderurgico, ha finito per cercare protezione dal fallimento alla fine del 2000.) Le aziende che crescono principalmente attraverso acquisizioni sono chiamate "acquisitori seriali" e la somiglianza con il termine "serial killer" non è un caso. Come dimostra il caso di LTV, gli acquirenti seriali quasi sempre lasciano dietro di sé morte e distruzione finanziaria. Gli investitori che hanno compreso questa lezione di Graham avrebbero evitato i beniamini degli anni '90 come Consecro, Tyco e WorldCom.



1. Il periodo di espansione della società non è stato privo di interruzioni. Nel 1961 mostrò un piccolo disavanzo operativo, ma, adottando una pratica che sarebbe stata vista più avanti in così tanti rapporti per il 1970, decise evidentemente di gettare tutti i possibili oneri e riserve in un anno negativo.* Questi ammontavano a circa \$ 13 milioni, che è stato superiore agli utili netti combinati dei tre anni precedenti. Ora era pronto per mostrare "guadagni record" nel 1962, ecc.

2. Alla fine del 1966 le attività tangibili nette sono date come \$ 7,66 per azione comune (aggiustato per una divisione 3 per 2). Così il prezzo di mercato nel 1967 ha raggiunto 22 volte (!) il suo valore patrimoniale riportato in quel momento. Alla fine del 1968 il bilancio mostrava 286 milioni di dollari disponibili per 3.800.000 di azioni ordinarie e di Classe AA, ovvero circa 77 dollari per azione. Ma se deduciamo le azioni privilegiate a pieno valore ed escludiamo le voci di buona volontà e l'enorme "attività" di sconto sulle obbligazioni† rimarrebbero \$ 13 milioni per il common, solo \$ 3 per azione. Questo patrimonio tangibile è stato spazzato via dalle perdite degli anni successivi.

3. Verso la fine del 1967 due delle nostre più rinomate società bancarie offrono 600.000 azioni di Ling-Temco-Vought a \$111 per azione. Era stato alto come 1691 ¢. In meno di tre anni il prezzo è sceso a 71 ¢.‡

* La sordida tradizione di nascondere il vero quadro degli utili di un'azienda sotto il mantello degli oneri di ristrutturazione è ancora con noi. Accumulare ogni possibile addebito in un anno è talvolta chiamato contabilità "bagno grande" o "lavello della cucina". Questo espediente contabile consente alle aziende di mostrare facilmente la crescita apparente nell'anno successivo, ma gli investitori non dovrebbero confonderlo con la reale salute degli affari. † L'"attività per lo sconto delle obbligazioni" sembra significare che LTV aveva acquistato alcune obbligazioni al di sotto del loro valore nominale e trattava tale sconto come un'attività, in quanto le obbligazioni avrebbero potuto essere vendute alla pari. Graham si fa beffe di questo dato che raramente c'è modo di sapere quale sarà il prezzo di mercato di un'obbligazione in una data data futura. Se le obbligazioni potessero essere vendute solo a valori inferiori alla pari, tale "attività" sarebbe di fatto una passività. ‡ Possiamo solo immaginare cosa avrebbe pensato Graham delle società di banche di investimento che hanno portato InfoSpace, Inc. in borsa nel dicembre 1998. Il titolo (aggiustato per frazioni successive) ha aperto per la negoziazione a \$ 31,25, ha raggiunto il picco

4. Alla fine del 1967 i prestiti bancari avevano raggiunto i 161 milioni di dollari e un anno dopo erano pari a 414 milioni di dollari, il che avrebbe dovuto essere una cifra spaventosa. Inoltre, il debito a lungo termine ammontava a 1.237 milioni di dollari. Nel 1969 il debito combinato ha raggiunto un totale di \$ 1.869 milioni. Questa potrebbe essere stata la cifra di debito combinata più grande di qualsiasi azienda industriale ovunque e in qualsiasi momento, con la sola eccezione dell'imprendibile Standard Oil del NJ

5. Le perdite nel 1969 e nel 1970 hanno superato di gran lunga i profitti totali da allora la formazione della società.

Morale: la domanda principale sollevata nella nostra mente dalla storia di Ling Temco-Vought è come i banchieri commerciali avrebbero potuto essere persuasi a prestare alla società così enormi quantità di denaro durante il suo periodo di espansione. Nel 1966 e in precedenza la copertura degli oneri per interessi da parte della società non soddisfaceva standard prudenti, e lo stesso valeva per il rapporto tra attività correnti e passività correnti e tra capitale proprio e debito totale. Ma nei due anni successivi le banche hanno anticipato l'impresa di quasi 400 milioni di dollari in più per un'ulteriore "diversificazione". Questo non era un buon affare per loro, ed era peggio nelle sue implicazioni per gli azionisti della società. Se il caso Ling-Temco-Vought servirà a impedire alle banche commerciali di aiutare e favorire espansioni infondate di questo tipo in futuro, alla fine ne potrebbe venire fuori qualcosa di buono.*

L'acquisizione di Sharon Steel da parte della NVF (oggetto da collezione)

Alla fine del 1968 NVF Company era una società con \$ 4,6 milioni di debiti a lungo termine, \$ 17,4 milioni di capitale azionario, \$ 31 milioni di vendite e \$ 502.000 di utile netto (prima di un credito speciale di \$ 374.000). La sua attività è stata descritta come "fibra e plastica vulcanizzate". La direzione ha deciso di rilevare la Sharon Steel Corp.,

\$ 1305,32 per azione nel marzo 2000 e ha concluso il 2002 a un principesco \$ 8,45 per azione.

* Graham sarebbe stato deluso, anche se sicuramente non sorpreso, nel vedere che le banche commerciali hanno cronicamente continuato a sostenere "espansioni sbagliate". Enron e WorldCom, due dei più grandi crolli nella storia delle società, sono stati aiutati e favoriti da miliardi di dollari in prestiti bancari.

che aveva \$ 43 milioni di debito a lungo termine, \$ 101 milioni di capitale azionario, \$ 219 milioni di vendite e \$ 2.929.000 di utili netti. La società che desiderava acquisire era quindi sette volte più grande di NVF. All'inizio del 1969 fece un'offerta per tutte le azioni di Sharon. I termini per azione erano l'importo nominale di \$ 70 di obbligazioni NVF junior al 5%, con scadenza nel 1994, più warrant per l'acquisto di 11 2/3 azioni di azioni NVF a \$ 22 per azione di NVF. La dirigenza di Sharon ha resistito strenuamente a questo tentativo di acquisizione, ma invano. NVF ha acquisito l'88% delle azioni Sharon nell'ambito dell'offerta, emettendo quindi \$ 102 milioni delle sue obbligazioni al 5% e warrant per 2.197.000 delle sue azioni. Se l'offerta fosse stata operativa al 100%, l'impresa consolidata avrebbe avuto, per l'anno 1968, 163 milioni di dollari di debiti, solo 2,2 milioni di dollari di capitale azionario tangibile, 250 milioni di dollari di vendite. La questione degli utili netti sarebbe stata un po' complicata, ma la società li ha successivamente dichiarati come una perdita netta di 50 centesimi per azione delle azioni NVF, prima di un credito straordinario, e un utile netto di 3 centesimi per azione dopo tale

credito.* Primo Commento: Tra tutte le acquisizioni effettuate nell'anno 1969 questa è stata senza dubbio la più estrema nelle sue sproporzioni finanziarie. La società acquirente si era assunta la responsabilità di un nuovo e gravoso obbligo di debito e aveva cambiato i suoi guadagni calcolati nel 1968 da un profitto a una perdita per giunta. Una misura del deterioramento della posizione finanziaria della società da questo

* Nel giugno 1972 (subito dopo che Graham aveva terminato questo capitolo), un giudice federale ha ritenuto che il presidente della NVF, Victor Posner, avesse dirottato indebitamente i fondi pensionistici di Sharon Steel "per assistere le società affiliate nelle loro acquisizioni di altre società". Nel 1977, la Securities and Exchange Commission statunitense si è assicurata un'ingiunzione permanente contro Posner, NVF e Sharon Steel per impedire loro di violare in futuro le leggi federali contro le frodi mobiliari. La Commissione ha affermato che Posner e la sua famiglia avevano ottenuto in modo improprio \$ 1,7 milioni di vantaggi personali da NVF e Sharon, hanno sopravvalutato i guadagni ante imposte di Sharon di \$ 13,9 milioni, inventario registrato in modo errato e "spostato entrate e spese da un anno all'altro". Sharon Steel, che Graham aveva individuato con il suo occhio freddo e scettico, divenne nota tra i burloni di Wall Street come "Share and Steal". Posner è stato in seguito una forza centrale nell'ondata di acquisizioni con leva finanziaria e acquisizioni ostili che hanno travolto gli Stati Uniti negli anni '80, quando è diventato un importante cliente per le obbligazioni spazzatura sottoscritte da Drexel Burnham Lambert.

il passo si trova nel fatto che le nuove obbligazioni al 5% non hanno venduto più di 42 centesimi di dollaro durante l'anno di emissione. Ciò avrebbe indicato gravi dubbi sulla sicurezza dei titoli e sul futuro della società; tuttavia, la direzione ha effettivamente sfruttato il prezzo dell'obbligazione in un modo per far risparmiare alla società le imposte annuali sul reddito di circa \$ 1.000.000, come verrà mostrato.

Il rapporto del 1968, pubblicato dopo l'acquisizione di Sharon, conteneva un quadro sintetico dei suoi risultati, riportato a fine anno. Questo conteneva due elementi più insoliti:

1. Sono elencati come attività \$ 58.600.000 di "spese per debiti differiti". Questa somma è maggiore dell'intero "patrimonio degli azionisti", collocato a \$ 40.200.000.

2. Tuttavia, nel patrimonio netto non è inclusa una voce di \$ 20.700.000 designata come "eccesso di capitale rispetto al costo dell'investimento in Sharon".

Secondo commento: se eliminiamo l'onere del debito come un'attività, cosa che difficilmente sembra essere, e includiamo l'altra voce nel patrimonio netto (a cui dovrebbe normalmente appartenere), allora abbiamo una dichiarazione più realistica del patrimonio tangibile per NVF azioni, vale a dire, \$ 2.200.000. Pertanto, il primo effetto dell'accordo è stato di ridurre il "patrimonio reale" di NVF da \$ 17.400.000 a \$ 2.200.000 o da \$ 23,71 per azione a circa \$ 3 per azione, su 731.000 azioni. Inoltre, gli azionisti della NVF avevano concesso ad altri il diritto di acquistare 31 1/2 volte più azioni aggiuntive a sei punti al di sotto del prezzo di mercato alla fine del 1968. Il valore di mercato iniziale dei warrant era quindi di circa \$ 12 ciascuno, o un totale di circa \$ 30 milioni per coloro che sono coinvolti nell'offerta di acquisto. In realtà, il valore di mercato dei warrant ha superato di gran lunga il valore di mercato totale delle azioni NVF in circolazione, un'altra prova della natura da sballo della transazione.

Gli espedienti contabili

Quando passiamo da questo bilancio pro forma alla relazione del prossimo anno troviamo diverse voci dall'aspetto strano. Oltre alla spesa per interessi di base (ben \$ 7.500.000), vengono detratti \$ 1.795.000 per "l'ammortamento della spesa per debiti differiti". Ma quest'ultimo è quasi compensato nella riga successiva da una voce di reddito molto insolita

infatti: "ammortamento del patrimonio netto rispetto al costo dell'investimento in controllata: Cr. \$ 1.650.000. In una delle note a piè di pagina troviamo una voce, che non compare in nessun altro rapporto di cui siamo a conoscenza: parte del capitale azionario è designato come "valore equo di mercato dei warrant emessi in relazione all'acquisizione, ecc., \$ 22.129.000".

Cosa diavolo significano tutte queste voci? Nessuno di essi è nemmeno menzionato nel testo descrittivo del rapporto del 1969. L'esperto analista della sicurezza deve scoprire questi misteri da solo, quasi in modo da detective. Ritiene che l'idea di fondo sia quella di trarre un vantaggio fiscale dal basso prezzo iniziale delle obbligazioni del 5%. Per i lettori che potrebbero essere interessati a questa ingegnosa disposizione, esponiamo la nostra soluzione nell'Appendice 6.

Altri oggetti insoliti

1. Subito dopo la chiusura del 1969, la società ha acquistato non meno di 650.000 warrant al prezzo di \$ 9,38 ciascuno. Ciò era straordinario se si considera che (a) la stessa NVF aveva solo \$ 700.000 in contanti alla fine dell'anno e aveva \$ 4.400.000 di debiti in scadenza nel 1970 (evidentemente i \$ 6 milioni pagati per i warrant dovevano essere presi in prestito); (b) stava acquistando con questo warrant "moneta cartacea" in un momento in cui le sue obbligazioni al 5% venivano vendute a meno di 40 centesimi sul dollaro, di solito un avvertimento che le difficoltà finanziarie si profilavano.

2. Come parziale compensazione di ciò, la società aveva ritirato \$ 5.100.000 delle sue obbligazioni insieme a 253.000 warrant in cambio di una pari quantità di azioni ordinarie. Ciò è stato possibile perché, per i capricci dei mercati mobiliari, le persone vendevano le obbligazioni del 5% a meno di 40 mentre le comuni vendevano a un prezzo medio di 131 1/2, senza pagare dividendi.

3. La società aveva in atto piani non solo per la vendita di azioni ai propri dipendenti, ma anche per la vendita di un numero maggiore di *warrant* per l'acquisto delle azioni. Come gli acquisti di azioni, i warrant dovevano essere pagati per il 5% in meno e il resto per molti anni in futuro. Questo è l'unico piano di acquisto dei dipendenti per *warrant* di cui siamo a conoscenza. Qualcuno presto inventerà e venderà a rate il diritto di acquistare un diritto di acquistare un'azione, e così via?

4. Nell'anno 1969 la Sharon Steel Co., di nuova controllata, ha cambiato il suo metodo per arrivare ai suoi costi pensionistici, e anche

adottato aliquote di ammortamento inferiori. Queste modifiche contabili hanno aggiunto circa \$ 1 per azione agli utili riportati di NVF prima della diluizione.

5. Alla fine del 1970 la Standard & Poor's *Stock Guide* riferì che le azioni NVF venivano vendute a un rapporto prezzo/utigli di solo 2, la cifra più bassa per tutte le 4.500 emissioni dispari nel libretto. Come diceva il vecchio detto di Wall Street, questo era "importante se vero". Il rapporto era basato sul prezzo di chiusura dell'anno di 83 4 e sugli "utigli" calcolati di \$ 5,38 per azione per i 12 mesi terminati nel settembre 1970. (Utilizzando queste cifre le azioni venivano vendute a solo 1,6 volte gli utigli.) Ma questo rapporto lo faceva non tengono conto del grande fattore di diluizione,* né dei risultati negativi effettivamente realizzati nell'ultimo trimestre del 1970. Quando finalmente sono apparse le cifre dell'intero anno, mostravano solo \$ 2,03 per azione guadagnata per il titolo, prima di consentire la diluizione, e \$ 1,80 per azione su base diluita. Si noti inoltre che il prezzo di mercato aggregato delle azioni e dei warrant a quella data era di circa \$ 14 milioni a fronte di un debito obbligazionario di \$ 135 milioni, una posizione azionaria davvero scarsa.

imprese AAA

Storia

Circa 15 anni fa uno studente universitario di nome Williams iniziò a vendere case mobili (allora chiamate "rimorchi").† Nel 1965 incorporò

* Il "grande fattore di diluizione" verrebbe attivato quando i dipendenti NVF esercitassero i loro warrant per acquistare azioni ordinarie. La società dovrebbe quindi emettere più azioni e i suoi utigli netti sarebbero suddivisi su un numero molto maggiore di azioni in circolazione. † Jackie G. Williams ha fondato AAA Enterprises nel 1958. Nel suo primo giorno di negoziazione, il titolo è salito del 56% per chiudere a \$ 20,25. Williams in seguito annunciò che AAA avrebbe escogitato un nuovo concetto di franchising ogni mese (se le persone entrassero in una casa mobile per farsi pagare le tasse sul reddito da "Mr. Tax of America", immagina cos'altro potrebbero fare all'interno di una roulotte!). Ma AAA ha esaurito tempo e denaro prima che Williams esaurisse le idee. La storia di AAA Enterprises ricorda la saga di una società successiva con una gestione carismatica e risorse scarse: ZZZZ Best ha raggiunto un valore di borsa di circa \$ 200 milioni alla fine degli anni '80, anche se la sua presunta attività di aspirapolvere industriale era piccola più di un telefono e un ufficio in affitto gestito da un adolescente di nome Barry Minkow. ZZZZ Best è fallito e Minkow

valutato la sua attività. In quell'anno ha venduto \$ 5.800.000 di case mobili e ha guadagnato \$ 61.000 prima dell'imposta sulle società. Nel 1968 si era unito al movimento del "franchising" e vendeva ad altri il diritto di vendere case mobili con il suo nome commerciale. Ha anche concepito la brillante idea di entrare nel business della redazione delle dichiarazioni dei redditi, utilizzando le sue case mobili come uffici. Ha formato una società sussidiaria chiamata Mr. Tax of America e, naturalmente, ha iniziato a vendere franchising ad altri per usare l'idea e il nome. Moltiplicò il numero di azioni societarie a 2.710.000 ed era pronto per un'offerta di azioni. Ha scoperto che una delle nostre più grandi case di borsa, insieme ad altre, era disposta a gestire l'affare. Nel marzo 1969 hanno offerto al pubblico 500.000 azioni di AAA Enterprises a \$ 13 per azione. Di questi, 300.000 sono stati venduti per l'account personale del sig. Williams e 200.000 per l'account aziendale, aggiungendo \$ 2.400.000 alle sue risorse. Il prezzo del titolo è prontamente raddoppiato a 28, o un valore di \$ 84 milioni per l'equità, contro un valore contabile di, diciamo, \$ 4.200.000 e un utile massimo riportato di \$ 690.000. Il titolo stava quindi vendendo a 115 volte il suo attuale (e più grande) utile per azione. Senza dubbio il signor Williams aveva scelto il nome AAA Enterprise in modo che potesse essere tra i primi negli elenchi telefonici e nelle pagine gialle. Un risultato collaterale era che la sua azienda era destinata ad apparire come il primo nome in Standard & Poor's *Stock Guide*. Come quello di Abu-Ben-Adhem, ha guidato tutto il resto.* Questo dà una ragione speciale per selezionarlo come un esempio straziante di nuovi finanziamenti del 196

Commento: Questo non è stato un cattivo affare per il signor Williams. Le 300.000 azioni che ha venduto avevano un valore contabile nel dicembre del 1968 di \$ 180.000 e ne ha ricavato 20 volte tanto, ovvero ben \$ 3.600.000. I sottoscrittori e i distributori si dividono \$ 500.000 tra loro, meno spese.

andato in prigione. Anche mentre leggi questo, si sta formando un'altra società simile e una nuova generazione di "investitori" verrà presa in giro. Nessuno che abbia letto Graham, tuttavia, dovrebbe salire a bordo.

* In "Abou Ben Adhem", del poeta romantico britannico Leigh Hunt (1784–1859), un musulmano retto vede un angelo che scrive in un libro d'oro "i nomi di coloro che amano il Signore". Quando l'angelo dice ad Abou che il suo nome non è tra loro, Abou dice: "Ti prego, allora, scrivimi come uno che ama i suoi simili". L'angelo ritorna la notte successiva per mostrare ad Abou il libro, in cui ora "il nome di Ben Adhem ha guidato tutto il resto".

1. Questo non sembrava un affare così brillante per i clienti delle case di vendita. Fu chiesto loro di pagare circa dieci volte il valore contabile del titolo, dopo l'operazione di bootstrap per aumentare il loro patrimonio netto per azione da 59 centesimi a \$ 1,35 con i propri soldi.* Prima dell'anno migliore, il 1968, i guadagni massimi della società erano stati ridicoli 7 centesimi per azione. C'erano piani ambiziosi per il futuro, ovviamente, ma al pubblico veniva chiesto di pagare molto in anticipo per l'auspicata realizzazione di questi piani.

2. Tuttavia, il prezzo delle azioni è raddoppiato subito dopo l'emissione originale e uno qualsiasi dei clienti della società di intermediazione avrebbe potuto ottenere un notevole profitto. Questo fatto ha alterato la quotazione, o la possibilità anticipata che potesse accadere ha esonerato i distributori originali della questione dalla responsabilità di questa offerta pubblica e del suo successivo seguito? Non è una domanda facile a cui rispondere, ma merita un'attenta considerazione da parte di Wall Street e delle agenzie di regolamentazione del governo.†

Storia successiva

Con il suo capitale allargato, AAA Enterprises ha avviato due attività aggiuntive. Nel 1969 ha aperto una catena di negozi di tappeti al dettaglio e ha acquisito uno stabilimento per la produzione di case mobili. I risultati riportati per i primi nove mesi non sono stati proprio brillanti, ma sono stati leggermente migliori rispetto all'anno prima: 22 centesimi per azione contro 14

* Acquistando più azioni ordinarie a un premio rispetto al suo valore contabile, il pubblico investitore ha aumentato il valore del patrimonio netto di AAA per azione. Ma gli investitori si stavano solo tirando su con i loro stessi bootstrap, dal momento che la maggior parte dell'aumento del patrimonio netto proveniva dalla volontà del pubblico di pagare più del dovuto per il titolo. † Il punto di Graham è che le banche di investimento non hanno il diritto di prendersi il merito dei guadagni che un titolo caldo può produrre subito dopo la sua offerta pubblica iniziale a meno che non siano anche disposte a prendersi la colpa della performance del titolo a lungo termine. Molte IPO Internet sono aumentate del 1.000% o più nel 1999 e all'inizio del 2000; la maggior parte di loro ha perso più del 95% nei tre anni successivi.

Come potrebbero questi primi guadagni guadagnati da pochi investitori giustificare la massiccia distruzione di ricchezza subita dai milioni che sono venuti dopo? Molte IPO sono state, infatti, deliberatamente sottovalutate per "produrre" guadagni immediati che avrebbero attirato maggiore attenzione per la prossima offerta.

centesimi. Quello che accadde nei mesi successivi fu letteralmente incredibile. La società ha perso \$ 4.365.000, o \$ 1,49 per azione. Ciò ha consumato tutto il suo capitale prima del finanziamento, più l'intero \$ 2.400.000 ricevuto sulla vendita di azioni più due terzi dell'importo dichiarato come guadagnato nei primi nove mesi del 1969. Sono rimasti patetici \$ 242.000, o 8 centesimi per azione, di capitale per gli azionisti pubblici che avevano pagato \$ 13 per la nuova offerta solo sette mesi prima. Tuttavia, le azioni hanno chiuso l'anno 1969 a 81 $\frac{7}{8}$ bid, o una "valutazione" di oltre \$ 25 milioni per la società.

Ulteriori commenti: 1. È troppo credere che la società abbia effettivamente guadagnato \$ 686.000 da gennaio a settembre 1969 e poi abbia perso \$ 4.365.000 nei tre mesi successivi. C'era qualcosa di tristemente, gravemente e accusosamente sbagliato nel rapporto del 30 settembre.

2. Il prezzo di chiusura dell'anno di 81 $\frac{7}{8}$ bid è stato ancora più di una dimostrazione della totale incuria dei prezzi di mercato azionario rispetto al prezzo di offerta originale di 13 o del successivo passaggio "hot-issue" a un'offerta elevata di 28. Queste ultime citazioni almeno erano basate su entusiasmo e speranza, sproporzionate rispetto alla realtà e al buon senso, ma almeno comprensibili. La valutazione di fine anno di \$ 25 milioni è stata assegnata a una società che aveva perso tutto tranne un minuscolo residuo del suo capitale, per la quale era imminente una condizione di completa insolvenza e per la quale le parole "entusiasmo" o "speranza" sarebbero solo amari sarcasmi. (È vero che i dati di fine anno non erano stati pubblicati entro il 31 dicembre, ma è affare delle case di Wall Street associate a una società avere resoconti operativi mensili e un'idea abbastanza precisa di come stanno andando le cose.)

Capitolo finale

Per la prima metà del 1970 la società ha registrato un'ulteriore perdita di \$ 1 milione. Ora aveva un disavanzo di capitale di buone dimensioni. È stato tenuto fuori dal fallimento grazie ai prestiti concessi dal signor Williams, fino a un totale di \$ 2.500.000. Non sembrano essere state rilasciate ulteriori dichiarazioni, fino a quando nel gennaio 1971 AAA Enterprises ha finalmente presentato un'istanza di fallimento. La quotazione del titolo a fine mese era ancora di 50 centesimi per un'offerta per azione, o \$ 1.500.000 per l'intera emissione, che evidentemente non aveva altro che il valore della carta da parati. Fine della nostra storia.

Morale e domande: il pubblico speculativo è incorreggibile. In