

LEZIONE 3

WARRANTS E COVERED WARRANTS

La contiguità dell'argomento con quello usualmente definito con l'espressione "*options*" (e già a suo tempo conosciuto parlando anche dei cc. dd. "premi" e di contratti "a mercato libero" o "a premio"), ha consigliato – da un lato – una trattazione apposita, utile a tener conto delle peculiarità del fenomeno, e – d'altro canto – ha suggerito di "distanziare" la stessa dall'altra, sì da poterne affrontare l'esposizione quando risultano assodate le caratteristiche di altri derivati e del loro mercato (in alcuni casi si tratta dell'MTA, in altri del SEDEX).

Il titolo segnala il carattere "anfibo" dello strumento finanziario in questione, perché sul mercato è differente l'impiego dei *warrants* e dei *covered warrants*, ma diversità non marginali si riscontrano già al livello strutturale, così come l'origine e l'evoluzione dei due tipi di derivati (di cui all'art. 1, comma I-bis, lett. c)-d), TUF) consiglia di tenere conto da subito delle peculiarità di ognuna.

La lezione, allora, muove dai *warrants* (che pure si sono sviluppati per primi) per trattare poi dei *c. w.*, puntando sulle diversità che paiono caratterizzanti.

1. I *warrants* e le *options*

Uno dei primi impieghi dei *warrants* sul mercato finanziario italiano (che ne ha costituito quindi la "manifestazione" come fenomeno nuovo) si è verificato a proposito delle obbligazioni (trattate nella lez. 9), lì dove le obbligazioni "*cum warrant*" da inquadrare oggi nella tipologia delle obbligazioni "*strutturate*") sono sorte come un'alternativa importante per le cc. dd. obbligazioni "convertibili".

Il *warrant* è nato come un documento rappresentativo di un diritto all'acquisto o alla sottoscrizione di uno strumento finanziario. Esso costituisce oggi a sua volta uno strumento finanziario derivato¹ del genere “*option*”, da cui differisce:

- a) per il fatto di poter consistere solo di una facoltà d'acquisto o di sottoscrizione (“*call*”), con scadenza medio-lunga;
- b) il *warrant* non è mai opzione di vendita (“*put*”), salvo che nell'ipotesi di obbligazioni strutturate (dov'è prevista la “*reverse convertible*”, che postula una facoltà di tipo *put* di cui gode l'emittente²) e per i cc. dd. “*Covered Warrants*” (dove, appunto, è possibile un'opzione di vendita, “*put*”);
- c) per il fatto di avere sempre come “*sottostante*” altri strumenti finanziari, costituiti generalmente da azioni o, eventualmente – v. *infra* – anche da obbligazioni (mentre l'*option* può essere “costruita” anche su indici di borsa; v., ad es., il c.d. titolo “*FIBO*”, quotato nell'*IDEM*, è un'opzione sull'indice MIB30, creato nel 1995 come prima *option*, seguita dopo un anno da altre cinque *options* su azioni italiane di larghissimo mercato);
- d) per la sua circolazione come titolo “*di massa*” (se non dematerializzato), di regola sul mercato primario (cioè, in sede di collocamento contestuale all'emissione) mentre in genere le *options* (come i *covered warrants*) sono negoziate tra operatori del mercato

¹ Da riportare nell'ambito definito con la previsione di cui all'art. 1, I-bis comma, lett. d), e, per quella via, ricompreso nella fattispecie dell'art.1, comma II, Tuf. oggi, tale derivato è ricompreso anche nella fattispecie dei valori mobiliari di cui alla nuova lett. c) della previsione di cui al comma I-bis della medesima disposizione.

² Nelle obbligazioni bancarie strutturate del genere “*reverse convertible*”, il sottoscrittore, all'atto di acquisire l'obbligazione, “cede” una opzione *put* all'emittente, che quindi acquisisce la facoltà di decidere alla scadenza del titolo, se pagare l'obbligazione in denaro o “convertire” il debito, consegnando le azioni che costituiscono il sottostante dell'opzione. Chiaramente, l'emittente opererà per questa seconda possibilità se il valore di mercato di quelle azioni è sceso sotto il prezzo di esercizio dell'opzione.

secondario (quindi, successivamente alla prima emissione, il collocamento si riferisce a titoli già sottoscritti). Dunque, la funzione economica del *warrant* attiene al collocamento dei titoli cui accede: il *warrant* tende ad agevolare – tramite il riconoscimento di incentivi economici – il collocamento di altri strumenti finanziari (obbligazioni, o anche nuove azioni);

- e) per la circostanza di non essere emesso da un intermediario, ma direttamente da una società (anche se qualificabile in sé come intermediario), emittente del sottostante – *underlying* – per sottoscrivere o acquistare il quale viene emesso su strumenti finanziari propri o di altre società del medesimo gruppo;
- f) perché – a differenza delle *options* – ha un termine di durata medio-lungo e non breve;
- g) perché non è quotato all'IDEM, ma sul S&P MIB (quando costituisce un *warrant* quotato – col sottostante – sull'MTA o nel caso dei *covered warrant*, meglio, sul SEDEX), che è mercato a pronti.

La rischiosità di *options* e *warrants* è, invece, molto simile e un passo in meno rispetto ai *futures* e agli *swaps*: nei titoli della prima categoria, infatti, il livello delle perdite – che è potenzialmente legato a quei titoli – resta al livello del premio – o prezzo di mercato pagato per acquisire la **facoltà** (e non l'obbligo) di operare sul sottostante. L'investitore, optando per non vendere e non esercitare la facoltà nel termine, perde (c.d. “danno emergente”) solo la somma spesa per acquisire quel diritto (e forse anche sopporta il costo-opportunità, cioè da un lato i benefici economici della vendita – se l'opzione in un dato momento è stata ITM³ – e, dall'altro, i potenziali vantaggi che avrebbe potuto conseguire impiegando altrimenti quella stessa somma versata a suo tempo per il premio).

³ L'acronimo ITM, come chiarito più avanti nel testo, sta per “*in the money*” come OTM sta per “*out of the money*”.

Nei *futures* (e, ancor più negli *swaps*), il rischio attiene, oltre al costo sopportato per acquisire il diritto, cioè il **premio**), agli obblighi assunti col contratto, legati – nel primo caso – al sistema dei margini, nell'altro ai diversi obblighi pecuniari che possono derivare dall'esecuzione del contratto (e dalla variazione del sottostante).

2. Warrants ed obbligazioni.

I *warrants* sono stati concepiti come documenti (oggi per lo più costituiscono strumenti finanziari dematerializzati) che esprimono una funzione “ancillare” rispetto all'emissione di obbligazioni. La pratica ha verificato in termini positivi la possibilità di arricchire l'operazione di “prestito collettivo” – rendendola anche più appetibile come operazione finanziaria – con la previsione di ulteriori facoltà (i cc. dd. “diritti”) a favore dell'obbligazionista.

Il “prototipo” di queste obbligazioni è rappresentato (già nel contesto del codice civile) dalle obbligazioni convertibili in azioni. La conversione, per quanto attiene all'oggetto, può essere prevista sia in azioni della stessa società che emette le obbligazioni, che in azioni di altre società (generalmente appartenenti allo stesso gruppo, non solo come controllanti e controllate dell'emittente, ma anche come società “sorelle”, cioè sottoposte a comune controllo, nonché ad attività di direzione e coordinamento da parte del medesimo soggetto).

La maggiore “liquidità” del valore di diritti che siano incorporati in strumenti finanziari *ad hoc* ha via via suggerito prima la creazione delle obbligazioni “**cum warrant**” poi – per effetto dell'attività d'ingegneria (o “fantasia”) finanziaria – la creazione ed emissione delle obbligazioni “**strutturate**”, cioè caratterizzate in generale dalla presenza di derivati che integrano il contenuto della complessiva operazione finanziaria.

Peraltro, l'accentuata dinamicità che ha caratterizzato negli ultimi decenni il panorama economico-finanziario è stata tale da imporre la creazione di prodotti finanziari innovativi, che consentissero di adeguare anche ipotesi tradizionali (ad es., inserendo nelle obbligazioni – classico titolo “a reddito fisso” – una componente corrispondente ad un derivato, utile a far sì che, in situazioni date, gli stessi titoli possano essere considerati “a reddito variabile”).

In tal senso, trova giustificazione non solo l'emissione di obbligazioni corredate da *warrants* azionari, ma anche – eventualmente – quella di obbligazioni che fossero dotate da *warrants* obbligazionari: in una situazione di tassi “di mercato” che renda ragionevole una previsione di ribasso o rialzo dei tassi, l'emittente saprebbe non solo di trovarsi costretto a sopportare oggi un costo per il servizio del debito superiore a quello da sostenere semplicemente “rinviando” la decisione, ma anche che forse oggi potrebbe incontrare difficoltà a reperire sul mercato quelle risorse finanziarie. Infatti, i potenziali finanziatori “a reddito fisso” potrebbero aver già immaginato – in funzione della previsione ribassista (o, al contrario, rialzista) sui tassi – che il valore di mercato delle obbligazioni che verranno sottoscritte oggi al valore nominale di 100 è destinato ad aumentare (oppure, a ridursi) nell'ipotesi in cui l'andamento futuro del mercato confermi la previsione e si realizzi effettivamente un caso di ribasso (ovvero, di rialzo) dei tassi e a ridursi quando l'attesa resti frustrata (se, cioè, si verifica l'aumento – o, all'opposto, la diminuzione – dei tassi di mercato rispetto a quello convenuto).

Una volta confermata la possibilità – per il risparmiatore-investitore – di “coprirsi” dal rischio di variazioni avverse impiegando anche altri derivati, è da sottolineare che un'emissione di obbligazioni “a reddito fisso” (che pure può supporre, oltre ad una necessità attuale di risorse finanziarie a medio-lungo termine e la possibilità di trovare queste risorse sul mercato,

la previsione – da parte dell'emittente – di un possibile rialzo futuro dei tassi) può migliorare il proprio *appeal* di mercato sul versante degli impieghi (dove i risparmiatori-investitori, sulla scorta di una previsione analoga, tenderanno a privilegiare emissioni “a reddito variabile”, o pretenderanno comunque una remunerazione più alta di quella accettata fino a poco tempo prima), adottando una delle soluzioni seguenti:

- a. optando per un'emissione di obbligazioni “convertibili” in azioni (ai sensi dell'art. 2420/*bis*, c. c.);
- b. stabilendo la possibilità di un “sorteggio” delle obbligazioni *ex art.* 2420 c. c. ;
- c. consentendo un rimborso anticipato delle vecchie obbligazioni con contestuale emissione di obbligazioni di una nuova serie;
- d. allegando alle obbligazioni da emettere un *warrant* per la sottoscrizione di . nuove obbligazioni, da emettere “re-impiegando” quanto ottenuto dal rimborso delle vecchie;
- e. emettendo obbligazioni strutturate, dove alla componente a reddito fisso s'aggiunge una indicizzata (corrispondente a un derivato – cioè un'opzione *call* o *put* – su un singolo indice, su panieri di indici o di azioni; obbligazioni *index* o *equity linked*, con o senza “*parachute*” – cioè rendimento minimo garantito, a seconda che la componente a reddito fisso sia o meno uno *zero coupon bond* – oppure includendo contemporaneamente opzioni di segno diverso – cioè sia *call* che *put* – come avviene nel prestito obbligazionario che dà luogo all'emissione delle cc. dd. *bull and bear*, utili in contesti di mercato massimamente incerti e non “leggibili”).

3. Warrants e Covered Warrants.

Le peculiarità dei *covered warrants* (per cui differiscono dai *warrants*):

- A. possono portare sia facoltà d'acquisto (*c.w.* “*call*”) che di vendita (*c.w.* “*put*”);
- B. operano sul mercato secondario del sottostante;
- C. sono emessi da intermediari bancari e finanziari di primaria importanza, che operano come “*market maker*”;
- D. possono avere ad oggetto i sottostanti più disparati:
 - alcune merci di larga diffusione (come oro e petrolio);
 - azioni ed obbligazioni;
 - indici di borsa;
 - valute (quindi, tassi di cambio);
 - tassi d'interesse.

In funzione dei dati appena indicati, la liquidità dell'investimento in *c.w.* è assicurata non solo (e non tanto) dalla possibilità di alienazione del titolo sul mercato, quanto piuttosto dall'obbligo – posto in capo all'intermediario emittente (come *market maker*) – di garantire in proprio la liquidazione della posizione al valore di mercato. Dunque, sarà l'intermediario a liquidare l'investitore, salva la possibilità di trovare altri – un altro intermediario o un altro investitore – concretamente pronto a rilevare quella posizione.

Perciò, per l'investitore la quotazione corrente sul MCW (già segmento del mercato MTA, confluito ora nel SEDEX) non rileva tanto per la possibilità di poter trovare un acquirente del proprio strumento finanziario allorché intenda disinvestire, ma piuttosto per il fatto che l'emittente-*market maker* di quel titolo s'è obbligato a liquidare il controvalore corrispondente alla quotazione anche in assenza di acquirente.

A differenza delle *options* – che possono pure costituire il contenuto di una clausola contrattuale *ad hoc*, oggetto di negoziazione per le parti (come, ad es., il c.d. “patto del *cowboy*”, che s'impegna ad acquistare o vendere, a scelta dell'altra parte, una quantità data di una merce o una certa cosa,

come se sussistesse contemporaneamente un'opzione *call* e *put* a suo favore) – i *warrants* sono generalmente quotati, quando attengono a sottostanti oggetto di quotazione su mercati regolamentati o SSO.

4. Le condizioni d'esercizio: lo *strike price*.

Nel momento presente (quindi, ad una certa distanza da quello previsto per l'esercizio, il *warrant* può risultare:

- a) ***In the money*** (ITM: qualora il prezzo di mercato del sottostante supera la somma tra il prezzo d'esercizio – “*strike price*” o “base” – del *warrant*, maggiorato del prezzo d'acquisto del diritto);
- b) ***At the money*** (ATM: quando il confronto tra le due quantità permette un esercizio “*alla pari*”. In tal caso l'esercizio del *warrant* esprime un approccio speculativo – rialzista, dal momento che in genere il *warrant* incorpora un diritto *call* –);
- c) ***Out of the money*** (OTM: se il confronto di cui sopra segnala la non convenienza dell'esercizio, giacché un acquisto del sottostante sul mercato avverrebbe a prezzi più vantaggiosi);

Pertanto, il dato quantitativo si può prestare – anche tramite una considerazione dell'andamento dei prezzi di mercato del *warrant* e del sottostante in un periodo determinato – anche ad una valutazione d'ordine qualitativo, talché la differenza tra il prezzo di mercato attuale del sottostante e il prezzo d'esercizio sia tale da essere giudicata “*deep*” ITM o OTM.

La circostanza, in sostanza, è tale da influenzare il prezzo del *warrant*: la domanda – da parte di chi può essere interessato ad acquisire il diritto espresso nel titolo, per esercitarlo o, più plausibilmente, per venderlo profittevolmente – è chiaramente in funzione della consistenza di quella differenza e della previsione di ulteriori incrementi, almeno se si considera una motivazione di tipo speculativo o di arbitraggio (ad es., tra i prezzi del

medesimo titolo sui vari mercati dov'è quotato, o tra prezzi del *warrant* e prezzi del sottostante, nonché delle varie possibili combinazioni contrattuali). Inoltre, non si può escludere che il titolo – specie nel genere *c.w.* – sia impiegato anche con una funzione di copertura (del tipo “*short hedge*”): essendo già “in posizione” rispetto al sottostante (che quindi è già nel portafoglio dell'investitore, sulla base di una pregressa valutazione positiva del *trend* atteso per il sottostante sul mercato) e temendo un ribasso imprevisto, l'investitore acquista un *c.w.* “*put*”. Lì dove il ribasso temuto dovesse realizzarsi effettivamente, la perdita patita rispetto al valore d'acquisto del sottostante sarebbe compensata da un aumento di valore del derivato.

Inoltre, la valutazione circa le possibilità di raggiungimento o meno delle condizioni per l'esercizio dell'opzione – a prescindere dal dato cronologico su cui ci si sofferma *infra, sub* 5 – non si limita ad un puro fatto quantitativo, legato al raffronto tra il prezzo di mercato e il prezzo d'esercizio (lo *strike price*) del *warrant*, ma è legata pure ad un giudizio di tipo qualitativo, circa le aspettative espresse dal mercato su quel titolo, verificabili induttivamente (ad es., da “movimenti” sul livello degli scambi), o deducibili dal raffronto con gli andamenti pregressi (da cui desumere, ad es., l'esistenza di “resistenze”, il cui superamento può lasciar prevedere un determinato *trend* di ulteriore rialzo, o il cui mancato superamento può dar luogo a “correzioni” (cioè, ad una riduzione del valore di mercato)).

Infine, il raffronto tra prezzo d'acquisto e prezzo attuale del diritto sul mercato di riferimento non può trascurare né che il valore di mercato si compone di due elementi (valore intrinseco e valore del tempo), né che – con l'approssimarsi del termine d'esercizio – uno dei due (*id est*, il c.d. valore del tempo) tende ad azzerarsi, il che fornisce la spiegazione

economica del fatto che, solitamente, si preferisce negoziare il *w.* prima di detto termine.

5. Le condizioni d'esercizio: il termine d'esercizio (*vesting period*) e il valore del titolo.

Riguardo al momento previsto per l'esercizio, si distinguono *warrants* e *options* “*all'americana*” (quando l'esercizio può intervenire entro e non oltre il limite temporale indicato), da quelli “*all'europea*” (se il termine è prescritto per definire da quando l'esercizio della facoltà può essere realizzato).

La scelta tra la vendita del titolo e il suo esercizio deve considerare sia la normale presenza – sui mercati dove si negoziano i derivati, come *options*, *warrants* e *futures* (v. *infra*), di una **Clearing House**, come controparte di tutti gl'investitori, sia il fatto che non tutti i derivati hanno come sottostante un altro strumento finanziario che sia suscettibile di consegna.

Per i *c.w.*, invece, solitamente non è possibile altro se non la liquidazione su base differenziale ad opera dell'intermediario-emittente, considerando il prezzo d'acquisto e il valore attuale del titolo al momento della vendita.

Il valore del *warrant* (o dell'*option*) sul mercato dipende da tre variabili:

- a) la durata residua della “prenotazione” (il tempo ancora disponibile per scegliere tra la vendita, l'esercizio o il mancato esercizio della facoltà). Ciò contribuisce a fissare diversi livelli di rischio per *w.* con scadenze differenti;
- b) il prezzo di borsa del titolo che il *warrant* dà diritto di sottoscrivere;
- c) la somma da sborsare in caso di esercizio del diritto.

Quanto alla durata residua della prenotazione (o “*vesting period*”), è da considerare che – a differenza dei *futures* (che si prenderanno in considerazione espressamente nella lezione 5) – i *warrants* e le *options* possono anche avere una durata medio-lunga.

Il prezzo del *warrant*, in caso di negoziazione, è liquidato in borsa “per contanti” (come le azioni): chi vende incassa la somma corrispondente al prezzo dopo tre giorni di borsa aperta successivi alla negoziazione.

Alla scadenza, in caso di mancato esercizio del diritto, il titolo perde qualsiasi valore.

6. La funzione dello strumento finanziario “*warrant*”: copertura e speculazione (con alcune considerazioni sulla c.d. “leva finanziaria”).

Se si considera la previsione di quantità minime irrisorie per la negoziazione di *warrants* ed *options*, unita all’assenza di versamenti a garanzia (a favore dell’emittente o della *Clearing House*) – dal momento che la perdita (a differenza dei *futures*) è contenuta nei limiti del prezzo d’acquisto – e si uniscono questi dati alla valutazione della c.d. “leva finanziaria” (da intendere, qui, come entità contenuta – anche in termini percentuali rispetto al prezzo d’esercizio del diritto – dell’investimento richiesto a titolo di “premio”) per attribuire la facoltà di sottoscrivere, acquistare o vendere il sottostante, si comprende agevolmente il perché di tanto frequenti ed intense oscillazioni nel prezzo di mercato di questi derivati.

Tuttavia, ciò non implica di per sé conclusioni univoche in ordine alla funzione – speculativa o di copertura – di questi strumenti finanziari.

Anzi, se è plausibile un loro impiego con funzione di arbitraggio, non è neppure da escludere – ché anzi, conducono in questa direzione sia i risultati di recenti indagini condotte con le metodologie della *Law and Economics*, sia un’analisi empirica circa le prassi in uso sui mercati finanziari americani ed europei – che strumenti finanziari del genere possano essere impiegati come forma d’incentivazione per remunerare l’attività di amministratori e direttori della società emittente.

Ad ogni modo, sembra ragionevole sostenere che gli strumenti finanziari di cui si tratta trovano sul mercato soprattutto impiego a fini speculativi – quando, cioè. l'investitore non è in posizione sul sottostante, né prevede d'esserlo in un orizzonte temporale ragionevole – o di copertura (se, cioè, si realizza una situazione opposta a quella indicata in precedenza).

La liquidità dell'investimento in *warrants* sembra legata alla circostanza che quegli strumenti finanziari sono quotati su mercati regolamentati (anche se ciò non esclude che possa trattarsi di titoli “sottili”, difficili da mobilitare). Per quanto attiene, invece, ad *options* e *covered warrants*, la presenza di *market makers* costituiti da intermediari finanziari ed istituzioni di primaria importanza (come emittenti), tenuti a pubblicizzare proposte di acquisto e di vendita, corredate da prezzi (denaro e lettera) per ciascun titolo, rende di per sé liquido l'investimento e comunque agevole il suo smobilizzo.

7. I COVERED WARRANTS

La disposizione appena richiamata si riferisce espressamente a “qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure”.

La prassi conosce una enorme varietà di esempi di *c.w.*, tutti caratterizzati dal fatto di essere emessi da banche o intermediari finanziari di una data tipologia (v. *supra*, al par. 3. e 5.), dove l'intermediario garantisce – come *market maker* – la liquidazione dell'operazione al valore che sul SEDEX avrà determinato al tempo della richiesta di liquidazione. In questo modo, è gestita la compresenza (nel caso dei *c.w.*) di mercato e intermediario in funzione di *market maker*.

Il raffronto con la lett. “c”, che prevede questa nella fattispecie dei valori mobiliari, induce a rilevare che mentre quella adotta l'attuale negoziazione

(non importa se su mercati regolamentati o *quelli che in precedenza erano denominati SSO, mentre attualmente sono MTF, ovvero “Multilateral Trading Facilities” (sistemi multilaterali di negoziazione) oppure intermediari che operano come “internalizzatori sistematici”*), insieme alla definizione del sottostante come valore mobiliare da acquisire o vendere, ad elemento essenziale della fattispecie, la definizione di cui alla lett. “d” risulta assai più lata e “comprensiva”.

Dunque, questa categoria di valori mobiliari, cui appartiene certamente il requisito della negoziabilità sul mercato dei capitali – proprio del “*genus*” (dato che lo stesso comma *I/bis* definisce valori mobiliari quelle “categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali”, attribuendo carattere di mera esemplificazione all’elenco successivo) – non arriva invece a richiedere l’attuale negoziazione (che, invece, costituisce il requisito specifico della “*species*” di cui alla lett. “c” (comprensiva, ad es., dei *warrants*). Pertanto, si può dire che l’attuale negoziazione rappresenta un requisito negativo per la categoria di cui alla lett. “d”.

Invece, gli elementi positivi e determinanti, in questa fattispecie, sono due:

- Da un lato, questo valore mobiliare – che pure non rientra in alcuna delle categorie di cui alle precedenti lett. a-c) – “comporta un regolamento in contanti”;
- D’altro canto, questo regolamento in contanti deve risultare determinato con riferimento all’entità conseguita – sul mercato sottostante – dal prezzo medio ponderato dei valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, ovvero da valute, da tassi d’interesse, da rendimenti, da merci, da indici o altre misure⁴.

Dunque, le realtà effettivamente suscettibili di rappresentare il sottostante di tale valore mobiliare sono davvero tante... anche a prescindere da recenti previsioni normative (ci si riferisce all’art. 66/*bis* TUF, rubricato

⁴ Reputate rilevanti ai fini di valutazioni sui futuri andamenti dei mercati.

Mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia e il gas, introdotto dal D. Lgs. n. 164/2007), è da considerare l'ampiezza della disposizione come "lacuna" che potrebbe pregiudicare il carattere "chiuso" della fattispecie di strumento finanziario.