

Capitolo 30

I dividendi azionari

Le distribuzioni effettuate sotto forma di azioni anziché di denaro sono di due tipi, che possono essere definite *straordinarie* e *periodiche*. Un dividendo azionario straordinario può essere definito come un dividendo che capitalizza parte del surplus accumulato negli anni passati; vale a dire, trasferisce una quantità sostanziale delle riserve accumulate al capitale dichiarato in bilancio e dà agli azionisti azioni aggiuntive che rappresentano i fondi così trasferiti.

Un dividendo azionario periodico può essere definito come un dividendo che capitalizza solo parte degli *utili dell'anno in corso*. Quindi è quasi sempre di dimensioni relativamente ridotte. È definito periodico perché tali dividendi vengono solitamente ripetuti per un certo numero di anni in conformità con una politica stabilita.

Dividendi azionari straordinari

I dividendi azionari straordinari sono legali e legittimi ma, in generale, producono effetti sfortunati. L'unica ragione per cui un dividendo del genere può essere allo stesso tempo solido e pratico è che aggiusta il prezzo di mercato delle azioni a un livello più conveniente. Un ampio interesse pubblico e un mercato attivo sono attributi desiderabili di un'azione ordinaria, che diminuiscono quando la normale fascia di prezzo si è mossa verso una cifra elevata come, per esempio, 300 dollari o 400 dollari per azione. Quindi, un aumento del numero di azioni in circolazione e la riduzione del valore di ciascuna azione, tramite un grande dividendo azionario, sarebbero un passo logico da compiere.

Esempio: nel 1917 le azioni della Bethlehem Steel venivano scambiate a oltre 500 dollari per azione. Venne pagato un dividendo azionario del 200% (e furono collocate azioni aggiuntive alla pari), portando il prezzo di mercato a circa 150.

Frazionamenti. Si può ottenere esattamente lo stesso risultato riducendo il valore nominale delle azioni, una mossa che viene comunemente definita "frazionamento". Durante il mercato rialzista degli anni '20, le riduzioni del valore nominale erano molto più frequenti dei grandi dividendi azionari pagati ad azioni dotate di valore nominale, perché l'aumento del prezzo di mercato aveva superato così tanto il surplus accumulato che una distribuzione di quest'ultimo sarebbe stata insufficiente allo scopo.

Esempio: nel 1926 le azioni della General Electric venivano scambiate a 360. Per ogni vecchia azione di valore nominale pari a 100 dollari vennero date quattro nuove azioni senza valore nominale, riducendo così il prezzo di mercato a circa 90. Per ottenere lo stesso risultato con un dividendo azionario del 300%, sarebbe stato necessario il trasferimento di 540 milioni dalle riserve al capitale, ma il valore delle riserve allora era di soli 100 milioni. Una situazione simile si verificò nel 1930 quando le azioni della General Electric furono nuovamente divise al rapporto di quattro per una.

Nel caso di Woolworth, l'emissione ordinaria originale di 500.000 azioni fu aumentata a 9.750.000 azioni tramite i seguenti passaggi, che utilizzarono sia dividendi sia frazionamenti.

Totale delle azioni in circolazione

1920: Dividendo azionario del 30%, riducendo il prezzo da circa 140 a circa 110	650.000
1924: Valore nominale ridotto da \$100 a \$25, riducendo il prezzo da circa 320 a circa 80	2.600.000
1927: Dividendo azionario del 50%, riducendo il prezzo da circa 180 a circa 120	3.900.000
1929: Valore nominale ridotto da \$25 a \$10, riducendo il prezzo da circa 225 a circa 90	9.750.000

American Can combinò entrambi i dispositivi in un unico provvedimento nel 1926. Ridusse il valore nominale delle azioni da 100 dollari a 25 dollari e pagò anche un dividendo azionario del 50%. Quindi, furono emesse sei azioni per una e il prezzo fu ridotto da circa 300 a circa 50.

Frazionamenti azionari e dividendi in azioni senza valore nominale.

Nel caso di azioni ordinarie senza valore nominale, una suddivisione o un dividendo azionario portano esattamente agli stessi risultati e, a tutti gli effetti pratici, sono indistinguibili. Sebbene un dividendo azionario richieda il trasferimento nello stato patrimoniale di una certa somma da riserva a capitale, l'infinita latitudine contabile consentita dalle azioni senza valore nominale può rendere questo trasferimento un evento puramente nominale.

Esempi: Central States Electric Corporation pagò un dividendo azionario del 900% nel 1926, aumentando il numero di azioni (senza valore nominale) da 109.000 a 1.090.000. Le vecchie azioni avevano un valore contabile (il loro *book value*, N.d.T.) di circa 44 dollari per azione alla fine del 1925, ma le nuove azioni furono addebitate alla riserva al tasso di solo 1 dollaro per azione (ossia fu trasferito a ciascuna nuova azione 1 solo dollaro proveniente dalle riserve, N.d.T.). Allo stesso modo, nel 1929, la Coca-Cola Company pagò un dividendo del 100% in azioni di Classe A senza valore nominale. Queste azioni furono contabilizzate a 5 dollari per azione (inferiori al valore dichiarato delle azioni ordinarie), nonostante il fatto che le azioni di Classe A avessero tutte le caratteristiche di un'emissione privilegiata del 6% con valore nominale di 50 dollari, eccetto la designazione formale di quel valore nominale (si veda anche la contabilizzazione, da parte di questa società, del suo dividendo del 100% pagabile in azioni ordinarie nel 1927, e anche la nostra discussione sul suo trattamento dei riacquisti di azioni di Classe A nel Capitolo 42).

Obiezioni ai dividendi azionari straordinari e ai frazionamenti. I dividendi azionari straordinari e i frazionamenti sono entrambi soggetti alla seria obiezione per cui la loro dichiarazione esercita un'influenza indebita sui prezzi di mercato e quindi offrono una via per la manipolazione e per ottenere profitti ingiusti da parte degli insider. È ovvio che, in teoria, un dividendo azionario elevato non dà all'azionista nulla che non possedesse prima. I suoi due pezzi di carta ora rappresentano la stessa proprietà prima espressa da un solo pezzo di carta. Questo ragionamento ha portato la Corte Suprema degli Stati Uniti a decidere che i dividendi azionari non sono reddito e, di conseguenza, non sono soggetti all'imposta sul reddito.¹ In pratica, tuttavia, a un dividendo

1. Questa fu la famosa sentenza Eisner contro Macomber del 1920 (252 U.S. 189). Nel 1936 la Corte Suprema decise, nel caso Koshland (297 U.S. 702), che i dividendi azionari che davano all'azionista un interesse pro-rata diverso dai precedenti erano tassabili. In base a

azionario può essere facilmente attribuita un'eccezionale importanza speculativa. Infatti la speculazione azionaria è in gran parte un fatto di A che cerca di decidere che cosa B, C e D probabilmente penseranno, con B, C e D che cercano di fare lo stesso. Quindi, un dividendo azionario, anche se non ha un significato reale di alcun tipo, può servire e serve come stimolo a quel *reciproco tentativo di trarre vantaggio l'uno dall'altro* che spesso sta alla base delle attività degli speculatori.²

Effetto sul tasso di dividendo in contanti. Il carattere essenzialmente illusorio dei grandi dividendi azionari sarebbe più evidente se non fosse per il fatto che potrebbe entrare nel quadro anche un fattore da investimento di reale importanza. Il pagamento di un dividendo azionario straordinario è solitamente il precursore di un aumento del tasso di dividendo regolare in contanti. Poiché gli investitori sono legittimamente interessati al dividendo in contanti, devono necessariamente essere interessati anche a qualsiasi dividendo azionario, perché questo potrebbe avere un impatto sul probabile dividendo in contanti. Ciò serve a confondere la questione e a rendere meno invadenti gli aspetti puramente manipolativi delle dichiarazioni di dividendi in azioni. La cronologia dei dividendi di una società industriale di successo rivela spesso la successiva sequenza:

1. Un periodo prolungato di dividendi modesti in relazione agli utili, con l'accumulo di un enorme surplus di riserve.
2. Il pagamento improvviso di un ingente dividendo in azioni.

una sentenza del Board of Tax Appeals, ciò si applicherebbe, per esempio, a un dividendo pagabile in azioni privilegiate di cui una parte era precedentemente in sospeso.

2. Confronta la divertente e edificante similitudine di J. M. Keynes: "L'investimento professionale può essere paragonato a quei concorsi sui giornali in cui i concorrenti devono scegliere i sei volti più belli da cento fotografie. Il premio viene assegnato al concorrente la cui scelta corrisponde più da vicino alle preferenze medie dei concorrenti nel loro insieme, in modo che ogni concorrente debba scegliere non i volti che lui stesso trova più belli, ma quelli che ritiene abbiano più probabilità di catturare la fantasia degli altri concorrenti, i quali guardano tutti il problema dallo stesso punto di vista. Non si tratta di scegliere quelli che, a giudizio di ognuno, sono davvero i più belli, né quelli che l'opinione media ritiene sinceramente i più belli. Abbiamo raggiunto il terzo grado in cui dedichiamo la nostra intelligenza ad anticipare ciò che l'opinione media si aspetta che sia l'opinione media. E ci sono alcuni, credo, che praticano il quarto, il quinto e i gradi superiori". *The General Theory of Employment, Interest and Money*, pag. 156, New York, 1936.

3. Un aumento immediato dei pagamenti regolari dei dividendi in contanti.³

Nessuna politica potrebbe più facilmente condurre alla confusione di investimenti e propensioni speculative, o prestarsi più facilmente all'acquisizione di vantaggi ingiusti da parte di coloro che hanno il controllo dell'azienda.

Dividendi azionari periodici

Questa politica rappresenta un grande progresso nella solidità di base rispetto alle pratiche rischiose e spesso inique di cui abbiamo discusso. Tali pratiche comportano innanzitutto la grande accumulazione di utili non distribuiti nelle riserve e, in secondo luogo, la trasformazione finale dello stesso in capitale mediante dividendi azionari, con tempi e importi arbitrari. Supponendo che in molti casi possa essere desiderabile trattenere una buona parte degli utili di ogni anno nell'azienda, gli interessi degli azionisti sarebbero meglio tutelati fornendo loro una prova tangibile della loro proprietà di questi profitti reinvestiti.

Se un'impresa guadagna regolarmente 12 dollari per azione e paga solo 5 dollari in contanti, gli azionisti trarrebbero grandi vantaggi ricevendo ogni anno un dividendo azionario che rappresenti una buona parte dei 7 dollari aggiunti alle risorse della loro azienda. In teoria, ovviamente, il certificato azionario aggiuntivo non dà loro nulla che non possiederebbero senza di esso; in altre parole, senza un dividendo, il loro vecchio certificato rappresenterebbe ancora pienamente la proprietà dei 7 dollari per azione aggiuntivi. Ma, in realtà, il pagamento di dividendi periodici in azioni produce importanti vantaggi. Tra questi vi sono i seguenti:

3. Per esempio, American Can emise sei azioni per una nel 1926 tramite frazionamento quattro per uno e pagò un dividendo del 50%. Il tasso di dividendo era di 7 dollari per azione sul vecchio titolo, ma un tasso di 2 dollari fu immediatamente istituito sul nuovo titolo, che equivaleva a 12 dollari per azione sul vecchio. Il tasso sulle nuove azioni fu aumentato a 5 dollari per azione nel 1929. Allo stesso modo, National Biscuit pagò un dividendo annuale di 7 dollari dal 1912 al 1922, sebbene ottenesse profitti sostanzialmente più ingenti di quella cifra. Le azioni furono frazionate 7 per 1 nel 1922 tramite l'emissione di 4 nuove azioni per ogni vecchia azione, seguite da un dividendo del 75%. I dividendi sulle nuove azioni furono inizialmente pari a 3 dollari per azione, equivalenti a 21 dollari per azione sulle vecchie.

1. L'azionista può vendere il certificato di dividendo, in modo che a sua discrezione possa avere denaro contante o più azioni che rappresentino gli utili reinvestiti. Senza un dividendo azionario, potrebbe in teoria raggiungere lo stesso scopo vendendo una piccola parte delle azioni rappresentate dal suo vecchio certificato, ma in pratica è difficile da calcolare e scomodo da eseguire.
2. È probabile che riceva dividendi in contanti più elevati come risultato di tale politica, perché il tasso in contanti precedente verrà solitamente mantenuto sul numero aumentato di azioni. Per esempio, se una società che guadagna 12 dollari paga 5 dollari in contanti e il 5% in azioni, l'anno successivo pagherà molto probabilmente ancora 5 dollari in contanti sulla nuova capitalizzazione, equivalenti a 5,25 dollari sul numero di azioni precedenti. Senza il dividendo azionario, probabilmente continuerebbe a mantenere invariato il tasso di 5 dollari.⁴
3. Aggiungendo gli utili reinvestiti al capitale dichiarato invece che alle riserve, il management è posto sotto l'obbligo diretto di guadagnare denaro e pagare dividendi su queste risorse aggiunte. Non esiste alcuna responsabilità del genere nei confronti delle riserve di utili. La procedura di pagare un dividendo azionario non servirà solo come sfida all'efficienza della gestione ma anche come un test appropriato della saggezza nel reinvestire le somme coinvolte.
4. Le emissioni che pagano dividendi azionari periodici godono di un valore di mercato più elevato rispetto ad azioni ordinarie simili che non pagano tali dividendi.

Variazioni nella pratica del pagamento periodico di dividendi azionari. La pratica di erogare dividendi azionari periodici si è sviluppata abbastanza rapidamente da circa il 1923 fino alla successiva depressione. Si è fatto ricorso a tre varianti dell'idea:

1. Il metodo standard era pagare un dividendo azionario in aggiunta al normale dividendo in contanti. Questi dividendi azionari veniva-

4. Per esempi di questa sequenza, vedere: Cities Service Company, che pagò il 6% in contanti e il 6% in azioni tra il 1° marzo 1925 e il 1° giugno 1932; Sears, Roebuck and Company, che pagò 2,50 dollari per azione in contanti e il 4% in azioni (tassi annuali) dalla metà del 1928 fino al primo trimestre del 1931; Auburn Automobile Company che pagò 1 dollaro in contanti e il 2% in azioni (trimestralmente) da gennaio 1928 a luglio 1931; R. H. Macy and Company, Inc., che nel periodo 1928-1932 pagò dividendi azionari annuali del 5% assieme a crescenti dividendi in contanti.

no pagati mensilmente,⁵ trimestralmente,⁶ semestralmente⁷ o annualmente.⁸

2. A volte veniva offerto un dividendo azionario periodico in luogo del normale dividendo in contanti. Ciò assumeva la forma di un'opzione per l'azionista di prendere una certa quantità di contanti o azioni. Esempio: la Seagrave Corporation pagò un dividendo trimestrale al tasso annuo di 1,20 dollari in contanti o del 10% in azioni tra il 1925 e il 1929, inclusi.⁹
3. In alcuni casi vennero pagati solo dividendi in azioni, senza esborso in contanti o opzione. L'esponente più importante dei dividendi periodici in azioni, la North American Company, seguì questa procedura, pagando dividendi del 2½% in azioni, trimestralmente, tra il 1923 e il 1933, anno in cui il pagamento fu ridotto al 2% trimestrale (nel 1935 la società abbandonò la politica dei dividendi in azioni e tornò a una base di dividendi in contanti).

Caratteristica discutibile dei dividendi azionari periodici. Quasi ogni pratica finanziaria è soggetta ad abusi e i dividendi azionari periodici non hanno fatto eccezione. La caratteristica discutibile in questo caso è stata quella di stabilire un tasso di dividendo azionario regolare che superava in valore di mercato l'importo degli utili portati a riserva. Questa pratica fa apparire l'emissione eccessivamente attraente per l'acquirente poco scaltro, che viene ingannato dall'elevato valore monetario dei pagamenti correnti in azioni. È necessaria una certa comprensione dei metodi di contabilità aziendale per comprendere il vero significato di tali pagamenti di dividendi azionari.

Utilizziamo l'eccezionale caso della North American Company come esempio. Come abbiamo affermato, questa società pagò dividendi

5. Cities Service Company, dal 1° luglio 1929 al 1° giugno 1932; Gas and Electric Securities Company tra il 1926 e il 1931.

6. Sears, Roebuck and Company tra il 1928 e il 1931; Auburn Automobile Company tra il 1928 e il 1931; Federal Light and Traction Company tra il 1925 e il 1932.

7. American Water Works and Electric Company tra il 1927 e il 1930; American Gas and Electric Company tra il 1914 e il 1932, con ulteriori sporadici dividendi azionari; American Power and Light Company tra il 1923 e il 1931, con extra in azioni.

8. Continental Can Company nel 1924 e nel 1925; R. H. Macy and Company, Inc., tra il 1928 e il 1932; Truscon Steel Company tra il 1926 e il 1931; General Electric Company tra il 1922 e il 1925 (5% in azioni speciali).

9. Si confronti questo accordo con i pagamenti facoltativi di dividendi o interessi su azioni privilegiate e obbligazioni, menzionati nella nota 1 del Capitolo 22.

azionari continui sulle azioni ordinarie al tasso del 10% annuo per dieci anni. Durante la maggior parte di questo periodo, il dividendo azionario del 10% ha rappresentato un pagamento di solo 1 dollaro per azione, in termini di contabilità aziendale. Ciò derivava dal fatto che prima del 1927 il valore nominale delle azioni era di 10 dollari e che, dopo che le azioni erano state private del valore nominale, avevano comunque un “valore dichiarato” nei libri contabili di 10 dollari per azione. Quindi il 10% del valore nominale, o del valore contabile, ammontava a solo 1 dollaro per azione. Ma dal punto di vista dell’investitore, quest’ultimo stava ricevendo dividendi per un valore molto superiore a 1 dollaro per azione, perché il prezzo di mercato delle azioni ordinarie North American superava di gran lunga il suo valore nominale o dichiarato.

I fatti appariranno dalla tabella che segue.

Si noterà che, a partire dal terzo pagamento trimestrale nel 1931, l’importo addebitato agli utili per il dividendo azionario è stato aumentato da 1 dollaro a 1,468 dollari per azione all’anno. Ciò è seguito a una richiesta della Borsa di New York che l’addebito sugli utili o sulle riserve di utili che copriva i dividendi azionari riflettesse i diritti delle nuove azioni sulle riserve di capitale, così come sul capitale dichiarato contabilmente. Anche dopo che questo cambiamento fu introdotto, tuttavia, rimase una grande discrepanza tra l’importo a cui i dividendi erano valutati nei libri contabili e il valore dato a questi dividendi dal mercato azionario e, presumibilmente, dagli azionisti, fino a quando la quotazione non subì un ulteriore forte calo.

Il pericolo dello sviluppo di un circolo vizioso. Un accordo di questo tipo probabilmente si trasformerà in un circolo vizioso. Più alto è il prezzo di mercato, maggiore è il valore apparente dei dividendi azionari, che a sua volta sembrerà giustificare un prezzo di mercato ancora più alto (con un dividendo azionario del 10%, il rendimento del dividendo rimane ovviamente al 10%, indipendentemente da quanto alto possa salire il prezzo di mercato). Un tale risultato è ingannevole e fornisce un malsano impulso a speculazioni sfrenate e a investimenti sconsiderati. In effetti, è l’opposto della pratica seguita molti anni fa da società come American Can e National Biscuit, dalle quali il prezzo di mercato veniva mantenuto ben al di sotto del valore reale delle azioni da una politica dei dividendi eccessivamente “conservativa”. È del tutto discutibile, ovviamente, perseguire una politica calcolata per creare un prezzo di mercato superiore a quello garantito dagli utili e da altri fattori di valore. Un prezzo così ingiustificato deve necessariamente essere di durata

temporanea ed è probabile che si traduca (come ogni contabilità impropria) nel dare all'insider un vantaggio ingiusto rispetto al pubblico degli investitori.¹⁰

Anno	Utile per azione*	Range dei prezzi di mercato	Valore del 10% di dividendo azionario	
			Come da bilancio societario	Valore medio di mercato per l'azionista
1932	2,01\$	43-14	1,47\$	2,85\$
1931	3,41	90-26	1,23†	5,80
1930	4,53	133-57	1,00	9,50
1929	5,03	187-67	1,00	12,70
1928	4,68	97--56	1,00	7,65
1927	4,06	65-46	1,00	5,55
1926	4,05	67-42	1,00	5,45
1925	3,74	75-41	1,00	5,80
1924	3,32	45-22	1,00	3,35
1923	3,59	24-18	1,00	2,10

*In base al numero medio di azioni in circolazione durante l'anno.

†I primi due dividendi trimestrali del 1931 furono contabilizzati a 1 dollaro e gli ultimi due a 1 dollaro sul capitale azionario e 46,8 centesimi sulle riserve.

Sviluppo storico. Dal punto di vista storico è interessante notare che la North American Company avviò la sua politica di dividendi azionari

10. La North American Company ha un'eccellente reputazione e la sua politica non è stata chiaramente concepita con in mente uno scopo così sinistro. La società si sforzò di giustificare i suoi pagamenti di dividendi azionari nelle comunicazioni ai suoi azionisti. Le sue argomentazioni, tuttavia, si concentrarono sui vantaggi del reinvestimento degli utili e sulla correttezza dell'emissione di azioni ordinarie aggiuntive per rappresentare queste risorse aggiunte. La discrepanza tra il valore contabile e il valore di mercato di questi dividendi azionari e i malintesi che avrebbero potuto derivarne furono appena sfiorati. Fu un fatto particolarmente sfortunato che una società di alto rango abbia adottato questa pratica discutibile, poiché il suo esempio venne fin troppo facilmente seguito e sfruttato da altre imprese gestite con meno scrupoli.

più o meno nello stesso periodo in cui il primo protagonista dell'idea aveva deciso di abbandonarla. Si trattava dell'*American Light and Traction Company*, che nel periodo 1910-1919 aveva pagato dividendi al tasso annuo sia di 10 dollari in contanti sia del 10% in azioni. Nel 1916, quando le azioni venivano scambiate a circa 400, gli azionisti ricevevano dividendi con un valore realizzabile di circa 50 dollari all'anno, sebbene gli utili fossero solo di circa 25 dollari ad azione. Una tale politica di dividendi avrebbe potuto avere successo in modo permanente solo se la società avesse costantemente potuto reinvestire quantità sempre crescenti di profitti nella sua attività, sui quali a sua volta avrebbe potuto realizzare il 20% annuo. La legge dei rendimenti decrescenti (e la crescita vorace dell'interesse composto) avrebbe chiaramente messo al bando tale possibilità. Nella depressione del 1920-1921 *American Light and Traction* ritenne necessario ridurre drasticamente il suo tasso di dividendo. La quotazione di mercato scese sotto 80, un calo sorprendente per *un titolo azionario da investimento* in quel periodo (l'intervallo di prezzo di *Atchison* negli anni 1916-1921 fu compreso tra 109 e 76). Questa esperienza portò i dirigenti ad abbandonare l'idea del dividendo azionario periodico nel 1925, proprio nel momento in cui stava riscuotendo un favore generale tra le altre holding di utility pubbliche. L'abbandono dei dividendi azionari da parte della *North American Company* dieci anni dopo è un esempio lampante del modo in cui la storia finanziaria si ripete.

Esempio di piramidazione viziosa sui dividendi azionari. Durante gli anni del boom, i dividendi azionari periodici divennero il mezzo di una piramidazione particolarmente feroce di profitti dichiarati. Una società operativa pagava dividendi azionari con un valore di mercato superiore ai suoi utili correnti e, a sua volta, un fondo di investimento o una holding riportava questi dividendi azionari come reddito in un importo pari al valore di mercato. Per esempio, la *Central States Electric Corporation*, che è un grande detentore di azioni ordinarie della *North American Company*, riportò un utile totale nel 1928 (esclusi i profitti sulla vendita di titoli) di 7.188.178 dollari. Di questa somma, 6.396.225 dollari erano rappresentati da azioni della *North American* ricevute durante l'anno e prese nei libri contabili del destinatario al valore di mercato della *North American* immediatamente successivo alla data di registrazione di ogni dividendo trimestrale. Il prezzo medio a cui questi dividendi azionari venivano registrati come profitto era di 74 dollari per azione, o 7,40 dollari per il dividendo del 10%, in un anno in cui

North American ottenne utili pari a 4,68 dollari per azione sul numero medio di azioni in circolazione. Ciò nonostante, il mercato azionario capitalizzava questi guadagni artificiali della Central States Electric Corporation per arrivare alla sua valutazione delle azioni di quella società.¹¹

Il prezzo di mercato delle azioni dovrebbe essere riconosciuto nei pagamenti dei dividendi azionari. La Borsa di New York, alla fine, adottò un nuovo requisito di quotazione in base al quale le società accettavano di non includere nei loro conti economici i dividendi azionari ricevuti, a una valutazione superiore all'importo a cui tali dividendi azionari erano stati addebitati "a fronte di utili, riserve di utili o profitti indivisi dalla società emittente all'uopo".

Sebbene questa regolamentazione sia stata concepita correttamente, non va nel cuore della questione. Gli abusi derivanti dall'abitudine di pagare periodicamente dei dividendi azionari possono essere facilmente prevenuti dalla semplice regola secondo cui i dividendi azionari *al valore di mercato* non devono superare gli utili disponibili per i dividendi. Le dichiarazioni contabili potrebbero essere fatte nella seguente forma: "Un dividendo azionario del 5% è qui dichiarato. Il valore di mercato di questo dividendo è di circa 6 dollari per azione e rappresenta la capitalizzazione di 7 dollari per azione trattenuta nell'azienda dagli utili correnti di 10 dollari per azione".

Vantaggi dei dividendi azionari pagabili in azioni privilegiate. I dividendi possono essere pagati in azioni privilegiate anziché in azioni ordinarie. L'esempio principale di questo metodo è la General Electric Company, che distribuì dividendi extra del 5% all'anno tra il 1922 e il 1925, oltre al pagamento regolare di 8 dollari in contanti. Questi dividendi extra furono pagati in azioni speciali al 6%, del valore nominale di 10 dollari, che erano in realtà azioni privilegiate. Una procedura simile fu seguita dalla S. H. Kress Company e dalla Hartman Corporation. Il vantaggio teorico di questo metodo è che l'importo del dividendo pagato è chiaramente fissato al valore nominale effettivo¹² delle

11. Middle West Utilities seguì una pratica simile tra il 1928 e l'aprile 1932 per quanto riguarda i dividendi azionari ricevuti sia dalle sussidiarie sia da altre società. I percettori, successivamente, svalutarono le riserve aziendali per correggere la sopravvalutazione di questi dividendi azionari ricevuti dalle sussidiarie.

12. Se il pagamento viene effettuato nella forma di un'azione *privilegiata convertibile*, il rischio di sopravvalutazione non è, ovviamente, del tutto eliminato. Per esempio, la

azioni privilegiate emesse, evitando così la complicazione rappresentata dalle differenze tra valore contabile e valore di mercato. Laddove la società non abbia titoli senior, o ne abbia solo una piccola quantità, l'emissione di azioni privilegiate per rappresentare gli utili reinvestiti non indebolirà la struttura del capitale.

Nel 1934 la General Electric Company determinò che la sua posizione di capitale circolante era così confortevole da consentire il ritiro dal mercato dell'intera emissione di azioni speciali, che furono di conseguenza rimborsate nell'aprile 1935. Si può dire che ciò rappresenti la soluzione ideale dal punto di vista dell'azionista nella gestione degli utili non distribuiti. I due passaggi coinvolti sono i seguenti:

1. Negli anni prosperi gli utili vengono trattenuti per l'espansione o l'aggiunta di capitale circolante, ma gli azionisti ricevono periodicamente azioni privilegiate per rappresentarne una parte.
2. Se i successivi sviluppi aziendali mostrano che il capitale aggiuntivo non è più necessario, viene pagato agli azionisti tramite il rimborso delle loro azioni privilegiate.

Riassunto del capitolo. La nostra concezione di politiche di dividendo adeguate, ampiamente discussa in questo capitolo e in quello precedente, può essere riassunta nelle seguenti tre affermazioni:¹³

1. Il trattenimento e il reinvestimento di una parte sostanziale degli utili devono essere chiaramente giustificati agli azionisti sulla base di concreti benefici che ne derivano e che superano il valore monetario se pagati agli azionisti stessi. Tale trattenimento dovrebbe essere specificamente approvato dagli azionisti.
2. Se il trattenimento degli utili è in qualche modo una questione di necessità piuttosto che di scelta, gli azionisti dovrebbero essere informati di questo fatto e gli importi coinvolti dovrebbero essere designati come "riserve" anziché come "profitti in eccesso".

Columbia Gas and Electric Corporation nel 1932 pagò 1,125 dollari in azioni ordinarie nella forma di azioni privilegiate preferenziali (valore nominale 100 dollari). L'azione preferenziale arrivò a scambiare fino a 108 nel 1932 e fino a 138 nel 1933, o a equivalenti sostanzialmente in eccesso rispetto agli utili della società sulle sue azioni ordinarie durante quegli anni.

13. Per alcuni interessanti aspetti legali del potere di dichiarare o trattenere i dividendi, si veda A. A. Berle e G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, pp. 260–263, New York, 1932.

3. Gli utili volontariamente trattenuti nell'azienda dovrebbero essere capitalizzati in buona parte tramite l'emissione periodica di azioni aggiuntive, con valore di mercato corrente non superiore a tali utili reinvestiti. Se in seguito si scopre che il capitale aggiuntivo non è più necessario per l'attività, dovrebbe essere distribuito agli azionisti a fronte del ritiro delle azioni emesse in precedenza per rappresentarlo.