

Capitolo 15

Tecnica di selezione delle azioni privilegiate per investimento

La nostra discussione sulla teoria delle azioni privilegiate ha portato alla conclusione pratica secondo cui un'emissione di azioni privilegiate deve soddisfare tutti i requisiti di una buona obbligazione, con un margine di sicurezza extra per compensare i suoi svantaggi contrattuali. Nell'analizzare un'emissione di azioni senior, quindi, dovrebbero essere applicati gli stessi test che abbiamo precedentemente suggerito e descritto per le obbligazioni.

Requisiti più stringenti che suggeriamo. Per rendere i test quantitativi più rigorosi, è necessario un aumento della copertura minima degli utili rispetto a quella prescritta per i vari gruppi obbligazionari. I criteri che proponiamo sono i seguenti:

Copertura media minima da parte degli utili

Tipologia di impresa	Per l'investimento obbligazionario	Per l'investimento in azioni privilegiate
Utility pubbliche	1¾ volte gli oneri fissi	2 volte gli oneri fissi più i dividendi privilegiati
Ferrovie	1¾ volte gli oneri fissi	2½ volte gli oneri fissi più i dividendi privilegiati
Industrie	3 volte gli oneri fissi	4 volte gli oneri fissi più i dividendi privilegiati

Questi aumenti nella copertura da parte degli utili suggeriscono che si dovrebbe compiere un corrispondente progresso nel rapporto tra debito e valore azionario. Si potrebbe sostenere che, poiché si tratta di un test secondario, non è necessario modificare il rapporto. Ma la coerenza del trattamento richiederebbe che la copertura minima del valore azionario venga aumentata in un modo simile a quello mostrato nella tabella seguente.

Rapporto minimo tra debito e valore azionario

Tipologia di impresa	Per l'investimento obbligazionario	Per l'investimento in azioni privilegiate
Utility pubbliche	2\$ di obbligazioni per 1\$ di azione	1½\$ di obbligazioni e azioni privilegiate per 1\$ di azione junior
Ferrovie	1½\$ di obbligazioni per 1\$ di azione	1\$ di obbligazioni e azioni privilegiate per 1\$ di azione junior
Industrie	1\$ di obbligazioni per 1\$ di azione	1\$ di obbligazioni e azioni privilegiate per 1½\$ di azione junior

I margini di sicurezza sopra suggeriti sono sostanzialmente più alti di quelli finora accettati come adeguati e si potrebbe obiettare che stiamo imponendo requisiti di rigore irragionevole e proibitivo. È vero che questi requisiti avrebbero squalificato gran parte del finanziamento di azioni privilegiate effettuato negli anni precedenti al 1931, ma tale severità sarebbe stata vantaggiosa per il pubblico degli investitori. Una stabilizzazione generale delle condizioni aziendali e finanziarie potrebbe in seguito giustificare un atteggiamento più indulgente nei confronti della copertura minima degli utili, ma finché tale stabilizzazione non sarà effettivamente percepibile per un considerevole periodo di tempo, l'atteggiamento degli investitori nei confronti delle azioni privilegiate deve rimanere estremamente critico ed esigente.

Facendo riferimento all'elenco delle azioni privilegiate fornito nel Capitolo 14, si noterà che nel caso di tutte le emissioni *industriali* il rapporto minimo tra debito e valore azionario ha superato 1,6 a 1 e che la copertura media degli utili ha superato 5,6 volte.¹

1. Non riteniamo necessario suggerire un aumento della *dimensione* minima al di sopra delle cifre raccomandate per le obbligazioni da investimento.

La mera presenza di debito finanziato non squalifica le azioni privilegiate come forma di investimento. È opportuno domandarsi se un rating di investimento debba essere limitato alle azioni privilegiate non precedute da obbligazioni. Che l'assenza di debito finanziato sia una caratteristica desiderabile per un'emissione privilegiata è ovvio; è un vantaggio simile a quello di avere una prima ipoteca su una proprietà invece di una seconda ipoteca. Non sorprende, quindi, che le azioni privilegiate senza obbligazioni che le precedono abbiano fatto una migliore figura *come classe* rispetto a quelle delle società con debito finanziato. Ma da questo fatto piuttosto ovvio non consegue che tutte le azioni privilegiate con obbligazioni antecedenti siano investimenti poco solidi, così come non si può dire che *tutte* le obbligazioni di secondo grado siano di qualità inferiore a tutte le obbligazioni di primo grado. Un tale principio comporterebbe il rifiuto di tutte le azioni privilegiate di pubblica utilità (poiché hanno invariabilmente obbligazioni antecedenti), sebbene queste godano di una migliore considerazione come gruppo rispetto alle azioni privilegiate industriali "non obbligazionarie". Inoltre, nel test estremo del 1932, una percentuale sostanziale delle emissioni privilegiate che hanno retto alla crisi erano precedute da debito finanziato.²

Condannare un titolo fortemente radicato come l'azione privilegiata General Electric nel 1933 perché aveva un'emissione obbligazionaria antecedente di importo infinitesimale, sarebbe stato il massimo dell'assurdità. Questo esempio dovrebbe illustrare con forza l'intrinseca mancanza di saggezza nel sottoporre la selezione degli investimenti a regole rigide e veloci di carattere qualitativo. A nostro avviso, la presenza di obbligazioni senior rispetto a un'azione privilegiata è un fatto che l'investitore deve tenere attentamente in considerazione, spingendolo a una maggiore cautela di quanta ne potrebbe altrimenti esercitare; ma se lo stato di fatto della società emittente fornisce un'impressione sufficientemente buona, all'azione privilegiata può comunque essere accordato un rating da investimento.

Base di calcolo delle deduzioni totali consigliata. Nel calcolo della copertura degli utili per le azioni privilegiate con obbligazioni che le precedono, è assolutamente essenziale che gli interessi sulle obbliga-

2. Delle 21 emissioni di questo tipo elencate nel Capitolo 14, undici erano precedute da obbligazioni, vale a dire cinque utility pubbliche, una ferrovia e cinque (su 15) industriali.

zioni e i dividendi privilegiati siano presi *assieme*. La pratica quasi universale di dichiarare gli utili sulle azioni privilegiate separatamente (in dollari per azione) è esattamente simile e fallace quanto il metodo delle deduzioni a priori per calcolare il margine sugli oneri di interesse per un'obbligazione junior. Se l'emissione di azioni privilegiate è molto più piccola del debito finanziato, gli utili per azione indicheranno che il dividendo privilegiato è coperto più volte dagli utili rispetto agli interessi sulle obbligazioni. Una simile affermazione deve essere priva di qualunque significato, altrimenti implicherebbe che il dividendo privilegiato è più sicuro dell'interesse obbligazionario della stessa società – un'assurdità assoluta³ (vedi gli esempi a pagina 5).

Le azioni di Classe A della West Penn Electric Company sono in realtà un'emissione di secondo privilegio. In questo esempio il bilancio ordinario fa apparire il dividendo privilegiato più sicuro dell'interesse obbligazionario, e poiché l'emissione di Classe A è piccola, fa apparire questa seconda emissione privilegiata molto più sicura delle obbligazioni o della prima preferita. La dichiarazione corretta mostra che i fabbisogni della Classe A sono coperti 1,26 volte anziché 7,43 volte, una differenza enorme. Il metodo errato di stabilire la copertura degli utili fu probabilmente responsabile in buona parte dell'alto prezzo a cui le azioni di Classe A furono scambiate nel 1937 (108). È interessante osservare che, sebbene le azioni di Classe A fossero cadute a 25 nel 1932, in seguito vennero scambiate ripetutamente a un prezzo superiore a quello dell'emissione privilegiata al 7%. Evidentemente alcuni investitori erano ancora fuorviati dai dati degli utili per azione e immaginavano che la privilegiata di secondo livello fosse più sicura della prima.

Una contraddizione apparente spiegata. I nostri principi di copertura dei dividendi privilegiati portano a un'apparente contraddizione, vale a dire che gli azionisti privilegiati di una società devono richiedere una copertura minima maggiore rispetto agli obbligazionisti della stessa società ma, per la natura del caso, la copertura effettiva è destinata a essere inferiore. Infatti, in qualsiasi società, il solo interesse obbligazionario è ovviamente coperto dagli utili con un margine maggiore rispetto alla combinazione tra l'interesse obbligazionario e i dividendi privilegiati. Questo fatto ha creato l'impressione tra gli investitori (e alcuni scrittori) che i test di una solida azione privilegiata possano essere me-

3. Vedi la nota 2 dell'Appendice per un commento sulla negligenza su questo punto da parte degli autori di libri di testi sugli investimenti.

no rigorosi di quelli di una solida obbligazione.⁴ Ma questo non è affatto vero. Il punto vero è che quando una società possiede sia obbligazioni sia azioni privilegiate, queste ultime possono essere abbastanza *sicure solo se le obbligazioni sono molto più sicure del necessario*.

Esempi di metodi corretti e non corretti di calcolo della copertura degli utili per le azioni privilegiate

A. Colorado Fuel and Iron Company:	dati del 1929
Copertura degli interessi obbligazionari da parte degli utili	3.978.000\$
Oneri per interessi	1.628.000
Dividendi sulle privilegiate	160.000
Saldo per azioni ordinarie	2.190.000

Dati di bilancio non corretti

Copertura degli oneri da interessi	2,4 volte
Copertura del dividendo privilegiato	14,7 volte
Copertura del dividendo per azione privilegiata	117,50\$

Dichiarazione corretta

Copertura degli oneri da interessi	2,4 volte
Copertura degli interessi e del dividendo privilegiato	2,2 volte

Nota: la precedente dichiarazione di guadagni sulle azioni privilegiate, se presa da sola, è inutile o pericolosamente fuorviante.

B. Warner Bros. Pictures, Inc.:	anno conclusosi il 28 agosto 1937
Copertura degli interessi	10.760.000\$
Interessi	4.574.000
Dividendi privilegiati	397.000
Saldo per azioni ordinarie	5.789.000

4. Si vedano, per esempio, le seguenti citazioni di R. E. Badger e H. G. Guthmann, *Investment Principles and Practices*, New York 1941:

“Allo stesso modo, è regola generale che, in media, l’interesse sulle obbligazioni industriali dovrebbe essere coperto almeno tre volte, affinché l’obbligazione possa essere considerata sicura” (p. 316).

“Dal punto di vista degli autori, un’azione privilegiata industriale dovrebbe essere considerata speculativa a meno che oneri e fabbisogni per dividendi combinati assieme non siano coperti dagli utili almeno per il doppio durante un periodo di anni” (p. 319).

“Si può probabilmente affermare con sicurezza che, laddove i vari oneri combinati siano coperti dagli utili due volte, compresi gli oneri di interesse sulle obbligazioni della holding, la presunzione è a favore della solidità di tale emissione della holding. Allo stesso modo, laddove oneri precedenti combinati e fabbisogni per dividendi privilegiati siano coperti dagli utili 1,5 volte, l’azione privilegiata della holding sarà considerata favorevolmente” (p. 421). Si veda anche F. F. Burchett, *Investments and Investment Policy*, New York 1938, p. 325, dove l’autore richiede una maggiore copertura di oneri fissi sulle obbligazioni rispetto alle azioni privilegiate delle imprese di merchandising.

<u>Dati di bilancio non corretti</u>		<u>Dichiarazione corretta</u>	
Copertura degli oneri da interessi	2,35 volte	Copertura degli oneri da interessi	2,35 volte
Copertura del dividendo privilegiato	14,8 volte	Copertura degli interessi e del dividendo privilegiato	2,1 volte
Copertura del dividendo per azione privilegiata	56.99\$		

C. West Penn Electric Company:	dati 1937
Lordo	40.261.000\$
Netto prima degli oneri	13.604.000
Oneri fissi (inclusi dividendi privilegiati delle sussidiarie)	8.113.000
Dividendi su emissioni privilegiate al 7% e al 6%	2.267.000
Dividendi su azioni di Classe A (junior al 6% e privilegiate al 7%)	412.000
Saldo per Classe B e azioni ordinarie	2.812.000

<u>Dati di bilancio non corretti</u>		<u>Dichiarazione corretta</u>	
Rapporto tra utile e interessi o dividendi	Rapporto con gli utili per azione	Utile	
Oneri fissi 1,68 volte		Oneri fissi 1,68 volte	
Dividendi (complessivi) delle privilegiate 6% e 7% (combinati) 2,42 volte		Oneri e dividendi delle privilegiate 1,31 volte	
Classe A..... 7,43 volte	16,11\$ 54,79	Oneri fissi, dividendi privilegiati e dividendi di Classe A . . . 1,26 volte	

Al contrario, se le obbligazioni sono solamente abbastanza sicure, le azioni privilegiate non possono essere solide. Ciò è illustrato da due esempi, che illustriamo nella tabella che segue:

	Ligget & Myers Tobacco Co.		Commonwealth & Southern Corp.	
Anno	Rapporto tra l'utile e gli interessi	Rapporto tra l'utile e gli interessi più i dividendi delle privilegiate	Rapporto tra l'utile e gli oneri fissi	Rapporto tra l'utile e gli oneri fissi più i dividendi delle privilegiate
1930	15,2	7,87	1,84	1,48
1929	13,9	7,23	1,84	1,55
1928	12,3	6,42	1,71	1,44
1927	11,9	6,20	1,62	1,37
1926	11,2	5,85	1,52	1,31
1925	9,8	5,14	1,42	1,28

La copertura dei dividendi privilegiati Liggett e Myers (compreso, ovviamente, anche l'interesse obbligazionario) è sostanzialmente al di sopra del nostro minimo suggerito di quattro volte. La sola copertura degli interessi obbligazionari, quindi, è di gran lunga superiore al minor minimo richiesto, vale a dire, tre volte. D'altro canto, la copertura degli oneri fissi di Commonwealth & Southern nel 1930 era quasi al minimo proposto di $1\frac{3}{4}$ volte. Ciò significava che, mentre le varie obbligazioni *potevano* qualificarsi per l'investimento, le azioni privilegiate al 6% non potevano assolutamente farlo e l'acquisto di tale emissione a un prezzo superiore alla pari nel 1930 sarebbe stato un errore evidente.

La formula "*dollari per azione*" è fuorviante. Quando un'azione privilegiata non ha obbligazioni che la precedono, gli utili possono essere dichiarati come un certo numero di dollari per azione o come un certo numero di volte il fabbisogno per dividendo. La seconda forma è decisamente preferibile, per due motivi. Il più importante è che l'uso della formula "*dollari per azione*" nei casi in cui non vi siano obbligazioni probabilmente ne incoraggerà l'uso nei casi in cui invece vi sono obbligazioni. Gli analisti di attività finanziarie e gli investitori intelligenti dovrebbero fare uno sforzo speciale per evitare e condannare questo metodo fuorviante di dichiarare la copertura dei dividendi privilegiati, e questo può essere fatto al meglio eliminando completamente la forma di calcolo in dollari per azione. Come secondo punto, va notato che il significato dei dollari guadagnati per azione dipende dal prezzo di mercato delle azioni privilegiate. Utili di 20 dollari per azione sarebbero molto più premianti per un'emissione privilegiata scambiata a 80 rispetto al caso di una privilegiata scambiata a 125. In un caso il rendimento è del 25%, e nell'altro solo del 16%, sul prezzo di mercato. Il dato in dollari per azione perde tutto il suo valore comparativo quando il valore nominale è inferiore a 100 dollari o quando non ci sono azioni alla pari con un basso tasso di dividendo per azione. Gli utili di 18,60 dollari per azione nel 1931 sulla privilegiata S. H. Kress and Company 6% (valore nominale 10 dollari) sono ovviamente molto più premianti degli utili di 20 dollari per azione su di azioni privilegiate al 7%, con valore nominale pari a 100 dollari.

Calcolo del rapporto tra debito e valore azionario. La tecnica di applicazione di questo test alle azioni privilegiate è simile sotto tutti gli aspetti a quella del test di copertura degli utili. Le obbligazioni, se presenti, e le azioni privilegiate devono essere prese insieme e il totale confrontato solo con il prezzo di mercato delle azioni ordinarie. Quando si calcola la

protezione retrostante un'obbligazione, l'emissione privilegiata è parte del patrimonio netto, ma quando si calcola la protezione retrostante le azioni privilegiate, le azioni ordinarie sono ora, ovviamente, l'unico titolo junior. Nei casi in cui esista sia una prima sia una seconda emissione privilegiata, la seconda viene aggiunta alle azioni ordinarie nel calcolo del patrimonio netto retrostante la prima privilegiata.

**Esempio di calcolo dei rapporti tra debito e valore azionario per
azioni privilegiate Procter and Gamble Company**

Capitalizzazione	Valore nominale	Prezzo minimo 1932	Valore al prezzo minimo nel 1932
Obbligazioni	10.500.000\$		
Azioni privilegiate 8% (1° privilegio)	2.250.000	140	3.150.000\$
Azioni privilegiate 5% (2° privilegio)	17.156.000	81	13.900.000
Azioni ordinarie	6.140.000*	20	128.200.000

*Numero di azioni

A. Rapporto tra il valore azionario e debito (l'obbligazione)

$$\frac{3.150.000+13.900.000+128.200.000}{10.500.000} = 13,8 \text{ a } 1$$

B. Rapporto tra valore azionario e debito per il titolo privilegiato di 1° livello

$$\frac{13.900.000+128.200.000}{10.500.000+3.150.000} = 10,41 \text{ a } 1$$

C. Rapporto del valore azionario e debito per il titolo privilegiato di 2° livello

$$\frac{128.200.000}{10.500.000+3.150.000+13.900.000} = 4,6 \text{ a } 1$$

Il valore di mercato delle azioni ordinarie dovrebbe essere confrontato con il valore *nominale* o con il valore di *mercato* delle azioni privilegiate? Nella maggior parte dei casi non farà alcuna differenza fondamentale quale dato venga utilizzato. Tuttavia, vi è un numero crescente di azioni privilegiate senza valore nominale (e anche un certo numero come la privilegiata Island Creek Coal Company e la privilegiata di secondo livello Remington Rand, Inc., in cui il valore nominale reale è completamente diverso dal valore nominale dichiarato).⁵ In questi casi,

5. L'azione privilegiata Island Creek Coal ha un valore nominale dichiarato di 1 dollaro e la privilegiata di secondo livello Remington Rand, Inc., ha un valore nominale dichiarato di 25 dollari, ma entrambe le emissioni comportano un dividendo di 6 dollari e

un equivalente dovrebbe essere derivato dal tasso di dividendo. A causa di tali casi e anche di quelli in cui il prezzo di mercato tende a differire sostanzialmente dal valore nominale (per esempio, la privilegiata Norfolk and Western Railway Company 4% nel 1932 o la privilegiata Eastman Kodak 6% nel 1939), sembrerebbe la regola migliore quella utilizzare regolarmente il prezzo di mercato delle azioni privilegiate nel calcolo dei rapporti tra il debito e il valore delle azioni. D'altro canto, si raccomanda l'uso regolare del valore nominale delle emissioni obbligazionarie, piuttosto che del prezzo di mercato, perché è molto più conveniente e non comporta le obiezioni appena discusse in relazione alle azioni privilegiate.

Emissioni non cumulative. Lo svantaggio teorico di un'azione privilegiata non cumulativa rispetto a un'emissione cumulativa è molto simile all'inferiorità delle azioni privilegiate in generale rispetto alle obbligazioni. Lo svantaggio di non essere in grado di pretendere il pagamento dei dividendi sulle azioni privilegiate in genere è quasi compensato dall'handicap, nel caso di emissioni non cumulative, di non aver diritto a ricevere in futuro i dividendi trattenuti in passato. Quest'ultima disposizione è così palesemente iniqua che i nuovi acquirenti di titoli (che accetterebbero quasi tutto) si oppongono alle emissioni non cumulative e per molti anni le nuove offerte di azioni privilegiate hanno avuto quasi invariabilmente la caratteristica cumulativa.⁶ Le emissioni non cumulative sono generalmente nate come risultato di piani di riorganizzazione in cui i vecchi detentori di titoli sono stati virtualmente costretti ad accettare qualsiasi tipo di titolo fosse stato loro offerto. Ma negli ultimi anni le emissioni preferenziali create tramite ristrutturazione sono state prevalentemente cumulative, sebbene in alcuni casi questa disposizione diventi operativa solo dopo un certo periodo di tempo. La privilegiata Austin Nichols and Company 5\$, per esempio, è stata emessa ai sensi di un Readjustment Plan nel 1930 ed è diventata

hanno diritto rispettivamente a 120 dollari per azione e 100 dollari per azione in caso di liquidazione. Il loro valore nominale reale è evidentemente 100 dollari. Lo stesso vale per le privilegiate American Zinc Lead e Smelting 5\$ 1° livello e 6\$ 2° livello; il valore nominale di ciascuna è 25 dollari.

6. L'unica importante azione privilegiata "diretta" non cumulativa collocata agli azionisti o al pubblico dopo la guerra è stata la St. Louis-San Francisco Railway Company. Nel caso della privilegiata non cumulativa Illinois Central Railroad Company, il privilegio di conversione era l'incentivo prevalente al momento dell'emissione.

cumulativa nel 1934. La privilegiata National Department Stores, creata nel 1935, è diventata pienamente cumulativa nel 1938.

Principale obiezione alla disposizione non cumulativa. Una delle principali obiezioni alla disposizione non cumulativa è che consente agli amministratori di trattenere i dividendi anche negli anni buoni, quando sono ampiamente coperti dagli utili, e mandare a beneficio degli azionisti ordinari il denaro così risparmiato.

L'esperienza dimostra che i dividendi non cumulativi vengono raramente pagati, a meno che non siano resi necessari dal desiderio di annunciare dividendi sulle azioni ordinarie; e se il dividendo ordinario viene successivamente interrotto, il dividendo privilegiato viene quasi invariabilmente sospeso subito dopo.⁷

Esempio: la St. Louis-San Francisco Railway Company offre un tipico esempio. Nessun dividendo è stato pagato sulla (vecchia) emissione privilegiata tra il 1916 e il 1924, sebbene il dividendo sia stato completamente coperto dagli utili nella maggior parte di questi anni. I pagamenti non sono iniziati fino a immediatamente prima che i dividendi fossero avviati sulle azioni ordinarie, e sono stati continuati (sulla nuova privilegiata) meno di un anno dopo la sospensione del dividendo ordinario nel 1931.

La manifesta ingiustizia di tale accordo ha portato i tribunali del New Jersey (nel caso *United States Cast Iron Pipe*)⁸ a decidere che, se i dividendi sono coperti dagli utili su un'azione privilegiata non cumulativa ma non pagati, allora il detentore ha diritto a ricevere tali importi in seguito, prima che qualunque altra cosa possa essere pagata sulla quota comune. Ciò significava che nel New Jersey a un'azione privilegiata non cumulativa veniva concesso un diritto cumulativo sui dividendi nella misura in cui fossero stati coperti dagli utili. La Corte Suprema degli Stati Uniti, tuttavia, emanò una decisione contraria (nel caso *Wabash*

7. La privilegiata *Kansas City Southern Railway Company* 4% non cumulativa, che ha pagato dividendi tra il 1907 e il 1929 mentre l'ordinaria non riceveva nulla, è una palese eccezione a questa affermazione. La privilegiata *St. Louis Southwestern Railway Company* 5% ha ricevuto dividendi pieni durante il 1923-1929 mentre non venivano effettuati pagamenti all'ordinaria; ma per un periodo ancora più lungo, i dividendi privilegiati, sebbene coperti dagli utili, vennero trattenuti in tutto o in parte (e quindi irrevocabilmente persi).

8. Caso *Day contro United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*, 94 N.J. Eq. 389, 124 Atl. 546 (1924), aff'd, 96 N.J. Eq. 738, 126 Atl. 302 (1925); caso *Moran contro United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*, 95 N.J. Eq. 389, 123 Atl. 546 (1924), aff'd, 96 N.J. Eq. 698, 126 Atl. 329 (1925).

Railway)⁹ sostenendo che, sebbene la disposizione non cumulativa possa comportare gravi difficoltà per il titolare, questi ha comunque acconsentito a essa quando ha accettato l'emissione. Questa è senza dubbio una giurisprudenza valida, ma le obiezioni intrinseche alla disposizione non cumulativa sono così grandi (principalmente a causa dell'opportunità che offre per politiche inique da parte degli amministratori) che sembrerebbe opportuno per le legislature dei vari stati rendere effettiva la decisione del New Jersey, proibendo l'emissione di azioni privilegiate completamente non cumulative, richiedendo che siano rese cumulative almeno nella misura in cui il dividendo viene coperto dagli utili. Questo risultato è stato raggiunto in una serie di casi individuali tramite l'inserimento di appropriate disposizioni statutarie.¹⁰

Caratteristiche dell'elenco delle 21 emissioni privilegiate di grado da investimento. Su circa 440 azioni privilegiate quotate alla Borsa di New York nel 1932, solo 40, ovvero il 9%, erano non cumulative. Di queste, 29 erano emissioni ferroviarie o di ferrovie di superficie e solo 11 erano emissioni industriali. Il lettore sarà sorpreso nel notare, tuttavia, che su sole 21 azioni privilegiate scambiate ininterrottamente su base da investimento nel 1932, non meno di quattro erano non cumulative. Altre peculiarità si trovano in questa lista di azioni privilegiate, e possono essere riassunte come segue (si veda il Capitolo 14):

1. Sia il numero di emissioni non cumulative sia il numero di azioni privilegiate precedute da obbligazioni sono proporzionalmente più alti tra le 21 società "buone" che all'interno dell'intero listino del Mercato Azionario.

9. Caso *Wabash Railway Company et al. contro Barclay et al.*, 280 U.S. 197 (1930), che rovescia il caso *Barclay contro Wabash Railway*, 30 Fed. (2d) 260 (1929). Si veda la discussione in A. A. Berle, Jr., e G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, pp. 190–192.

10. Si vedano, per esempio, il regolamento dell'azione convertibile George A. Fuller Company 3 dollari, della convertibile classe A Aeolian Company 6% e della privilegiata convertibile di 2° livello United States Lines Company. Una tendenza nella direzione delle azioni privilegiate con questo tipo di disposizione è osservabile in numerosi recenti piani di ristrutturazione delle ferrovie. Si vedano i vari piani presentati nel 1936–1938 per Chicago and Eastern Illinois Railroad, Missouri Pacific Railroad, Erie Railroad, St. Louis-San Francisco Railroad. Un primo esempio di questo tipo di azioni privilegiate è quello di Pittsburgh, Youngstown and Ashtabula Railway. Ma qui il dividendo diventa cumulativo solo se viene coperta l'intera quota di 7 dollari e ne è stata pagata una quota inferiore.

2. Il settore meglio rappresentato è quello del *tabacco da fiuto*, con tre società.
3. Peculiarità varie:
 - a. Solo un'emissione ha una clausola di ammortamento.
 - b. Un'emissione è una privilegiata di 2° livello (Procter and Gamble).
 - c. Un'emissione ha un valore nominale di solo 1 dollaro (Island Creek Coal).
 - d. Un'emissione era richiamabile a un prezzo di mercato vicino al più basso del 1932-1933 (General Electric).

Questioni di forma, titolo o diritto legale relativamente immateriali. Confidiamo che nessun esponente troppo zelante del metodo induttivo concluderà da queste cifre: (1) che le privilegiate non cumulative sono superiori alle emissioni cumulative, (2) che le privilegiate precedute da obbligazioni sono superiori a quelle senza obbligazioni, (3) che il settore del tabacco da fiuto presenti l'opportunità più sicura per gli investimenti. Il vero significato di questi risultati inaspettati è piuttosto la sorprendente conferma che offrono alla nostra tesi di base secondo cui le questioni di forma, titolo o diritto legale sono relativamente immateriali e che il quadro dalla singola emissione è di fondamentale importanza. Se ci si può aspettare, senza dubbio, che un'azione privilegiata paghi sempre il suo dividendo, allora se sia cumulativo o non cumulativo diventa una questione puramente accademica, allo stesso modo in cui i diritti contrattuali inferiori di un'azione privilegiata rispetto a un'obbligazione cesserebbero di avere un significato pratico. Poiché il dividendo sulla privilegiata United States Tobacco Company è stato coperto dagli utili più di sedici volte nell'anno della depressione 1931 - e poiché, inoltre, la società era stata disposta ad acquistare una gran parte dell'emissione privilegiata a prezzi che arrivavano fino a 125 dollari per azione - la mancanza di una disposizione cumulativa non ha causato alcuna preoccupazione ai possessori. Questo esempio deve ovviamente essere considerato eccezionale e, come punto di politica pratica di investimento, dovremmo suggerire che, indipendentemente da quanto impressionante possa essere il quadro retrostante a un'azione privilegiata non cumulativa, sarebbe meglio selezionare per l'acquisto un'emissione cumulativa, al fine di godere di una migliore protezione in caso di rovesci imprevisti.¹¹

11. Si veda, per esempio, l'andamento storico della privilegiata non cumulativa American Car and Foundry Company 7%. Per molti anni prima del 1928 questa emissione fu

È rilevante l'importo piuttosto che mera presenza di obbligazioni senior. Anche il numero relativamente elevato di società nel nostro elenco di obbligazioni in circolazione è interessante, in quanto dimostra che non è la mera presenza di obbligazioni ma piuttosto l'importo del debito precedente ad avere una seria importanza. In tre casi le obbligazioni erano in circolazione per un importo semplicemente nominale, come risultato del fatto che quasi tutte queste società avevano una lunga storia, così che alcune di esse portavano con loro piccoli residui di vecchi finanziamenti obbligazionari.¹²

Per coincidenza tutte e tre le azioni privilegiate industriali non cumulative nel nostro elenco appartengono a società nel settore del tabacco da fiuto. Questo fatto è interessante, non perché dimostra il primato degli investimenti in questo comparto ma perché offre un forte promemoria del fatto che l'investitore non può giudicare in modo sicuro i meriti o i demeriti di un titolo dalla sua reazione personale al tipo di business in cui è impegnato. Un record eccezionale per un lungo periodo nel passato, più una forte evidenza di stabilità intrinseca, più l'assenza di qualsiasi ragione concreta per aspettarsi un cambiamento sostanziale in peggio nel futuro, offrono probabilmente l'unica solida base disponibile per la selezione di un investimento a *valore fisso*. Le varie peculiarità nel nostro elenco (menzionate al punto 3, sopra) sono anche utili indicazioni che questioni di forma o piccoli inconvenienti non hanno un'incidenza essenziale sulla qualità di un investimento.

scambiata a un prezzo più alto della privilegiata non cumulativa United States Tobacco Company 7%. Nel 1929 aveva completato trent'anni ininterrotti di pagamento di dividendi, durante gli ultimi venti dei quali il suo prezzo di mercato non era mai sceso sotto 100. Tuttavia, nel 1932 il dividendo fu approvato e la quotazione scese a 16. Analogamente, la privilegiata Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company, un'emissione non cumulativa al 5%, pagò dividendi pieni tra il 1901 e il 1932 e fu a lungo considerata un investimento di qualità. Ancora nel 1931 il prezzo raggiunse 108¼, *mezzo punto dal livello più alto della sua storia*, e un rendimento conseguente di solo il 4,6%. L'anno successivo il prezzo scese a 35, e l'anno seguente il dividendo fu ridotto a una base di 3 dollari. Fu poi ripristinato al 5%, ma nel 1938 il dividendo fu completamente omoesso. Questa storia potrebbe essere ponderata dagli investitori disposti a pagare 112 per la privilegiata non cumulativa Norfolk e Western 4% nel 1939.

12. Queste società erano General Electric, American Tobacco e Corn Products Refining. Lo studio dell'Università del Michigan del dott. Rodkey riconosce questo punto, in parte ignorando alcune emissioni obbligazionarie che ammontano a meno del 10% del capitale e delle riserve.