

## Capitolo 11

# Standard specifici per l'investimento in obbligazioni (*conclusione*)

### Rapporto tra capitalizzazione azionaria e debito obbligazionario

L'ammontare di azioni e riserve subordinate o junior rispetto a un'emissione obbligazionaria esprime lo stesso quadro in termini di eccedenza di risorse rispetto all'indebitamento. Ciò può essere visto immediatamente dal seguente tipico stato patrimoniale abbreviato:

|                                   |                                       |
|-----------------------------------|---------------------------------------|
| Attività, meno passività correnti | Debito obbligazionario 600.000 \$     |
| (patrimonio netto) 1.000.000 \$   | Azioni e riserve (capitale azionario) |
| 1.000.000 \$                      | 400.000                               |
|                                   | <u>11.000.000 \$</u>                  |

La semplice formula risultante è la seguente:

$$\frac{\text{Capitale azionario}}{\text{Debito obbligazionario}} = \frac{\text{Attività nette}}{\text{Debito obbligazionario}} - 1$$

**Standard prescritti dalla Legge di New York.** Se stiamo studiando i dati di bilancio, quindi, possiamo guardare sia alle attività nette sia al capitale azionario per determinare la copertura indicata o il margine al di sopra della quota capitale del debito. Lo Statuto della città di New York, che disciplina gli investimenti delle casse di risparmio, impiega entrambi gli approcci nella sua regolamentazione relativa ai titoli delle utility pubbliche. Si stabilisce: (1) che il debito ipotecario in questione,

più tutto il debito ipotecario sottostante, non deve superare il 60% del valore della proprietà ipotecata, e (2) che il capitale azionario deve essere pari ad almeno due terzi del debito ipotecario. Dal tipico stato patrimoniale appena mostrato, si osserverà facilmente che questi due requisiti sono sostanzialmente equivalenti. Qualora una società abbia un sostanziale indebitamento *non garantito*, tuttavia, potrebbe soddisfare il requisito 1 e non il requisito 2, per cui, in tali casi, la seconda clausola fornisce una protezione aggiuntiva. Questo punto può essere illustrato dal seguente esempio:

|                     |                     |                            |                    |
|---------------------|---------------------|----------------------------|--------------------|
| Proprietà ipotecata | 10.000.000\$        | Debito ipotecario          | 6.000.000\$        |
| Capitale circolante | 1.000.000           | Obbligazioni non garantite | 3.000.000          |
|                     |                     |                            |                    |
|                     |                     | Scorte e riserve           | 2.000.000          |
|                     | <u>11.000.000\$</u> |                            | <u>1.000.000\$</u> |

In questo caso, il debito ipotecario ammonta solo al 60% della proprietà impegnata ma il capitale azionario è molto inferiore ai due terzi del debito ipotecario. Pertanto queste ultime obbligazioni non sarebbero idonee.

Va notato che lo Statuto della città di New York considera solo il valore nominale o dichiarato delle emissioni azionarie (incluse, ovviamente, sia quelle privilegiate sia quelle ordinarie) e non attribuisce credito alle riserve contabili, che fanno parte del capitale degli azionisti. La teoria alla base di questa restrizione potrebbe essere che le riserve sono legalmente distribuibili agli azionisti e non possono, quindi, essere considerate una protezione permanente per gli obbligazionisti. In realtà, tuttavia, le riserve di una società di utility sono quasi invariabilmente investite in larga misura in immobilizzazioni e non sono distribuibili in contanti. Quindi, se fossero necessari test di questo tipo, il dato delle scorte e delle riserve sembrerebbe più logico di quello rappresentato semplicemente dalle azioni emesse.

**Test sul capitale di dubbio merito nel caso dei servizi di pubblica utilità.** Siamo propensi a chiederci se si ottenga un vantaggio sostanziale nel caso ordinario applicando alle obbligazioni delle utility pubbliche il test del rapporto tra azioni ed emissioni obbligazionarie. È improbabile che possa fornire indicazioni di sicurezza o mancanza di sicurezza che non siano già mostrate dallo storico degli utili. In alcuni

casi, forse, il quadro dei profitti può essere soddisfacente, ma la copertura patrimoniale è eccessivamente ridotta, e quest'ultimo punto può suggerire che, poiché la società guadagna un tasso eccezionalmente alto di rendimento sul suo investimento, è vulnerabile a una regolamentazione tariffaria sfavorevole. La difficoltà principale, tuttavia, è consistita nella mancanza di attendibilità dei dati di stato patrimoniale relativi ai valori immobiliari (e quindi al capitale azionario) come indicazione sia dell'effettivo investimento in liquidità, sia del valore di sostituzione, che può essere designato come tasso base. Ma negli ultimi anni l'attività delle commissioni statali e della S.E.C. hanno fornito al pubblico bilanci molto più accurati rispetto al passato. Anche tenendo conto di questo miglioramento, non sembrano sussistere ragioni sufficienti per imporre un valore della proprietà o un test sul capitale azionario per le obbligazioni delle utility pubbliche e nessuno per le obbligazioni ferroviarie.

Naturalmente non vi è alcuna obiezione all'applicazione, come precauzione aggiuntiva, di questo test sul capitale azionario (basato su cifre contabili) sia alle obbligazioni ferroviarie sia a quelle delle utility pubbliche, sia regolarmente sia in casi speciali in cui vi sia motivo di dubitare dell'affidabilità dello storico degli utili come misura della capacità futura di far fronte agli interessi obbligazionari. Se si applica questo test, va sottolineato che un rapporto massimo del 60% di debito rispetto al 40% di azioni e riserve è proporzionalmente più severo di un rapporto minimo tra utili e interessi passivi pari a 1 volta e  $\frac{3}{4}$ . Sarebbe più coerente, quindi, ammettere un debito obbligazionario pari al 75% del valore della proprietà, o tre volte l'ammontare di azioni e riserve.

**Importanza di una copertura del valore reale retrostante a un'emissione obbligazionaria.** La nostra principale obiezione al criterio del valore delle proprietà nasce dal fatto indubbio che *le valutazioni contabili delle immobilizzazioni* sono altamente inaffidabili come indicazioni della sicurezza di un'obbligazione. Ma, d'altro canto, siamo convinti che un margine sostanziale di *valore della continuità aziendale* rispetto al debito finanziato sia non solo importante ma anche di vitale importanza per garantire la solidità di un investimento a valore fisso. Prima di pagare prezzi standard per le obbligazioni di qualunque impresa, sia essa una ferrovia, una compagnia telefonica o un grande magazzino, l'investitore deve essere convinto che l'impresa valga molto di più di quanto appare. A questo riguardo, l'acquirente di obbligazioni deve assumere lo stesso atteggiamento di chi presta denaro su una casa o su

un anello con diamanti, con l'importante differenza che è il *valore dell'impresa come entità* che l'investitore deve solitamente considerare, e non quello dei beni separati.

**Valore della continuità aziendale e potere reddituale.** "Il valore dell'impresa come entità" è spesso interamente determinato dal suo potere reddituale. Ciò spiega l'importanza oscura che è stata attribuita alla situazione reddituale, poiché quest'ultima rivela non solo la capacità della società di far fronte ai propri interessi ma anche la misura in cui si può dire che il valore corrente dell'azienda superi il *valore capitale* dell'emissione obbligazionaria. È per questo motivo che la maggior parte degli investitori è arrivata a considerare lo storico degli utili come l'unico test statistico o quantitativo necessario nella selezione delle emissioni obbligazionarie. Tutti gli altri criteri comunemente utilizzati sono qualitativi o soggettivi (vale a dire, implicano opinioni personali sulla gestione, sulle prospettive ecc.).

Sebbene sia auspicabile rendere i test delle obbligazioni sicure i più semplici e meno numerosi possibile, la loro riduzione al criterio unico del margine di profitto rispetto agli oneri per interessi sembra una pericolosa semplificazione eccessiva del problema. I profitti del periodo esaminato possono essere non rappresentativi, sia perché derivanti da condizioni decisamente temporanee, favorevoli o contrarie, sia perché presentati in modo tale da non riflettere il reale profitto. Queste condizioni sono particolarmente probabili nel caso delle imprese industriali, che sono soggette sia a maggiori vicissitudini individuali sia a un livello di controllo contabile minore rispetto a quello delle ferrovie e dei servizi delle utility pubbliche.

**Il patrimonio netto misurato dal valore di mercato delle emissioni azionarie: un test supplementare.** Riteniamo, quindi, che sia essenziale, almeno nel caso delle obbligazioni industriali, integrare il test degli utili con qualche altro indice quantitativo del margine di valore della continuità aziendale rispetto al debito finanziato. Il miglior criterio che siamo in grado di offrire a questo scopo è il rapporto tra il valore di mercato del capitale sociale e il debito totale finanziato. Naturalmente si possono sollevare strenue obiezioni contro l'utilizzo del prezzo di mercato delle emissioni di azioni come prova di qualcosa, viste le variazioni estreme e insensate a cui sono notoriamente soggette le quotazioni azionarie. Tuttavia, con tutte le sue imperfezioni, il valore di mercato delle emissioni azionarie è generalmente riconosciuto come un indice migliore del valo-

re di esercizio di un'azienda rispetto a quanto è possibile comprendere dalle cifre di bilancio o anche dalla valutazione ordinaria.<sup>1</sup>

Si noti attentamente che stiamo proponendo l'uso dei prezzi delle azioni al solo scopo limitato di accertare se esista un capitale sostanziale dietro l'emissione obbligazionaria. Ciò non equivale in alcun modo ad affermare che il prezzo sia sempre una misura esatta del valore equo o intrinseco. Il test del prezzo di mercato viene suggerito come indice grezzo o indizio rispetto ai valori esistenti, e deve essere utilizzato solo come supplemento – ma un supplemento importante – ai dati forniti dalla documentazione sugli utili che vengono più attentamente esaminati.<sup>2</sup>

L'utilità del test del prezzo di mercato in casi estremi è indiscutibile. La presenza di un capitale azionario con un valore di mercato molte volte superiore al debito totale comporta una forte garanzia della sicurezza dell'emissione obbligazionaria<sup>3</sup> e, al contrario, un capitale azionario, ai prezzi di mercato, eccessivamente contenuto deve mettere in serio dubbio la solidità dell'obbligazione. La determinazione del valore di mercato del capitale azionario e il suo confronto con l'importo totale del debito finanziato è una caratteristica consolidata dell'analisi obbligazionaria che era precedentemente inclusa nelle circolari di offerta di obbligazioni (quando la presentazione effettuata era soddisfacente). Raccomandiamo che questo calcolo diventi un elemento standard nella procedura di selezione delle obbligazioni, soprattutto per le emissioni industriali, e che siano stabiliti requisiti minimi in questa direzione, che serviranno come test di sicurezza quantitativo secondario.

**Minimi per il Test sul Capitale Azionario.** Quale dovrebbe essere il normale rapporto minimo tra il valore delle azioni e il debito finanziato? È difficile rispondere in modo soddisfacente a questa domanda sulla base dell'esperienza reale, a causa degli ampi cambiamenti nei prezzi delle azioni e delle variazioni nelle esposizioni delle singole società.

1. Il valore di liquidazione derivante principalmente dal capitale circolante netto può talvolta superare il prezzo di mercato, ma questo punto è raramente importante nella scelta degli *investimenti di alta qualità*.

2. Si noti che i test di sicurezza suggeriti dalla New York State Bankers Association, in collaborazione con la Standard Statistics Company, includono nel caso delle obbligazioni ferroviarie e industriali il prezzo di mercato del titolo azionario, designato come la "misura più realistica della posizione debitoria", cioè del valore del capitale junior. Si veda la nostra discussione più dettagliata di questi test nella nota 22 dell'Appendice.

3. Si veda la nostra discussione sulle obbligazioni della Fox Film Corporation 6%, al dicembre 1933, nella nota 67 dell'Appendice.

Una regola teorica può essere stabilita assumendo, in modo alquanto arbitrario, che le azioni delle ferrovie e dei servizi di pubblica utilità dovrebbero avere profitti che rendano una percentuale sul loro prezzo circa 1,5 volte maggiore del tasso di interesse sulle loro obbligazioni; mentre i titoli industriali dovrebbero guadagnare il doppio del tasso di interesse delle loro obbligazioni.

Tali ipotesi produrrebbero la seguente relazione aritmetica<sup>4</sup> tra la copertura minima degli interessi da un lato e il rapporto azioni/obbligazioni dall'altro.

Nella pagina successiva presentiamo un prospetto riepilogativo di una società di pubblica utilità, di una ferrovia e di una società industriale, al 31 dicembre 1938, che supporterà in modo generale i rapporti sopra suggeriti.

4. Per collocare entrambi i test sulla stessa base aritmetica, il test sul valore delle azioni, in realtà, dovrebbe essere espresso come il rapporto tra la capitalizzazione totale (obbligazioni alla pari più azioni al prezzo di mercato) e le obbligazioni. Così calcolata, la "copertura da parte della capitalizzazione" minima richiesta sarebbe rispettivamente  $1\frac{1}{2}$ ,  $1\frac{2}{3}$  e 2. Il lettore può utilizzare tra le due modalità quella che gli sembra più conveniente; le loro implicazioni sono, ovviamente, identiche.

**Esempi di rapporto normale tra copertura degli interessi e rapporto tra prezzo e rapporto con il valore delle azioni**

| Voce                                     | North American Co.                       | Union Pacific R.R. Co.                   | United Biscuit Co. Of America         |
|--|--|--|---------------------------------------|
| Anno terminato il:                       | 31 Dicembre 1938                         | 31 Dicembre 1938                         | 31 Dicembre 1938                      |
| Saldo degli interessi passivi            | 37.663.000\$                             | 32.964.000\$                             | 1.327.000\$                           |
| Addebiti per interessi                   | 22.554.000*                              | 14.263.000                               | 297.000                               |
| Rapporto tra utili e interessi           | 1,67                                     | 2,31                                     | 4,47                                  |
| Saldo dei dividendi                      | 15.109.000\$                             | 18.701.000\$                             | 1.030.000\$                           |
| Saldo dei dividendi az. Privilegiate     | 1.819.000                                | 3.982.000                                | 77.000                                |
| Saldo delle capitale azionario ordinario | 13.290.000                               | 14.719.000                               | 953.000                               |
| Per azione                               | 1,55\$                                   | 6,62\$                                   | 2,08\$                                |
| Media per azione 1934-1938               | 1,53                                     | 6,82                                     | 2,00                                  |
| Debito obbligazionario                   | 438.000.000\$*                           | 355.000.000\$                            | 6.150.000\$                           |
| Azioni privilegiate al valore di mercato | 606.000 azioni a 56 -<br>34.000.000\$    | 995.000 azioni a 83 -<br>83.000.000\$    | 11.400 azioni a 118 -1.345.000\$      |
| Azioni ordinarie al valore di mercato    | 8.571.000 azioni a 23 -<br>187.000.000\$ | 2.220.000 azioni a 98 -<br>218.000.000\$ | 459.000 azioni a 16½ -<br>7.750.000\$ |
| Totale azioni al valore di azionario     | 221.000.000\$                            | 301.000.000\$                            | 8.915.000\$                           |
| Rapporto tra azioni e obbligazioni       | 0,51 a 1                                 | 0,85 a 1                                 | 1,45 a 1                              |

\*Include le azioni privilegiate delle società controllate e i relativi requisiti (vedere Cap. 13).

| Tipologia di impresa | Numero minimo di volte in cui le spese fisse sono state coperte dagli utili (copertura media degli interessi) | Rapporto minimo tra valore azionario e debito obbligazionario (rapporto con il capitale azionario) |
|----------------------|---|--|
| Utility pubbliche    | 1¾  | 1\$ di azioni a 2\$ di obbligazioni  |
| Ferrovie             | 2   | 1\$ di azioni a 1,50\$ di obbligazioni   |
| Industrie            | 3   | 1\$ di azioni a 1\$ di obbligazioni  |

**Obbligazioni da rendita equivalenti alle azioni.** Nel Capitolo 9 abbiamo sottolineato che, poiché gli interessi sui titoli a reddito non costituiscono un onere fisso, non è necessario che essi siano compresi nel totale degli oneri su cui calcolare la copertura. Allo stesso modo, la quota capitale di tali obbligazioni non deve essere inclusa nel debito totale finanziato da confrontare con il capitale azionario. Non solo è così, ma è anche vero che le obbligazioni a reddito junior (di lunga scadenza) sono così vicine nel loro carattere alle azioni privilegiate che il loro valore di mercato può essere propriamente considerato come parte del capitale azionario (o, piuttosto, “obbligazioni da rendita e titoli azionari”) e sono subordinate e protettive rispetto alle obbligazioni a tasso fisso.

Esempio:

Colorado Fuel and Iron General (Primo livello) 5%, scadenza 1943,

prezzo 30 giugno 1939, 103½ con rendimento 3,90%

Importo emesso 4.483.000\$

Obbligazioni da rendita e capitale azionario 30 giugno 1939:

|   |       |              |
|---|-------|--------------|
| 11.035.000\$ obbligazioni da rendita 5% con scadenza 1970 | @ 45  | 4.966.000    |
| 564.000 azioni ordinarie                                  | @ 12½ | 7.050.000    |
| 315.000 warrant per l'acquisto di azioni                  | @ 4¼  | 1.339.000    |
| Patrimonio netto totale                                   |       | 13.355.000\$ |

In questo caso, la situazione tecnica dell'obbligazione di prima ipoteca 5% è del tutto diversa, poiché la privilegiata junior è un titolo di reddito (quindi con il pagamento degli interessi non garantito. N.d.T.), rispetto a quanto sarebbe se quest'ultima avesse un interesse fisso. Che ciò sia vero è dimostrabile in modo sorprendente facendo riferimento alla situazione precedente alla riorganizzazione del 1936. Nella prima configurazione, le obbligazioni di primo livello 5% furono seguite da una grande emissione di obbligazioni a interesse fisso, i cui requisiti (compresa la loro scadenza) fecero precipitare la società in un'ammini-



strazione controllata nel 1933, in seguito alla quale le obbligazioni primo livello 5% furono scambiate fino a soli 30 dollari.

**Significatività di un rapporto con il valore azionario insolitamente elevato.** Come abbiamo precedentemente accennato, se il rapporto con il valore delle azioni fosse sempre proporzionale alla copertura degli interessi, come suggerito nella tabella precedente, non ci sarebbe motivo di applicare entrambi i test, poiché il superamento dell'uno garantirebbe il superamento dell'altro. Ma così non è, e dobbiamo quindi considerare che cosa ne deriva quando il rapporto con il valore delle azioni fornisce un'indicazione sostanzialmente diversa da quella data dalla copertura degli interessi. Supponiamo innanzitutto che il quadro degli utili non sia del tutto convincente ma che il rapporto con il valore delle azioni sia notevolmente superiore al nostro requisito minimo.

*Esempio:* facendo riferimento all'esempio Fairbanks-Morse nel Capitolo 9, l'investitore sarebbe rimasto colpito dal fatto che al prezzo di mercato minimo del 1938 il rapporto con il capitale azionario era superiore a 2 a 1 (circa 12 milioni di dollari di valore di mercato delle azioni a fronte di 5.600.000 di obbligazioni). Questa prova di forza avrebbe potuto dissipare ogni dubbio derivante dall'inadeguatezza della media decennale semplice.

**Significato di un rapporto con il valore azionario sotto la norma.** Il caso opposto è quello in cui la copertura degli interessi può dirsi soddisfacente ma il rapporto con il valore azionario è sostanzialmente inferiore al minimo richiesto.

*Esempi:* il problema qui può essere meglio compreso utilizzando due esempi contrastanti, uno preso nel mezzo della depressione e l'altro al culmine del recupero.

Il primo esempio è quello delle obbligazioni Inland Steel 4½, con scadenza nel 1978, scambiate nel settembre 1932 a 82, con un rendimento del 5,6%. I dati rilevanti compaiono nella tabella della pagina seguente, insieme ai dati corrispondenti per la Crucible Steel 5%, con scadenza 1940, che vengono forniti per confronto.

Si vedrà che l'emissione di Inland Steel ha soddisfatto il nostro test sugli utili (basato su una media di sei anni e mezzo) ma non ha superato il nostro test del rapporto con il capitale azionario. La maggior parte degli investitori riterrebbe che l'obbligazione fosse un investimento molto solido e attraente all'epoca, perché (1) la Inland Steel era una delle migliori società siderurgiche, con un ottimo record pre-depressione, e (2) i dati del 1932, sia per gli utili sia per i prezzi delle azioni,

erano così anomali da non fornire alcuna indicazione sulla sicurezza dell'emissione obbligazionaria. Il fatto che gli utili della società si ripresero in seguito e che le obbligazioni furono rimborsate con un premio nel 1936 confermerebbe la validità di questa opinione.

Ma la debolezza del ragionamento sta nel fatto che richiedeva alcune ipotesi sul futuro che non dovrebbero essere necessarie per giustificare l'acquisto di un titolo di investimento (si noti che nelle condizioni del 1932, il prezzo di 82 per le Inland Steel  $4\frac{1}{2}\%$  le collocava distintamente nella classe di investimento).

### Comparazione di due emissioni obbligazionarie, settembre 1932

| Elemento                                 | Inland Steel $4\frac{1}{2}\%$ ,<br>scadenza 1978 e 1981<br>Prezzo 82, rendimento<br>5,6% | Crucible Steel 5%,<br>scadenza 1940 Prezzo 60,<br>rendimento 13,4% |
|--|--|--|
| Addebito annuale per Interessi           | 1.890.000\$  | 675.000\$  |
| Interessi maturati negli anni:           |  |  |
| 1932 (prima metà)                        | 496.000(d)   | 1.348.000(d)   |
| 1931                                     | 3.126.000  | 1.339.000(d)   |
| 1930                                     | 7.793.000  | 4.542.000  |
| 1929                                     | 13.042.000   | 8.364.000  |
| 1928                                     | 10.569.000   | 5.849.000  |
| 1927                                     | 7.482.000  | 5.844.000  |
| 1926                                     | 7.851.000  | 6.787.000  |
| media a $6\frac{1}{2}$ anni              | 7.595.000\$  | 4.400.000\$  |
| copertura degli interessi                | 4,6 volte*   | 7,1 volte*   |
| Debito obbligazionario                   | 42.000.000\$   | 13.500.000\$   |
| Valore azionario:<br>azioni privilegiate |  | 250.000 azioni a 30 =<br>7.500.000\$                               |
| Azioni ordinarie                         | 1.200.000 azioni a<br>20=24.000.000\$  | 450.000 azioni a 17 =<br>7.650.000\$                               |
| Totale valore azionario                  | 24.000.000\$   | 15.100.000\$   |
| Rapporto con il valore azionario         | 0,57 a 1   | 1,12 a 1   |

\*Rettificato per le variazioni del debito finanziato durante il periodo.

Ciò dovrebbe essere chiaro se confrontiamo le risultanze delle emissioni Inland e Crucible. Si vedrà che sia la copertura degli utili sia il

rapporto con il valore azionario erano migliori per l'emissione del Crucible, ma il rendimento di quest'ultimo era due volte più alto di quello dell'obbligazione Inland. L'acquirente delle Inland Steel 4½ avrebbe dovuto presupporre non solo che le condizioni del 1932 fossero transitorie – un presupposto necessario se ci fosse stato un qualunque acquisto di titoli – ma anche (1) che il prezzo delle azioni Inland Steel era troppo basso e (2) che il prezzo delle emissioni di azioni Crucible Steel era troppo alto. Infatti, a meno che le azioni della Inland non fossero scambiate a un prezzo troppo basso in quel momento, le obbligazioni della Inland non potevano essere considerate sicure, e a meno che le azioni Crucible non fossero state scambiate a prezzi troppo alti, sarebbe stato molto meglio consigliargli di acquistare le obbligazioni Crucible a prezzo più basso. Questa sembrerebbe una base troppo complicata e dubbia per un investimento obbligazionario semplice.

È anche vero, come regola generale, che nessun investimento obbligazionario dovrebbe essere effettuato se richiede il presupposto che le azioni ordinarie siano scambiate a un prezzo troppo basso in quel momento. Se l'investitore avesse ragione nel giudicare il valore delle azioni, sarebbe certamente più redditizio acquistare azioni piuttosto che obbligazioni. Se sbagliasse sul valore delle azioni, correrebbe il rischio di aver effettuato un acquisto di obbligazioni inadeguato.

Il fatto che le obbligazioni della Inland Steel siano state successivamente rimborsate con un recupero di circa 20 punti non invalida la nostra logica ma, anzi, la conferma, poiché nello stesso tempo l'azione ordinaria Inland era quadruplicata in valore e le obbligazioni Crucible Steel 5% si erano apprezzate da 60 a 102. Richiamiamo ancora una volta il nostro principio di controllo secondo cui l'investimento obbligazionario è un'arte negativa. Con questa discussione non si vuole far intendere che le Inland Steel 4½ siano state un cattivo investimento – anzi, è evidente il contrario – ma volevamo sottolineare che un esame logico della situazione in quel momento non avrebbe portato a un giudizio favorevole per tale emissione, soprattutto in considerazione degli investimenti alternativi offerti.

*Un secondo esempio:* possiamo rafforzare ulteriormente la nostra argomentazione introducendo un esempio opposto: le Brooklyn Manhattan Transit 4½, con scadenza nel 1966, scambiate a 104 con un rendimento del 4,27% nel gennaio 1937. La copertura media degli utili, in questo caso, era pressoché adeguata, giudicata in base al nostro standard minimo per le obbligazioni ferroviarie. Tuttavia, il rapporto con il valore delle azioni, anche all'elevato livello generale del mercato allora

esistente, mostrava meno di 40 centesimi di azioni per ogni dollaro di obbligazioni. Ciò significava, in sostanza, che il mercato azionario non era sufficientemente ottimista riguardo alle prospettive della B.M.T. per valutare le emissioni azionarie al nostro requisito minimo in relazione al debito totale. L'acquirente di obbligazioni avrebbe fatto bene a considerare questa carenza nel test secondario come un suggerimento per cercare altrove i suoi investimenti al 4½% (nel dicembre dello stesso anno le obbligazioni erano scese a 44.)

Il nostro riferimento alla valutazione da parte del mercato azionario delle prospettive future della Brooklyn Manhattan Transit non solo suggerisce che il test sul capitale azionario non è semplicemente un ulteriore criterio quantitativo della sicurezza obbligazionaria ma anche che è in buona parte un indice qualitativo. Una terza funzione del test sul valore delle azioni potrebbe essere quella di gettare dubbi giustificabili sulla completa accuratezza dei dati sugli utili dichiarati. Nel caso della B.M.T., uno studio attento del prospetto di offerta avrebbe rivelato un'ampia differenza tra le quote di ammortamento riportate nelle relazioni ai possessori dei titoli e quelle rilevate nelle dichiarazioni dei redditi. Una base di ammortamento più conservativa avrebbe ridotto la copertura degli interessi ben al di sotto del minimo suggerito.

**Rapporto con il valore delle azioni per società ferroviarie e utility pubbliche.** Nel caso delle società industriali, il rapporto con il valore azionario può essere facilmente calcolato. Le ferrovie e le utility pubbliche, tuttavia, potrebbero presentare diverse complicazioni. Oltre al debito obbligazionario riportato nel bilancio, può essere necessario considerare anche gli obblighi di locazione equivalenti al debito e le azioni privilegiate delle filiali che precedono legalmente le obbligazioni della società madre. Queste difficoltà militano in qualche modo contro l'uso del test del rapporto con il valore delle azioni per le obbligazioni del comparto ferroviario e delle utility pubbliche. Tuttavia, riteniamo che un investitore attento dovrebbe applicare il test del valore azionario in questi settori così come in quello industriale. Come sottolineeremo nel prossimo capitolo, il test del valore azionario sarebbe stato di grande utilità nel prevenire l'acquisto errato di molti titoli ferroviari a prezzi elevati durante il periodo 1935-1937. Sempre nel prossimo capitolo, descriveremo la procedura di capitalizzazione delle spese fisse per arrivare a una stima equa del debito totale quando il bilancio potrebbe non raccontare l'intera storia.

**Il test del valore delle azioni non deve essere modificato per riflettere le mutevoli condizioni di mercato.** Sorge la domanda: in che misura il test del rapporto con il valore azionario dovrebbe essere modificato per riflettere le mutevoli condizioni di mercato? Sembrerebbe corretto aspettarsi, e quindi richiedere, un valore di mercato relativo più elevato per le azioni sottostanti a un'emissione obbligazionaria quando i tempi sono buoni rispetto a quando vi è una depressione. Se si considera 1 dollaro di azioni per 1 dollaro di obbligazioni come requisito "normale" per una società industriale, non sarebbe sensato richiedere, per esempio, un rapporto di 2 dollari per 1 dollaro quando i prezzi delle azioni sono gonfiati e, viceversa, accontentarsi di un rapporto di 50 centesimi per 1 dollaro quando le quotazioni sono molto al di sotto dei valori intrinseci? Ma questo suggerimento è impraticabile per due ragioni: la prima è che implica che l'acquirente di obbligazioni possa riconoscere un livello eccessivamente alto o basso dei prezzi delle azioni, il che è un presupposto fin troppo favorevole. La seconda è che richiederebbe agli investitori obbligazionari di agire con particolare cautela quando la situazione è in forte espansione e con maggiore fiducia quando i tempi sono difficili. Questo è un consiglio di perfezione che non è nella natura umana seguire. Gli acquirenti di obbligazioni sono persone e non ci si può aspettare che sfuggano del tutto né all'entusiasmo dei mercati rialzisti né ai timori di una grave depressione.

Quindi non dovremmo proporre una regola in base alla quale gli investitori debbano richiedere un rapporto con il valore azionario maggiore del solito quando i prezzi sono alti, poiché tale consiglio non verrà seguito (ma se l'acquirente di obbligazioni è personalmente convinto che i prezzi delle azioni sono pericolosamente alti, sarebbe saggio insistere su una copertura da parte del valore delle azioni ben al di sopra dei nostri rapporti minimi). Né proporremo la regola opposta per i mercati ribassisti, in particolare perché con un'azione diligente di ricerca sarà sempre possibile trovare alcuni investimenti che soddisfino tutti i test normali anche in condizioni depresse.<sup>5</sup>

Per esempio: nel settembre 1932 le General Baking 5½% avrebbero potuto essere acquistate per ottenere un rendimento del 6%. La loro copertura media da parte degli utili era pari a venti volte gli interessi passivi; nella prima metà del 1932 gli interessi furono coperti quattordici volte. Il rapporto con il valore azionario era di 6 a 1. 5.

### SINTESI DEI REQUISITI QUANTITATIVI MINIMI CONSIGLIATI PER INVESTIMENTI A VALORE FISSO

#### 1. Dimensione del debitore:

|                                |             |
|--------------------------------|-------------|
| Municipalità: popolazione      | 10.000      |
| Servizi pubblici: ricavi lordi | 2.000.000\$ |
| Ferrovie: ricavi lordi         | 3.000.000   |
| Industriali: ricavi lordi      | 5.000.000   |

#### 2. Copertura degli interessi:

|   |          |
|---|----------|
| Titoli di pubblica utilità: (media 7 anni)    | 1¾ volte |
| Obbligazioni ferroviarie: (media su 7 anni)   | 2 volte  |
| Obbligazioni industriali: (media di 7 anni)   | 3 volte  |
| Obbligazioni immobiliari: (stima attendibile) | 2 volte  |

#### 3. Valore della proprietà:

Obbligazioni immobiliari: il valore equo della proprietà (basato sulle transazioni effettive in un mercato non inflazionato) deve essere superiore del 50% rispetto all'importo dell'emissione di obbligazioni.

Obbligazioni fiduciarie di investimento: rapporto simile, utilizzando il valore di mercato delle attività.

#### 4. Valore di mercato delle emissioni azionarie:

|                     |                                  |
|---------------------|----------------------------------|
| Utility pubbliche   | 0,50% del debito obbligazionario |
| Ferrovie            | 0,66% del debito obbligazionario |
| Società industriali | 100% del debito obbligazionario  |