

Capitolo 9

Standard specifici per l'investimento in obbligazioni (*continuazione*)

Le disposizioni dell'emissione

Sotto questa voce rientrano caratteristiche come la sicurezza delle obbligazioni, le condizioni che influenzano il pagamento degli interessi e la data di scadenza. La conversione e privilegi simili, specificati del regolamento dell'emissione, sono certamente importanti di per sé, ma non entrano nella determinazione delle norme per la selezione degli investimenti a valore fisso.

Secondo lo statuto di New York, solo le obbligazioni garantite da ipoteca sono ammissibili nel gruppo dei servizi di pubblica utilità.¹ Tuttavia, sono ammesse obbligazioni ferroviarie (non garantite), a condizione che lo storico di utili e dividendi soddisfi requisiti più rigidi rispetto a quelli stabiliti per le emissioni ipotecarie. Lo statuto consente anche l'acquisto di titoli di reddito (cioè quelli su cui l'obbligo di corrispondere gli interessi dipende dai profitti) sulla stessa base delle obbligazioni non garantite.

Restrizioni obsolete e illogiche. A nostro avviso questa serie di restrizioni è abbastanza antiquata e illogica. Alla luce della nostra enfatica argomentazione nel Capitolo 6 contro l'attribuire un peso predominante

1. Si fa ora riferimento alle specifiche disposizioni statutarie, senza riguardo al potere discrezionale del Banking Board di derogare ad alcune o a tutte (*supra* Cap. 8).

te ai titoli specifici, deve essere chiaro che non siamo favorevoli all'esclusione di alcun gruppo di emissioni obbligazionarie non garantite in sé, o anche l'istituzione di standard o "requisiti definiti puntigliosamente" che favoriscano le obbligazioni garantite rispetto alle obbligazioni non garantite.

Se una società ha una sola emissione obbligazionaria, sembrerebbe fare poca differenza che si tratti di un'ipoteca di primo grado o di un'obbligazione non garantita, a condizione che quest'ultima sia protetta contro il collocamento di future emissioni privilegiate rispetto a essa. Inutile dire che un prestito obbligazionario preceduto da un altro di prima ipoteca non è così attraente come l'obbligazione ipotecaria stessa, anche se l'elemento di fiducia più importante per l'investitore deve essere lo stesso in entrambi i casi – vale a dire la capacità della società di adempiere a tutti i suoi obblighi. Ma questa distinzione sarebbe ugualmente applicabile a una seconda emissione di seconda ipoteca e quindi non riguarda le obbligazioni non garantite in quanto tali. Abbiamo già discusso gli aspetti pratici della scelta tra privilegi senior e junior (Capitolo 6) e su questo punto faremo nuovamente riferimento quando considereremo la copertura degli interessi.

Obbligazioni di reddito in posizione più debole rispetto alle obbligazioni. Mentre lo statuto di New York è troppo severo nella sua categorica esclusione di tutte le emissioni di utility pubbliche non garantite e nella sua accettazione delle emissioni di reddito ferroviarie sulla stessa base delle obbligazioni ferroviarie non garantite, è altrettanto discutibile per la ragione opposta. Le disposizioni relative alle obbligazioni di reddito variano notevolmente tra le diverse emissioni, e la distinzione fondamentale è tra quelle su cui devono essere pagati gli interessi solo se effettivamente guadagnati come profitti aziendali e quelle sui quali gli amministratori hanno una maggiore o minore misura di discrezione. In generale, le obbligazioni di reddito si avvicinano più strettamente alle azioni privilegiate che alle obbligazioni fisse ordinarie. Ce ne occuperemo, di conseguenza, nel nostro capitolo sulle azioni privilegiate, in cui esporremo la necessità di particolare cautela e rigore nella selezione di questo tipo di attività finanziarie per l'investimento diretto.

Gli standard di sicurezza non dovrebbero essere allentati a causa della scadenza breve dell'obbligazione. Gli investitori sono propensi ad attribuire notevole importanza alla **data di scadenza** di un'emissione, a causa della sua incidenza sul fatto che si tratti di un titolo a breve

o lungo termine. Una scadenza breve, che porta con sé il diritto alla restituzione poco dopo l'acquisto, è considerata una caratteristica vantaggiosa dal punto di vista della sicurezza. Di conseguenza, gli investitori tendono a essere meno esigenti nei loro standard quando acquistano titoli o obbligazioni con scadenza breve (diciamo, fino a tre anni) che nella selezione di altre obbligazioni.

A nostro avviso questa distinzione non è fondata. Una scadenza vicina significa un problema di rifinanziamento per l'impresa così come un privilegio di rimborso per l'investitore. L'obbligazionista non può contare sul mero fatto della scadenza per aver garantito questo rimborso. L'azienda deve avere sia liquidità disponibile (cosa che accade relativamente raramente) sia una capacità di guadagno e una posizione finanziaria che le consentirà di raccogliere nuovi fondi. Le aziende spesso vendono emissioni a breve termine perché anche il loro credito è di troppo bassa qualità al momento per consentire una quotazione a lungo termine a un tasso ragionevole.

Una simile pratica si traduce spesso in difficoltà per l'azienda e, quindi, per l'investitore, alla scadenza.

Esempi: la Fisk Rubber Company ha venduto 10.000.000 di dollari di obbligazioni a cinque anni al

5½% nel 1926. Nel 1929 scambiavano a 96 a causa della loro imminente scadenza, sebbene i dati sugli utili della società fossero insoddisfacenti. Ma il pagamento del capitale non è effettuato alla scadenza nel 1931; la compagnia è andata in amministrazione controllata e il prezzo delle banconote è sceso a 10¾ in quell'anno.

Nel 1929 la New York, Chicago and St. Louis Railway (Nickel Plate) ha venduto 20.000.000 di dollari di titoli a tre anni al 6%. Sono stati ripetutamente prorogati ma solo con grande difficoltà e sotto minaccia di insolvenza se i titolari avessero rifiutato di prorogare (nel 1936 hanno scambiato fino a un prezzo di 26¾.)

Un recente esempio di parzialità apparentemente ingiustificata accordata dal mercato obbligazionario a un'emissione prossima alla scadenza è fornito dalla Pennsylvania Dixie Cement Company First 6%, con scadenza a settembre 1941, che all'inizio del 1939 veniva venduta sopra la media. Questa emissione aveva a malapena coperto gli interessi passivi (su una base di ammortamento ridotta) nel 1937 e nel 1938, e aveva riportato perdite nei sei anni precedenti. Il capitale circolante netto era inferiore alle obbligazioni in circolazione. Era possibile, naturalmente, che nel 1941 le condizioni permettessero il rimborso di questa cauzione; ma chi l'aveva comprata a prezzo pieno nel 1939 correva

senza dubbio un rischio inutile di grave contrazione del valore del capitale.

Distinzioni tra scadenze brevi e lunghe della stessa emissione

Ci sono stati parecchi casi in cui gli investitori sono stati disposti a pagare prezzi molto più alti per un'emissione a breve termine che per un'emissione a lungo termine ugualmente garantita della stessa società. In quasi tutti questi casi si è rivelato un errore – perché (1) o il credito della società è migliorato, nel qual caso la scadenza lontana ha avuto un aumento molto maggiore del prezzo, oppure (2) la società non è stata in grado di ripagare l'emissione a breve termine alla scadenza.

Esempi di (1):

| | Prezzo minimo 1932 |
|---|---------------------------|
| Lehigh Valley Coal Company primo rimborso 5%, scadenza 1934 | 96½ |
| Lehigh Valley Coal Company primo rimborso 5%, scadenza 1944 | 35 |

La società è riuscita a ripagare l'emissione del 1934 alla scadenza ma, nel frattempo, le obbligazioni al 5% del 1944 erano salite a 91. Vedi anche l'esempio sotto (2) di seguito.

Prezzo minimo 1932

| | |
|---|----|
| U. S. Rubber Company garantito 6½%, scadenza 1933 | 94 |
| U. S. Rubber Company garantito 6½%, scadenza 1935 | 43 |

L'emissione del 1933 fu pagata alla scadenza, ma lo fu anche l'emissione del 1935, che ovviamente si è rivelata di gran lunga l'acquisto migliore.

Esempi di (2):

| | Prezzo massimo 1938 |
|---|----------------------------|
| Lehigh Valley Coal Company primo rimborso 5%, scadenza 1934 | 99 7/8 |
| Lehigh Valley Coal Company primo rimborso 5%, scadenza 1944 | 45 |

Gli interessi sono stati inadempiti nel gennaio 1939 e il prezzo dell'emissione del 1944 è crollato a 36, contro i 20 della scadenza del 1954.

| | Prezzo minimo 1932 |
|---|---------------------------|
| Pressed Steel Car non garantito 5%, scadenza 1933 | 82 |
| Pressed Steel Car non garantito 5%, scadenza 1943 | 40 |

Entrambi sono andati in default il 1° gennaio 1933 e, alla fine, sono stati trattati allo stesso modo durante la riorganizzazione.

| | Prezzo massimo 1934 |
|---|----------------------------|
| Standard Gas and Electric non garantito 6%, scadenza 1935 | 82 |
| Standard Gas and Electric non garantito 6%, scadenza 1951 | 40 |

L'azienda non è riuscita a rispettare la scadenza del 1935. Nella successiva riorganizzazione le varie emissioni obbligazionarie sono state trattate praticamente allo stesso modo, e nel 1939 scambiavano tutte allo stesso prezzo.

A causa della discussione precedente e degli esempi, sconsigliamo di tracciare distinzioni tra emissioni a lungo e a breve termine come risultato dell'allentamento degli standard di sicurezza nella selezione delle emissioni di quest'ultimo tipo.²

Storico dei pagamenti di interessi e dividendi

Le obbligazioni acquistate a titolo di investimento dovrebbero avere alle spalle una storia sufficientemente lunga di operazioni di successo e di stabilità finanziaria da parte dell'emittente. Le nuove imprese e quelle recentemente emerse da difficoltà finanziarie non hanno diritto all'elevato rating di credito essenziale per giustificare un investimento a valore fisso.³ Una simile squalifica si applicherebbe logicamente agli Stati o ai Comuni che non hanno rispettato puntualmente i loro obblighi in qualsiasi momento negli anni precedenti.

2. In casi eccezionali un'emissione a breve termine può essere acquistata anche a prezzo d'investimento sebbene il risultato degli utili sia inadeguato, a condizione che la posizione del capitale circolante sia così forte da garantire il pagamento senza difficoltà. Tale investimento corrisponderebbe a un prestito effettuato da una banca commerciale. *Esempio:* Ciò si applicherebbe a Central Steel Company prima garanzia 8%, inglobata dalla Republic Steel Corporation, con scadenza 1° novembre 1941 e scambiata nel novembre 1939 a 109 con un rendimento del 3,31%. Si noti inoltre che a volte è opportuno dare la preferenza alle scadenze brevi come *politica di investimento*, ma non fino al punto di allentare gli standard di sicurezza.

3. Questa affermazione potrebbe non applicarsi nei casi in cui le difficoltà finanziarie fossero dovute a un peso debitorio eccessivo, che la riorganizzazione riduce a una cifra di cui si sarebbero ampiamente presi cura i guadagni precedenti.

Disposizioni dello Statuto di New York. Lo statuto di New York riconosce questo criterio e lo concretizza nel modo seguente: obbligazioni di Stati altri da New York sono ammissibili se lo Stato non è inadempiente sugli interessi o sui pagamenti in conto capitale degli ultimi *dieci anni*. Per i Comuni al di fuori dello Stato di New York, il periodo è di *venticinque anni*; per le ferrovie, *sei anni*; per le società del gas, elettriche e telefoniche, *otto anni*.

Per quanto riguarda le obbligazioni delle società, tuttavia, i requisiti relativi alla copertura degli utili, che verranno discussi nel prossimo paragrafo, dovrebbero affrontare la questione relativa ai risultati passati.

Il periodo interessato al requisito del profitto è solo leggermente più breve rispetto ai periodi sopra suggeriti e, quindi, sembrerebbe una complicazione inutile effettuare un test sulla solvibilità passata oltre a un test sugli utili.

Le obbligazioni civiche, invece, non si vendono sulla base di uno storico dei guadagni. Di conseguenza l'investitore è costretto ad attribuire primaria importanza a una storia soddisfacente di pagamenti puntuali. Il requisito su questo punto stabilito nello statuto di New York sembrerebbe senza dubbio ragionevole all'investitore medio.

Non possiamo tuttavia raccomandare tale regola di investimento senza considerare i risultati che deriverebbero dalla sua adozione generale. Se tutti gli acquisti di obbligazioni comunali avessero richiesto uno storico pulito per venticinque anni, come potrebbe qualsiasi township lanciare un'emissione di obbligazioni durante il primo quarto di secolo della sua esistenza? E, allo stesso modo, se uno Stato o una città sono stati portati al default, come si finanzieranno, rispettivamente, nei dieci o venticinque anni necessari per riportare le loro obbligazioni nell'elenco delle idonee? Nel caso delle società, per esempio, il finanziamento potrà essere realizzato su base speculativa, attraverso la vendita di azioni o obbligazioni convertibili, o anche di obbligazioni con un forte sconto. Ma i metodi del genere non sono aperti ai Comuni. La difficoltà è risolta nella realtà pratica aumentando il tasso cedolare sulle obbligazioni degli Stati o dei comuni con credito di inferiore qualità. Per esempio, una città emergente da difficoltà finanziarie potrebbe essere in grado di attrarre nuovi fondi, offrendo tasso cedolare del 5% in contrasto con il 2% pagato dallo Stato di New York.⁴ Ma questa solu-

4. Si noti che nel novembre 1939 le obbligazioni della città di Detroit con scadenza nel 1954 (che erano state in default nel 1933) sono state vendute con un rendimento del

zione del problema va contro il principio, precedentemente sviluppato, secondo cui un tasso cedolare elevato non costituisce una compensazione adeguata per l'assunzione di rischio sostanziale del capitale. In altre parole, sarebbe un errore acquistare un'obbligazione comunale per il suo alto rendimento, se viene riconosciuta come inferiore in qualità e soggetta a una possibilità di default superiore a quella nominale.

Un dilemma e una soluzione suggerita. Ci troviamo, quindi, di fronte a un dilemma, poiché l'atteggiamento teoricamente corretto dell'acquirente di obbligazioni renderebbe impossibile il necessario finanziamento di molti Comuni. Considerando la questione realisticamente, si può liquidarla con l'osservazione che ci saranno sempre abbastanza investitori indiscriminati a disposizione per assorbire le obbligazioni di qualsiasi città o villaggio che offra un tasso apparentemente interessante. Di conseguenza, l'acquirente di obbligazioni logico e attento può evitare emissioni del genere senza risultati fatali per i mutuatari che hanno un credito di secondo grado.

La soluzione del dilemma è troppo cinica per essere del tutto soddisfacente. La soluzione ideale sarebbe probabilmente quella di creare test quantitativi particolarmente rigorosi per compensare il fallimento di un Comune nel soddisfare il requisito di venticinque anni di pagamento puntuale. Se una città è caduta in difficoltà finanziarie, deve riabilitarsi riducendo le sue spese o aumentando la sua aliquota fiscale e altre entrate oppure, eventualmente, mediante un ridimensionamento forzato del proprio debito, corrispondente a quello di una riorganizzazione societaria. In tal modo, la città può collocare le proprie finanze su una base completamente nuova e solida che gli conferisce un rating creditizio soddisfacente nonostante il suo precedente fallimento. Ma l'investitore prudente accetterà un rating di credito del genere solo dopo un attento studio della situazione finanziaria, compresi elementi quali il rapporto tra spese e debito totale, da un lato alla popolazione e dall'altro ai valori immobiliari e ai ricavi. L'acquirente di obbligazioni dovrebbe aspettarsi di ottenere un rendimento superiore allo standard sulle obbligazioni municipali di questo tipo, a titolo di rimborso *non per l'assunzione di un rischio speciale, ma per lo sforzo richiesto per accertarsi della fondatezza della questione.*

3,70%, a fronte di un rendimento di circa il 2% su obbligazioni simili dei Comuni più piccoli con un buono storico.

Un atteggiamento simile dovrebbe essere assunto nei confronti degli enti civili di nuova organizzazione, dove è disponibile solo un breve storico del servizio del debito.⁵

Lo storico dei dividendi. Le leggi che disciplinano gli investimenti legali hanno tradizionalmente posto grande enfasi su un soddisfacente storico dei pagamenti di dividendi da parte dell'impresa emittente. Nella maggior parte degli Stati, un'obbligazione è idonea solo se la società ha pagato dividendi regolari in determinati importi minimi per almeno cinque anni. Questo requisito è evidentemente basato sulla teoria che, poiché le società esistono per pagare i dividendi, solo quelle che in effetti pagano i dividendi possono dirsi un vero successo e quindi adatte per investimenti obbligazionari.

Lo storico dei dividendi non è una prova decisiva della solidità finanziaria. Non si può negare che le imprese che pagano dividendi siano più prospere di quelle che non pagano dividendi. Ma questo fatto di per sé non giustificerebbe la condanna sommaria di tutte le obbligazioni di imprese che non pagano dividendi. Un argomento estremamente forte contro tale regola risiede nel fatto che il pagamento dei dividendi è solo un'indicazione di forza finanziaria, e non solo non riesce a fornire alcun vantaggio diretto all'obbligazionista, ma spesso può essere dannoso per i suoi interessi, riducendo le risorse della società. In pratica, le disposizioni sui dividendi delle leggi che regolano gli investimenti legali a volte hanno avuto delle conseguenze direttamente opposte a quelle previste. Le compagnie ferroviarie in una situazione finanziaria debole hanno improvvidamente continuato a pagare i dividendi allo scopo particolare di mantenere le loro obbligazioni nell'elenco delle idonee, in modo che è proprio la pratica che avrebbe dovuto indicare la forza dietro l'obbligazione che in realtà ne ha minato la sicurezza.⁶

5. La tecnica di analisi delle finanze statali o comunali è elaborata e non si presta a scorciatoie affidabili. Una trattazione adeguata dell'argomento esula dagli scopi di questo libro e dalla competenza degli autori. Rimandiamo il lettore alle trattazioni dell'argomento in opere standard sugli investimenti come *Investment*, pp. 56-179, New York, 1926; Ralph E. Badger and Harry G. Guthmann, *Investment: Principles and Practices*, pp. 735-780, rev. ed., New York, 1936; e *Proceedings of the Conference on Bond Portfolios 1939 of the New York State Bankers Association*, pp. 136-158, New York, 1939; *Investment Standards and Procedure*, che è il Commercial Bank Management Booklet No. 19, pubblicato dalla Bank Management Commission of the American Bankers Association, New York, 1937; A. M. Hillhouse, *Municipal Bonds: A Century of Experience*, New York, 1936.

6. Cfr. La testimonianza del presidente del New Haven nel dicembre 1936, nell'indagine dell'Interstate Commerce Commission su quella strada, ammetteva che i dividendi

Il ruolo dello storico dei dividendi negli investimenti obbligazionari. La prova data dallo stato patrimoniale e dal conto economico deve essere considerata come un indizio più attendibile sulla solidità di un'impresa di quanto non lo sia lo storico dei pagamenti dei dividendi. Sembra quindi più opportuno fare a meno di tutte le regole forti su quest'ultimo punto nel determinare l'idoneità di un'emissione obbligazionaria per l'investimento diretto. Ma il mancato pagamento dei dividendi da parte di una società quando gli utili appaiono soddisfacenti dovrebbe propriamente far sì che un acquirente intenzionato ad acquistare obbligazioni esamini la situazione con più della solita attenzione, al fine di scoprire se la politica degli amministratori sia dovuta a elementi deboli del quadro non ancora riflessi nel conto economico.

Incidentalmente si potrebbe anche sottolineare che le obbligazioni delle società che pagano dividendi possiedono un certo vantaggio meccanico, in quanto i loro proprietari possono ricevere un avvertimento preciso e forse tempestivo di problemi imminenti a causa del successivo passaggio del dividendo, ed essendo così messi in guardia, potrebbero essere in grado di proteggersi da gravi perdite. Le obbligazioni di società che non distribuiscono dividendi si trovano in un certo senso in svantaggio ma, a nostro avviso, ciò può essere adeguatamente compensato dall'esercizio di una certa maggiore cautela da parte dell'investitore.

Lo statuto di New York è un po' più progressista di quelli degli altri Stati nel trattamento della questione dei dividendi. Alle ferrovie viene richiesto, alternativamente, di aver pagato dividendi di un certo ammontare in cinque degli ultimi sei anni o, in mancanza di ciò, soddisfare requisiti più rigorosi in materia di copertura delle spese fisse. Alle società di servizi pubblici viene richiesto di aver pagato determinati dividendi in ciascuno dei cinque anni precedenti o, altrimenti, di aver guadagnato una somma pari a quella. Questa disposizione rientra nell'errore degli altri statuti perché può imporre il pagamento di dividendi non acquisiti. L'idea progressista appare nel rovescio della di-

erano stati pagati nel 1931 per mantenere le sue obbligazioni "legali" ed elencando altre strade che pagavano dividendi non guadagnati presumibilmente per lo stesso motivo (vedi New York Times del 3 dicembre 1936). Per un esempio meno recente, si veda la discussione di Dewing sul pagamento dei dividendi non guadagnati da parte di Boston and Maine Railroad nel 1911-1913, per mantenere le sue obbligazioni aderenti ai requisiti di legge (*Financial Policy of Corporations*, 3d rev. ed., p. 609n). Si veda anche il nostro riferimento alla Wabash-Ann Arbor nel 1930, nota 10 nel Capitolo 25.

sposizione, che rinuncia al pagamento dei dividendi purché siano guadagnati.

La relazione tra utili e fabbisogno per interessi

L'investitore di oggi è abituato a considerare il rapporto tra i guadagni e le spese per interessi come il più importante test specifico di sicurezza. Ci si deve aspettare, pertanto, che qualunque eventuale normativa dettagliata che disciplini la selezione degli investimenti obbligazionari includa sicuramente requisiti minimi

rispetto a questo fattore cardinale. Ciò nonostante, la maggioranza degli statuti tratta questo punto solo in modo frammentario e inadeguato. Gli organi legislativi hanno fatto affidamento in larga misura sulle loro esigenze in merito al record dei dividendi della società, per garantire una soddisfacente capacità di profitto.⁷ Come abbiamo appena sottolineato, questo criterio è suscettibile di serie obiezioni. La superiorità dello statuto di New York si manifesta principalmente in due disposizioni: in primo luogo, il riconoscimento dell'importanza primaria di un adeguato storico degli utili e, in secondo luogo, il coerente trattamento delle spese fisse totali di un'azienda come unità indivisibile.

Requisiti della legge di New York. I requisiti della normativa di New York in materia di *copertura da parte dei profitti* possono essere così riassunti:

- Nel caso dei titoli ipotecari ferroviari (o dei titoli fiduciari collaterali equivalenti) e obbligazioni di società che producono materiale ferroviario, la società deve aver guadagnato una volta e mezza le sue spese fisse in cinque dei sei anni immediatamente precedenti e anche nell'ultimo anno. Se i dividendi non sono stati pagati come previsto, il periodo viene allora fissato a nove dei dieci anni precedenti.
- Nel caso di altre tipologie di obbligazioni ferroviarie, come le obbligazioni non garantite o le obbligazioni di rendita, le spese fisse (inclusi gli interessi sulle obbligazioni di rendita, se presenti) devono essere state coperte per un ammontare pari ad almeno il doppio del

7. Il Vermont, per esempio, consente di investire in obbligazioni delle ferrovie del New England senza alcun test di utile; nel caso delle altre strade ferrate, gli oneri fissi non devono superare il 20% dell'importo del business *lordo*. In entrambi i casi è richiesta una storia di pagamenti continui dei dividendi.

loro importo, sia nell'ultimo anno sia in cinque degli ultimi sei anni. Per questa categoria, il requisito riguardante il pagamento dei dividendi appare assoluto e non è ammessa alcuna sostituzione.

- Nel caso delle obbligazioni del gas, dell'elettricità e telefoniche, il guadagno *medio* negli ultimi cinque anni deve essere stato pari al doppio della *media* delle spese totali per interesse e la stessa copertura deve essere stata mostrata nell'ultimo anno.

Tre fasi della copertura degli utili: 1. Metodo di calcolo. Analizzando queste disposizioni normative, tre elementi meritano di essere presi in considerazione. Il primo è il *metodo* di calcolo della copertura reddituale, il secondo è l'*ammontare* della copertura richiesta e il terzo è il periodo richiesto per il test.

Il metodo delle deduzioni a priori. Vari metodi sono di uso comune per calcolare e dichiarare il rapporto tra i guadagni e gli interessi. Uno di questi (che può essere chiamato il Metodo delle deduzioni a priori) è assolutamente discutibile. Ciò nonostante, prima del 1933 fu seguito dalla maggior parte delle case emittenti nei loro prospetti che offrivano obbligazioni junior in vendita, perché costituisce un'evidenza ingannevolmente forte. La procedura consiste nel detrarre dagli utili prima le spese pregresse e poi di calcolare il numero di volte in cui il fabbisogno delle junior è coperto dal saldo. L'illustrazione che segue mostrerà sia il metodo stesso sia la sua assurdità intrinseca:

La società ha 10.000.000 di dollari di obbligazioni al 5% di prima ipoteca e 5.000.000 di obbligazioni non garantite al 6%.

| | |
|--|------------------------|
| I suoi utili medi sono | 1.400.000 dollari |
| Dedotti gli interessi sulle obbligazioni 5% di prima ipoteca (coperti 2,8 volte) | <u>500.000</u> dollari |
| Saldo per l'obbligazione non garantita 6% | 900.000 dollari |
| Interessi su obbligazioni 6% (coperti 3 volte) | 300.000 dollari |

Un prospetto che offra un'emissione di obbligazioni non garantite al 6% probabilmente affermerebbe che "come sopra indicato" gli interessi passivi sono coperti tre volte. Si dovrebbe notare, però, che gli interessi sulle obbligazioni 5% di prima ipoteca vengono coperti solo 2,8 volte. L'implicazione di questi numeri sarebbe che l'emissione junior è meglio tutelata rispetto alla senior, il che è chiaramente assurdo.

Il fatto è che i risultati mostrati per le obbligazioni junior con questo metodo di deduzione a priori sono completamente privi di valore e fuorvianti. Uno dei risultati favorevoli del Securities Act del 1933 è stato l'abbandono di questo indifendibile metodo di dichiarazione della copertura degli interessi nelle nuove offerte di obbligazioni. Questo cambiamento non è dovuto, a quanto pare, ad alcun divieto specifico previsto dallo statuto o dalle norme della S.E.C. ma piuttosto alla volontà di non rischiare sanzioni per inganno.

Alcune circolari di offerta di obbligazioni canadesi utilizzano ancora il metodo delle deduzioni a priori. *Per esempio*: le obbligazioni fiduciarie collaterali, Famous Players Canadian Corporation, Ltd., serie A, offerte intorno al giugno 1936.

Il Metodo delle deduzioni cumulative. La seconda procedura potrebbe essere chiamata Metodo delle deduzioni cumulative. Con questo metodo l'interesse su un'obbligazione junior è sempre considerato congiuntamente agli oneri equivalenti precedenti. Nell'esempio fornito, gli interessi sull'obbligazione 6% verrebbero calcolati come coperti 1 volta e $\frac{3}{4}$ dai profitti aziendali, ottenuti dividendo gli oneri combinati di *entrambe* le emissioni, vale a dire 800.000 dollari, all'interno dei 1.400.000 dollari di profitto disponibili. Si direbbe, tuttavia, che gli interessi dell'obbligazione di prima ipoteca siano coperti dai profitti 2,8 volte, poiché gli interessi *junior* (cioè con minor prelazione, N.d.T.) rispetto all'emissione analizzata rimangano fuori considerazione in questo metodo. La maggior parte degli investitori considererebbe questo punto di vista del tutto corretto, e la procedura è stata specificamente prescritta da un certo numero di Stati nelle loro leggi che disciplinano l'ammissibilità delle obbligazioni per gli investimenti delle casse di risparmio.⁸

Il Metodo delle Deduzioni Totali o "All-Over". In un capitolo precedente, abbiamo però sottolineato la primaria importanza della capacità di un'azienda di far fronte a tutti i suoi obblighi fissi, perché l'insolvenza derivante dal default su un privilegio junior si ripercuote invariabilmente anche a svantaggio degli obbligazionisti di ipoteca superiore.

8. Cfr., per esempio, Maine, Sez. 27, cap. 57 dei Revised Statutes, come modificato dal Cap. 222 delle Leggi Pubbliche del 1931, sottosezioni VI, VII e VIII, relative agli obblighi di ferrovie a vapore, servizi pubblici e compagnie telefoniche. Disposizioni simili si trovano nello statuto del Vermont relativo ai titoli delle utility pubbliche. Il New Hampshire consente il metodo delle deduzioni cumulative per le obbligazioni delle ferrovie e delle utility pubbliche, ma, piuttosto stranamente, richiede il Metodo delle deduzioni totali nel caso delle obbligazioni delle società telefoniche e telegrafiche.

Un investitore può essere sicuro della sua posizione solo se gli oneri per interessi totali sono ben coperti. Di conseguenza, il modo conservativo e quindi consigliabile per calcolare la copertura degli interessi dovrebbe utilizzare sempre il "metodo delle deduzioni totali"; cioè, la cifra di controllo dovrebbe essere il numero di volte in cui *tutte* le spese fisse sono coperte. Questo significherebbe che *lo stesso rapporto con gli utili verrebbe utilizzato nell'analisi di tutte le obbligazioni a tasso fisso di qualsiasi società*, abbiano esse privilegi senior o junior. Nell'esempio sopra riportato, il rapporto sarebbe $1 \frac{3}{4}$, applicato alle obbligazioni 5% di prima ipoteca e alle obbligazioni non garantite al 6%. Nelle circolari obbligazionarie e nei bilanci annuali questo metodo viene ora comunemente definito come quello "base all-over" per il calcolo della copertura degli interessi.⁹

È importante tenere a mente che le spese fisse escludono gli interessi sulle obbligazioni da rendita, che rappresentano un onere *contingente*. Le parole "interessi" e "debito obbligazionario" sono anche usate, per comodità, per riferirsi solo alle obbligazioni a tasso fisso, a meno che il contesto non indichi diversamente.

Non vi è alcun motivo, ovviamente, per cui la copertura di un'obbligazione senior non dovrebbe essere calcolata anche con il metodo delle deduzioni cumulative, e se questa copertura è molto ampia, può essere propriamente considerata un argomento ulteriore a favore dell'emissione. Ma la nostra raccomandazione è che, nell'applicare qualsiasi requisito *minimo* progettato per testare la forza dell'azienda, occorre sempre tenere conto delle spese fisse totali. Lo statuto di York mantiene coerentemente questa posizione e, secondo noi, merita di essere approvato e seguito.

2. Requisiti minimi per la copertura degli utili. La preferenza accordata dallo statuto di New York alle obbligazioni ferroviarie rispetto alle emissioni delle utility pubbliche non è più giustificata e la storia

9. Le frasi: "rapporto con gli utili", "multiplo degli utili rispetto agli interessi" e "copertura da parte degli utili" hanno tutte lo stesso significato. L'affermazione che "l'interesse è coperto 1 volta e $\frac{3}{4}$ " è più facilmente comprensibile dell'espressione equivalente, talvolta usata, che "il fattore di sicurezza è 75%", e dovremmo consigliare l'uso coerente del primo tipo di espressione. Alcune autorità (per esempio, il "Manual of Investments" di Moody prima del 1930) hanno usato l'espressione "margine di sicurezza" per indicare il rapporto tra il saldo dopo l'interesse e gli utili disponibili per pagare l'interesse. Esempio: se l'interesse è coperto 1 volta e $\frac{3}{4}$, il margine di sicurezza diventa $\frac{3}{4} \div 1\frac{3}{4} = 42\frac{1}{2}\%$.

più recente di entrambi i gruppi suggerisce che le loro posizioni relative dovrebbero essere invertite. È necessario, inoltre, aggiungere una cifra minima per le obbligazioni industriali, che dovrebbero chiaramente essere impostate a un valore più alto rispetto a quello delle utility pubbliche o delle ferrovie. Prendendo in considerazione questi fattori, dovremmo raccomandare i seguenti requisiti minimi per la copertura del totale degli oneri fissi:

| | |
|---------------------|-------------------------|
| Utility pubbliche | 1 volta e $\frac{3}{4}$ |
| Ferrovie | 2 volte |
| Società industriali | 3 volte |

3. Il periodo compreso della verifica degli utili. Il nostro riassunto delle disposizioni di New York in materia di copertura degli utili ha evidenziato che la media quinquennale viene utilizzata nel caso di emissioni di servizi di utility pubbliche. Per le obbligazioni ferroviarie, tuttavia, il margine minimo stabilito deve apparire in cinque anni distinti tra gli ultimi sei. In tutti i casi, il minimo deve essere soddisfatto nell'anno immediatamente precedente la data dell'investimento.

Requisiti come gli ultimi due sono facili da promulgare ma sono poco adatti alle realtà degli investimenti obbligazionari in un mondo economico soggetto a ricorrenti anni di grave depressione. Se dovesse essere caratteristico del business in generale il vivere otto anni prosperi o medi, seguiti da due non profittevoli, l'effetto di queste regole sarebbe quello di incoraggiare gli investimenti in obbligazioni (a prezzi elevati) durante i periodi di prosperità e di incoraggiare la loro vendita (a prezzi bassi) durante le depressioni.¹⁰

A nostro avviso, l'unica applicazione pratica *rigida* di uno standard di utili minimi deve essere quella dei risultati medi all'interno di un dato periodo di tempo. Una media di cinque anni, come prescritto dalla legge nel caso di obbligazioni di utility pubbliche, sembrerebbe troppo breve in molte circostanze e dovremmo suggerire *un periodo di sette*

10. L'impraticabilità di queste disposizioni dello statuto di New York è meglio dimostrata dal fatto che furono ritenuti necessari emendamenti annuali tra il 1931 e il 1937 inclusi, il cui effetto fu quello di escludere i risultati dal 1931 al 1936 dal test degli utili. Questa "moratoria" terminò nell'aprile 1938, data in cui obbligazioni ferroviarie per un valore nominale di oltre 3.000.000.000 dollari di furono rimosse dall'elenco ammissibile. Una nuova moratoria conserva le obbligazioni degli operatori ferroviari che hanno ottenuto profitti pari agli interessi passivi *almeno una volta* nell'ultimo anno e in cinque degli ultimi sei anni.

anni come standard normale più adatto. Ma quest'ultimo potrebbe essere in qualche modo abbreviato per escludere anni chiaramente anormali (per esempio, il periodo di sei anni dal 1934 al 1939 probabilmente fornirebbe un periodo di test più adatto rispetto al periodo di sette anni dal 1933 al 1939.)

Se il test fosse stato effettuato, per esempio, nel 1934 o nel 1935, sarebbe stato meglio utilizzare un periodo di dieci o addirittura dodici anni, per evitare di dare un peso eccessivo ad annate di grave depressione. Considerazioni pratiche suggeriscono anche che la media dei grandi deficit sperimentati da alcune società industriali durante il periodo 1931-1933 potrebbe produrre un dato di copertura degli utili troppo basso per essere abbastanza rappresentativo della situazione attuale, anche se fosse stata presa in esame una media a lungo termine. Questa difficoltà può essere risolta, arbitrariamente, considerando gli utili negli anni di deficit come zero invece del dato reale negativo.

Esempio: Copertura degli interessi, all'inizio del 1938, dell'obbligazione non garantita Fairbanks Morse Company 4%, scadenza 1956.

| | |
|--|-------------|
| Oneri per interessi, 1937 | 232.000\$ |
| Profitti dopo interessi e tasse, 1937 | 2.148.000 |
| Rapporto di copertura degli interessi da parte degli utili nel 1937 | 10,2 volte |
| Utili totali dopo gli interessi, 1928-1930 e 1934-1937 | 11.740.000 |
| Perdite totali dopo gli interessi, 1931-1933 | 8.873.000 |
| Utili annuali dopo gli interessi, 1928-1937 | 287.000 |
| Copertura decennale dichiarata per gli interessi del 1937 | 2,2 volte |
| Base alternativa per il calcolo della copertura decennale: | |
| Utili medi decennali dopo gli interessi, contando gli anni 1931-1933 come zero | 1.174.000\$ |
| Copertura decennale rivista per gli interessi del 1937 | 6,1 volte |
| Rapporto azioni-patrimonio netto 3,42\$ di azioni al prezzo di mercato per ogni 1\$ di obbligazioni al valore nominale | |

La seconda media deve essere considerata come un riflesso più realistico del potere reddituale della società rispetto alla media decennale semplice, che non soddisfa il nostro requisito minimo. Confidiamo, tuttavia, che dal 1940 in poi sarà possibile utilizzare medie di sette anni o più senza dover affrontare un problema simile.

Altre fasi dello storico degli utili. C'è, naturalmente, una serie di altri aspetti del quadro degli utili a cui l'investitore farebbe bene a prestare attenzione. Tra questi ci sono *la tendenza, il dato minimo e il dato corrente*. L'importanza di ciascuno di questi non può essere negata, ma non si prestano efficacemente all'applicazione di regole rigide e rapide. In questo caso, come nella questione della garanzia ipotecaria precedentemente discussa, si deve fare una distinzione tra i pochi fattori che possono essere abbracciati con successo da regole definite e universalmente applicabili e i molti altri fattori che resistono a tale formulazione esatta ma devono comunque essere presi in considerazione dal giudizio dell'investitore.

I fattori sfavorevoli possono essere compensati. Il metodo pratico per gestire elementi di quest'ultimo tipo può essere illustrato in quest'ambito dall'evidenza degli utili. L'investitore deve *richiedere* un dato medio almeno pari allo standard minimo. Inoltre, sarà *attratto* da: (a) un trend crescente dei profitti, (b) una performance corrente particolarmente buona e (c) un margine soddisfacente sugli oneri di interesse in *ciascun* anno durante il periodo studiato. Se un'obbligazione è carente in uno qualsiasi di questi tre aspetti, il risultato non dovrebbe necessariamente essere quello di condannare l'emissione ma piuttosto di esigere una copertura degli utili medi ben superiore al minimo e di richiedere una maggiore attenzione agli elementi generali o qualitativi della situazione. Se il trend è stato sfavorevole o il solo dato più recente è stato decisamente scarso, l'investitore non dovrebbe certamente accettare l'obbligazione a meno che gli utili medi non siano stati sostanzialmente superiori al requisito minimo – *e a meno che non abbia anche ragionevoli motivi per credere che la tendenza al ribasso o l'attuale crollo non siano destinati a continuare indefinitamente*. Inutile dire che l'importo di cui la media deve essere aumentata per compensare una tendenza o una situazione recente sfavorevole è una materia da determinare a discrezione dell'investitore e non può essere sviluppata in alcun insieme di formule matematiche.

La relazione tra il tasso della cedola e la copertura degli utili. La teoria della copertura degli utili è complicata dal fatto aritmetico che questa copertura varia inversamente al tasso di interesse. A parità di utili, l'interesse su un'emissione obbligazionaria al 3% verrebbe guadagnato il doppio delle volte rispetto a quanto accadrebbe se il tasso fosse del 6%.

Si consideri il seguente confronto:

| | Società di pubblica utilità A | Società di pubblica utilità B |
|--|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Utili disponibili per il pagamento degli interessi | 600.000\$ | 600.000\$ |
| Oneri per interessi | (3% su 10.000.000\$) 300.000 | (5½% su 10.000.000\$) 550.000 |
| Rapporto di copertura utili/interessi | 2,0 | 1 |

La sola differenza nei tassi cedolari fa sì che la Società A superi il nostro test di copertura degli utili, mentre la Società B guadagna a malapena i suoi interessi. Questo punto potrebbe sollevare diverse domande, vale a dire:

- (1) Un'obbligazione può essere considerata "sicura" semplicemente perché ha un basso tasso di cedola?
- (2) Quale sarebbe l'effetto su questa sicurezza di un aumento del tasso di interesse generale?
- (3) Le obbligazioni della Società A sono un acquisto più solido per l'investimento rispetto a quelle della Società B?

Cerchiamo di rispondere brevemente a queste domande nel loro ordine.

1. *Effetto del tasso cedolare sulla sicurezza.* La sicurezza, nel senso tecnico di garanzia del pagamento continuato degli interessi, può certamente essere creata o distrutta variando il tasso cedolare. Non è fattibile pensare a un'obbligazione al 5½% come sicura per il primo 3% di interessi e non sicura per l'ulteriore 2½%. La sicurezza degli interessi è un concetto indivisibile e deve applicarsi all'intero onere degli interessi, il motivo è che l'incapacità di pagare parte degli interessi contrattuali - o persino degli interessi junior - si tradurrà in difficoltà finanziarie. Ciò a sua volta significa la distruzione, almeno temporaneamente, dello status di investimento.

La sicurezza nel senso del mantenimento del valore del capitale può anche essere "creata" da un basso tasso di interesse, a condizione che questo tasso sia considerato permanente, ovvero che duri fino alla scadenza o per molti anni nel futuro. Se il tasso del 3% è permanente, i

profitti di 600.000 dollari dovrebbero consentire alla Società A di rimborsare le sue obbligazioni alla scadenza e dovrebbero anche mantenere il prezzo di mercato delle obbligazioni non lontano dalla pari.

Si deve tenere conto del fatto che il tasso di interesse tende a variare inversamente rispetto alla capacità della società di pagarlo. Una società forte può prendere a prestito a un tasso basso, sebbene potrebbe permettersi di pagare più di quanto sarebbe possibile a una società debole. Ciò significa che il "buon credito" stesso produce "credito migliore" attraverso il proprio risparmio nelle spese per interessi, mentre il contrario è altrettanto vero. Sebbene ciò possa sembrare paradossale e ingiusto, deve essere accettato come una realtà nell'analisi delle attività finanziarie.

2. *Effetto sulla sicurezza di un aumento dei tassi di interesse.* Un aumento generale dei tassi di interesse non inciderebbe sulla capacità di una società di far fronte ai propri oneri finanziari durante la vita delle sue emissioni obbligazionarie a basso tasso. Ma se le obbligazioni giungono a scadenza in breve tempo, si troverà ad affrontare il problema di rifinanziarsi a un tasso più elevato, per cui i suoi profitti aziendali devono mostrare un margine adeguato al di sopra di questo tasso più elevato. D'altro canto, se la scadenza è lontana, il prezzo di mercato di questa e di altre obbligazioni diminuirà sostanzialmente qualora il tasso di interesse generale subisse un aumento considerevole (si noti che l'indice Dow-Jones dei prezzi delle obbligazioni scese di circa il 30% tra il 1917 e il 1920, riflettendo un aumento dei tassi di interesse.)

Ne consegue, quindi, che la sicurezza del capitale, nel senso di mantenimento del valore di mercato, è destinata a essere influenzata negativamente da un forte aumento del tasso di interesse nel caso di obbligazioni a lungo termine.¹¹ La sicurezza del capitale del debito a breve termine può essere influenzata negativamente da un tale aumento dei tassi di interesse se la copertura degli utili non supera il nostro minimo con un margine confortevole.

La conclusione pratica deve essere che, se l'investitore considera probabile un aumento dei tassi di interesse, non dovrebbe acquistare obbligazioni a lungo termine a bassa cedola, indipendentemente da quanto sia forte la società, e dovrebbe acquistare emissioni a breve termine solo se gli utili coprissero un tasso di cedola più elevato con un margine adeguato. Se, tuttavia, è convinto che i bassi tassi di interesse

11. Un'eccezione sarebbero le obbligazioni ad alta cedola il cui prezzo è stato mantenuto basso da una clausola call.

siano destinati a restare, può accettarle allo stesso modo in cui sono stati accettati i tassi più alti. Se è indeciso sul futuro dei tassi di interesse, la politica migliore sembrerebbe quella di limitare gli acquisti a obbligazioni con scadenza piuttosto breve (diciamo non più di dieci anni) e anche di aumentare il requisito di copertura degli utili per compensare il basso tasso cedolare.

3. *Attrattività relativa delle due obbligazioni.* La nostra terza domanda riguarda l'attrattività comparativa delle obbligazioni al 3% della Società A e delle obbligazioni al 5½% della Società B. In senso stretto, l'obbligazione al 5½% deve certamente essere più desiderabile dell'obbligazione al 3%, poiché il detentore dell'obbligazione al 5½% può avanzare la sua richiesta per l'ulteriore 2½% su base contingente e, quindi, rendere il margine di copertura oltre le spese fisse della sua società uguale a quello della Società A. Ma in pratica è probabile che tale riduzione dell'interesse fisso venga effettuata solo dopo che l'emittente è caduto in difficoltà finanziarie, il che a sua volta causerebbe un calo sostanziale del prezzo di mercato dell'emissione. Quindi, in pratica, è possibile che il detentore dell'obbligazione al 3% possa ottenere risultati migliori rispetto al detentore dell'obbligazione al 5½%.

Tuttavia, l'anomalia evidente nel nostro esempio dovrebbe generare l'avvertimento all'investitore a non pagare un valore vicino al nominale per un'obbligazione al 3% sui meri dati della Società A, a meno che non sia assolutamente convinto della permanenza di tassi di interesse molto bassi (l'anomalia indicherà anche che vi sono alcune opportunità speculative inerenti in un'obbligazione tipo quella della Società B se viene scambiata a un prezzo molto basso a causa del piccolo margine di utile restante dopo aver pagato i suoi elevati oneri di interesse, soprattutto se si prevede che i tassi di interesse rimarranno bassi).