

Capitolo 20

Disposizioni di protezione sulle azioni privilegiate. Mantenimento del capitale junior

Alle azioni privilegiate vengono quasi sempre concesse alcune garanzie contro il collocamento di nuove emissioni antistanti in termini di diritti. La disposizione standard proibisce sia un'azione con priorità sia un'emissione di obbligazioni ipotecarie, salvo approvazione tramite voto di due terzi o tre quarti degli azionisti privilegiati. Il divieto non è reso assoluto perché sono sempre contemplabili le condizioni in base alle quali gli azionisti privilegiati potrebbero trovare vantaggioso autorizzare la creazione di un'emissione senior. Ciò può essere fatto se un nuovo finanziamento tramite un'emissione obbligazionaria si rende necessario per evitare la procedura fallimentare. Un esempio è fornito dalla Eitingon-Schild Company nel 1932. Secondo le disposizioni che regolano l'azione privilegiata di primo livello $6\frac{1}{2}\%$, la società non poteva creare un'ipoteca, un privilegio o un onere su nessuna delle sue proprietà, con l'eccezione di obbligazioni di acquisto, estensioni di ipoteche esistenti e pegno di attività liquide per garantire prestiti concessi nel normale corso degli affari. A causa delle precarie condizioni finanziarie della società, nel 1932 gli azionisti privilegiati autorizzarono alcune ristrutturazioni finanziarie, tra cui la creazione di un'emissione di obbligazioni al 5% per 5.500.000 dollari contenente alcune disposizioni il cui effetto era di creare un onere speciale sulle proprietà immobilizzate.

Auspicabile la protezione contro la creazione di debito non garantito. È una pratica comune non concedere agli azionisti privilegiati alcun controllo sulla creazione di *debito non garantito*. Questo punto è esemplificato dall'American Metal Company, che nel 1930 emise 20.000.000 dollari di obbligazioni non garantite senza il voto degli azionisti privilegiati, ma nel 1933 fu costretta a chiedere la loro approvazione per vincolare del collaterale a garanzia del rimborso delle obbligazioni alla scadenza. Questa distinzione ci sembra poco affidabile, poiché il debito non garantito è una minaccia per un'azione privilegiata tanto quanto lo è un obbligo ipotecario. Sembra illogico stabilire, come di solito si fa, che gli azionisti privilegiati possano vietare l'emissione di nuove azioni privilegiate di rango superiore o equivalente alle loro e anche di qualsiasi debito garantito, ma che non abbiano nulla da dire su di un'emissione obbligazionaria non garantita, di qualunque dimensione.

Presumibilmente questa esclusione è nata dal desiderio di consentire prestiti bancari per scopi commerciali ordinari, ma questo punto può essere tutelato da una specifica stipula a tal fine - proprio come la disposizione standard ora utilizzata consente il pegno di attività per garantire "prestiti effettuati nel normale corso degli affari" senza richiedere il consenso degli azionisti privilegiati.¹

Il voto degli azionisti privilegiati è utilizzato piuttosto frequentemente per consentire l'emissione di un titolo di pari rango o persino di un titolo con priorità di rango che deve essere scambiato con le azioni privilegiate stesse nell'ambito di un piano di ricapitalizzazione, quest'ultimo solitamente ideato per smaltire i dividendi accumulati. Attribuendo alla nuova emissione parità o priorità rispetto alla vecchia, gli azionisti che altrimenti potrebbero essere inclini a rifiutare l'accordo sono quasi costretti ad accettarlo.

Esempi: nel 1930 Austin Nichols and Company aveva il 7% di azioni privilegiate in circolazione, su cui si erano accumulati dividendi di 21 dollari per azione. La società si offrì di scambiare ogni azione con un'azione di classe A, prioritaria cumulativa da 5 dollari, più 1,2 azioni or-

1. Va notato, tuttavia, che negli ultimi anni c'è una tendenza crescente a proteggere gli azionisti privilegiati dalla creazione di obbligazioni, richiedendo la loro approvazione per l'emissione di ogni tipo di "obbligazioni, cambiali, obbligazioni non garantite o altra forma di indebitamento con scadenza oltre un anno dalla data della loro emissione". Si vedano per esempio: azioni privilegiate di partecipazione Kendall Company 6% , azioni privilegiate A. M. Byers Company 7%. Tra le emissioni più vecchie, le azioni privilegiate di primo livello Loose-Wiles Biscuit Company 7% possedevano questo tipo di protezione.

dinarie. Con il voto degli azionisti privilegiati che accettarono il piano, le nuove azioni di classe A prioritarie divennero senior rispetto alle vecchie azioni privilegiate. Di conseguenza, circa il 99% di queste ultime fu consegnato per il concambio. International Paper e Fisk Rubber apportarono simili aggiustamenti ai dividendi arretrati sulle azioni privilegiate rispettivamente nel 1917 e nel 1925. In questi casi, sono state emesse azioni privilegiate aggiuntive con lo stesso grado prioritario delle vecchie azioni.²

Clausola di ammortamento delle azioni privilegiate. Pochissime emissioni di azioni privilegiate di utility pubbliche o ferrovie hanno una clausola di ammortamento. Ma nel caso di offerte di azioni privilegiate industriali, le clausole di ammortamento sono diventate la regola generale. I vantaggi che le obbligazioni derivano da una clausola di ammortamento sono ugualmente applicabili alle azioni privilegiate. Inoltre, in considerazione della debole posizione contrattuale delle azioni privilegiate, che abbiamo spesso sottolineato, vi è una ragione in più per cui l'acquirente deve insistere su una protezione speciale. Ma sebbene una clausola di ammortamento sia quindi una caratteristica altamente desiderabile di un'emissione privilegiata, la sua presenza non è una garanzia, né la sua assenza è una negazione di adeguata sicurezza. L'elenco di 21 azioni privilegiate (riportato nel Capitolo 14) che hanno mantenuto uno *status* di investimento per tutto il 1932-1933 contiene solo un'emissione con una clausola di ammortamento. Come abbiamo spiegato in precedenza, questo paradosso è dovuto al fatto che quasi tutte le forti azioni privilegiate industriali sono vecchie emissioni consolidate e la clausola di ammortamento è uno sviluppo relativamente recente. L'importo della clausola di ammortamento è

2. Leggi più recenti di alcuni Stati hanno consentito alle aziende di obbligare tutti gli azionisti privilegiati ad accettare un piano di ricapitalizzazione con un voto favorevole di due terzi. Esempio: la ricapitalizzazione di International Paper and Power nel 1937 (secondo le leggi del Massachusetts) ha sostituito la privilegiata 6% originale e la susseguente privilegiata 7% (insieme ai loro dividendi accumulati) con una nuova privilegiata convertibile 5%, più un bonus di azioni ordinarie. L'effetto di varie decisioni giudiziarie è stato di sostenere, tuttavia, che, nel caso di società costituite prima dell'emanazione di questi statuti, la richiesta di dividendi accumulati è un diritto acquisito che non può essere revocato dal voto degli azionisti. Si veda *Keller vs. Wilson & Co., Inc.*, 190 Atl. 115 (Del. 1936), e S.E.C. *Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective Reorganization Committees*, Pt. VIII, "Management Plans without Aid of Committees", pp. 187 e seguenti, United States Government Printing Office, 1938.

solitamente fissato a una certa percentuale dell'importo massimo di azioni privilegiate in circolazione in qualsiasi momento: il 3% è forse la cifra più frequente. Meno spesso l'importo è basato su una percentuale di profitti. Ci sono diverse varianti e tecnicismi di natura descrittiva, che non dettaglieremo. Nella maggior parte dei casi i pagamenti derivanti dalla procedura di ammortamento sono obbligatori, a condizione che: (1) i dividendi privilegiati siano stati pagati per intero o "coperti" e (2) rimangano utili in eccesso pari al fabbisogno della clausola di ammortamento.

Un numero ridotto di azioni privilegiate è protetto da un accordo per mantenere le attività correnti nette, solitamente al 100% dell'emissione privilegiata o al 100% delle azioni privilegiate più le emissioni obbligazionarie. In alcuni casi la sanzione per la mancata osservanza è semplicemente un divieto di pagamento dei dividendi ordinari (per esempio, Sidney Blumenthal and Company), mentre in altri casi il controllo del voto passa alle azioni privilegiate (per esempio, nel caso delle azioni privilegiate di primo livello A. G. Spalding and Brothers 7%, per le quali il capitale circolante richiesto era pari al 125% dell'importo dell'emissione privilegiata).³

Potere di voto in caso di mancato pagamento dei dividendi. Il secondo tipo generale di disposizione protettiva per le azioni privilegiate riguarda il potere di voto previsto in caso di mancato pagamento dei dividendi. Per quanto ne sappiamo, queste disposizioni si applicano solo alle emissioni cumulative. La disposizione varia in base al momento in cui il potere di voto diventa effettivo e al grado di controllo conferito. In alcuni casi (per esempio, la privilegiata Kaufmann Department Stores 7% e la privilegiata Royal Baking Powder Company 6%) il diritto di voto matura dopo l'omissione di un dividendo. All'altro estremo, il diritto diventa effettivo solo dopo che otto pagamenti trimestrali fanno default (per esempio, Brunswick-Balke-Collender Company). Il termine consentito, di solito, è di un anno. Il diritto conferito alle azioni privilegiate può essere quello di: (1) votare esclusivamente per gli amministratori, (2) eleggere separatamente la maggioranza del consiglio, (3) eleggere separatamente una minoranza del consiglio o (4) votare azione per azione con le azioni ordinarie.

3. Nel 1939 la privilegiata di primo livello al 7% è stata sostituita da obbligazioni da rendita, nuove privilegiate e azioni ordinarie.

Esempio di (1): l'azione privilegiata McKesson and Robbins, Inc. ha ricevuto il diritto di eleggere in esclusiva gli amministratori in caso di omissione del quarto dividendo trimestrale nel dicembre 1932.

Esempio di (2): nel 1933 l'azione privilegiata Hahn Department Stores ha ottenuto il diritto di eleggere la maggioranza del consiglio d'amministrazione, a causa dell'omissione di quattro dividendi trimestrali.

Esempio di (3): l'azione privilegiata di primo livello Universal Pictures ha il diritto di eleggere due consiglieri d'amministrazione in caso di inadempienza di sei dividendi trimestrali. L'azione privilegiata Brooklyn and Queens Transit Corporation può eleggere un terzo del consiglio se tutti gli arretrati non vengono pagati entro un anno dall'omissione di un qualunque dividendo trimestrale.

Esempio di (4): l'azione privilegiata City Ice and Fuel vota alla pari con l'azione ordinaria in caso di mancato pagamento di quattro dividendi trimestrali.⁴

Il valore dell'ultimo accordo sembrerebbe dipendere molto dal fatto che l'ammontare delle azioni privilegiate sia più grande o più piccolo dell'emissione ordinaria. Se è più grande, il diritto di voto azione per azione potrebbe conferire un controllo effettivo all'emissione privilegiata; ma, nella maggior parte dei casi, l'emissione privilegiata è di dimensione minore e quindi è probabile che questo diritto di voto si riveli inefficace.

Diritti compositi. L'azione privilegiata West Penn Power 4½% e la Wisconsin Gas and Electric 4½%, entrambe emesse nel 1939, hanno i seguenti diritti di voto: (1) un voto azione per azione con l'emissione ordinaria, a meno che (2) non vi sia inadempimento sul dividendo di un anno, nel qual caso gli azionisti privilegiati hanno il diritto di eleggere altri due consiglieri; (3) se i dividendi di tre anni non sono adempiuti, hanno il diritto di eleggere la maggioranza del consiglio.

L'azione privilegiata North American Company 6% può sempre eleggere un quarto del consiglio. Se i dividendi di tre anni sono in arretrato, può eleggere la maggioranza dei consiglieri.

4. Una variante insolita di questa idea è stata trovata nel caso di Du Pont "azioni non garantite prive del diritto di voto" (un'emissione privilegiata), ritirata nel 1939. Ai titolari è stato concesso il diritto di voto alla pari delle azioni ordinarie nel caso in cui gli utili per qualsiasi anno solare fossero al di sotto del 9% sull'emissione di azioni non garantite. Hanno ricevuto il potere di voto esclusivo se i dividendi fossero stati in default per sei mesi.

Le emissioni non cumulative necessitano di una maggiore protezione.

Le pratiche sopra descritte meritano altre critiche di natura più generale. In primo luogo, sebbene si dia per scontato che queste disposizioni speciali di voto debbano applicarsi solo alle azioni privilegiate cumulative, l'esclusione delle emissioni non cumulative ci sembra del tutto illogica. I loro detentori hanno certamente una ragione maggiore per richiedere la rappresentanza in caso di mancato pagamento, perché non hanno alcun diritto di recuperare in futuro i dividendi perduti. A nostro avviso, dovrebbe essere stabilito come principio finanziario che *qualsiasi* azione privilegiata che già non stia pagando il suo dividendo per intero debba avere una rappresentanza separata nel Consiglio di amministrazione. D'altro canto, non riteniamo opportuno privare le azioni ordinarie di ogni rappresentanza quando i dividendi privilegiati non vengono pagati. Il completo dominio del consiglio da parte degli azionisti privilegiati può portare ad alcune pratiche decisamente ingiuste nei confronti delle azioni ordinarie: per esempio, la perpetuazione del controllo da parte delle azioni privilegiate sotto la forma dell'inutile astensione dal pagare per intero i dividendi arretrati. Una minoranza attenta nel Consiglio di amministrazione, anche se impotente nel voto effettivo, può avere un ruolo importante nel prevenire pratiche ingiuste o non corrette.

Un canone generale in merito al potere di voto. Dalla discussione precedente è possibile formulare facilmente un canone generale in merito al potere di voto. La disposizione standard dovrebbe dare a ogni emissione privilegiata e a ogni emissione ordinaria il diritto separato di *eleggere alcuni amministratori in tutte le circostanze*.⁵ Sarebbe logico che le azioni ordinarie eleggano la maggioranza del consiglio fintantoché i dividendi privilegiati fossero regolarmente pagati, e altrettanto logico che ogni volta che il dividendo completo non fosse pagato, su un'emissione privilegiata cumulativa o non cumulativa, il diritto di scegliere la maggioranza del consiglio debba passare agli azionisti privilegiati.⁶

5. Per quanto siamo stati in grado di determinare, tali problemi sono relativamente rari. Si veda, tuttavia, la privilegiata North American Company e la nuova azione privilegiata di Ogden Corporation (successore di Utilities Power and Light Corporation). Sembra probabile che altri problemi di questo tipo saranno imminenti sotto gli auspici della SEC. Sull'argomento generale dei diritti di voto degli azionisti privilegiati, si veda W. H. S. Stevens, "Voting Rights of Capital Stock Shareholders", XI *The Journal of Business of the University of Chicago*, 311-348, ottobre 1938.

6. La sezione 216-12(a) del Cap. X del Bankruptcy Act del 1938 apparentemente richiede che alle azioni privilegiate emesse ai sensi di tale legge venga concesso il diritto di eleggere alcu-

Un'adeguata protezione per le emissioni privilegiate dovrebbe richiedere che il controllo del voto passi ai titolari non solo in caso di inadempienza nei dividendi ma anche di mancato pagamento della quota di ammortamento o di mancato mantenimento del capitale circolante aziendale al livello previsto dal regolamento. Alcune emissioni, per esempio quelle di Bayuk Cigars e A. G. Spalding, garantiscono questo triplice diritto di tutela agli azionisti privilegiati. A nostro avviso, questa pratica dovrebbe essere lo standard anziché l'eccezione.

Il valore del controllo del voto da parte delle azioni privilegiate può essere messo in discussione. Considerando la questione in modo realistico, si deve ammettere che l'attribuzione del controllo del voto ai titolari di un'emissione privilegiata non si rivela necessariamente vantaggiosa per loro. In alcuni casi, forse, non si può fare un uso efficace di questo privilegio; in altri casi i titolari sono troppo inerti o troppo mal consigliati, per proteggere i propri interessi, anche se hanno il potere di farlo. Queste limitazioni pratiche possono essere illustrate da un caso esemplare, vale a dire la Maytag Company.

Nel 1928 questa impresa (che produceva lavatrici) è stata ricapitalizzata e ha emesso i seguenti titoli:

- 100.000 azioni privilegiate cumulative di primo livello da 6\$.
- 320.000 azioni cumulative con preferenza (privilegio di secondo livello) da 3\$.
- 1.600.000 azioni ordinarie.

Circa l'80% di tutte queste azioni è stato ricevuto dalla famiglia Maytag. Mediante i banchieri d'investimento vendettero al pubblico loro partecipazioni nelle privilegiate di primo e secondo livello.

Ciò fruttò loro individualmente (cioè, non alla società) la somma di circa 20.000.000 di dollari. Mantenevano il controllo dell'attività attraverso la proprietà delle azioni ordinarie. Lo statuto prevedeva che nessuna delle emissioni privilegiate avrebbe avuto diritto di voto, a meno che non fossero stati inadempiti quattro dividendi trimestrali su una delle due. In tal caso entrambe le emissioni, votando insieme come un'unica classe, avrebbero avuto il diritto di eleggere la maggioranza dei consiglieri.

Nel 1932 i dividendi furono omessi su entrambe le classi di azioni privilegiate. Il controllo del voto, di conseguenza, passò ai titolari di

ni amministratori in caso di inadempienza nei dividendi.

queste emissioni all'inizio del 1933. Stranamente, l'unica modifica apportata durante il periodo 1932-1933 nel Consiglio di amministrazione fu la *dimissione* dell'unico membro che, in quanto socio di una delle banche emittenti, aveva presumibilmente rappresentato gli azionisti privilegiati. Tutti i cinque consiglieri rimasti erano funzionari operativi e strettamente identificati con la proprietà delle azioni ordinarie. Nel frattempo, il prezzo delle due emissioni privilegiate era sceso rispettivamente a 15 e 3%, rispetto ai prezzi di offerta originali di 101 e 50.

Esaminando la situazione, vediamo i proprietari privati di un'azienda vendere un credito privilegiato sui suoi profitti per una somma molto elevata, che hanno trattenuto individualmente. Per proteggere la quota del pubblico nella società, alle emissioni privilegiate fu concesso il controllo del voto in caso di mancato pagamento dei dividendi. Questo evento si verificò e con esso un calo catastrofico del valore delle azioni. Ma il nuovo controllo del voto non fu esercitato e il Consiglio di amministrazione rimase dominato, ancora più completamente di prima, da coloro che possedevano le azioni ordinarie.

Il parere di Wall Street nei confronti di questo episodio fu che, poiché il management della società era onesto e capace, un cambiamento nella direzione sarebbe stato inutile e persino poco saggio. A nostro avviso, questo ragionamento non coglie il punto fondamentale. Senza dubbio il *management in carica* dovrebbe rimanere immutato; probabilmente – anche se non certamente – i consiglieri che rappresentano le azioni privilegiate, in questioni che riguardano le emissioni senior, seguirebbero le stesse politiche finanziarie che sarebbero adottate da un consiglio che si identifichi con le azioni ordinarie. Ma il nocciolo della questione è che queste decisioni dovrebbero essere effettivamente prese da un Consiglio di amministrazione la cui maggioranza sia stata selezionata dagli azionisti privilegiati in conformità con i loro diritti. Indipendentemente dal fatto che un cambiamento nel consiglio si traduca in un cambiamento di politica, i consiglieri dovrebbero essere scelti come previsto negli articoli dello statuto. Altrimenti, persuadono l'acquirente delle azioni privilegiate a credere di avere delle tutele che in realtà sono inesistenti.⁷

Procedura raccomandata in casi del genere. Secondo gli autori, la procedura corretta in casi come la situazione Maytag è perfettamente chiara. I titolari di azioni privilegiate individualmente non hanno mezzi sod-

7. Va aggiunto che il pagamento dei dividendi sulle privilegiate Maytag 6\$ è stato ripreso nell'ottobre 1933 e i dividendi cumulati sono stati rilasciati nel 1934.

disfacenti per procedere con la nomina e l'elezione dei consiglieri che li rappresentino. Questo compito dovrebbe essere demandato alle banche emittenti, che dovrebbero assolverlo coscienziosamente. Dovrebbero: (1) ottenere un elenco degli azionisti privilegiati registrati, (2) informarli dei loro nuovi diritti di voto e (3) raccomandare loro una lista di consiglieri e chiedere ai loro delegati di votare per questi candidati. I consiglieri suggeriti, ovviamente, dovrebbero essere il più qualificati possibile per i loro incarichi. Devono essere liberi da qualsiasi grande interesse o stretta affiliazione con le azioni ordinarie e sarebbe auspicabile che fossero loro stessi sostanziali possessori di azioni privilegiate (nel caso di azioni privilegiate emesse per ristrutturazione, potrebbe non esserci una banca emittente che prenda l'iniziativa, ma ciò potrebbe essere fatto dagli stessi enti precedentemente attivi per conto dei detentori di titoli nella riorganizzazione stessa).

È del tutto possibile, tuttavia, che i consiglieri scelti dagli azionisti privilegiati siano incompetenti o per altri motivi non riescano a rappresentare correttamente i loro interessi. Ma questo non è un argomento valido contro il possesso e l'esercizio del potere di voto da parte degli azionisti privilegiati. La stessa obiezione si applica ai diritti di voto degli azionisti ordinari e dei cittadini. Il rimedio non è la privazione dei diritti ma l'educazione degli azionisti. Come abbiamo già sottolineato, una combinazione di adeguate disposizioni di controllo del voto per le azioni privilegiate e del loro uso rapido ed efficace potrebbe ampiamente superare gli svantaggi inerenti l'assenza di un diritto legale incondizionato a ricevere dividendi. Ma finché *entrambe* queste condizioni non saranno soddisfatte, dobbiamo continuare a sottolineare la superiorità pratica per gli investitori della *forma* obbligazionaria rispetto alla forma azionaria privilegiata.

Mantenimento di un adeguato capitale junior. Desideriamo richiamare l'attenzione, infine, su un requisito di tutela sia per gli obbligazionisti sia per gli azionisti privilegiati, che è tecnicamente di grande importanza ma che spesso non viene preso in considerazione nei contratti o nelle disposizioni statutarie. Il punto a cui si fa riferimento è il mantenimento di una quantità adeguata di capitale junior. Abbiamo precedentemente sottolineato il principio secondo cui tale capitale junior è una condizione indispensabile per qualsiasi investimento solido a valore fisso. Nessun prestito potrebbe essere prudentemente concesso a un'azienda al 3 o 4% di interesse, a meno che l'azienda non renda in misura considerevole oltre l'importo preso in prestito. Questo è ele-

mentare e ben compreso. Ma generalmente non ci si rende conto che le leggi sulle società consentono sostanzialmente il ritiro di tutto il capitale e le riserve dopo che il prestito è stato concesso. Ciò può essere fatto tramite la procedura legale di riduzione del capitale a una somma nominale e distribuzione dell'importo della riduzione agli azionisti. I creditori non sono in grado di impedire tale manovra a meno che non siano specificamente protetti contro di essa nel loro contratto di prestito.

Pericolo insito nel diritto di ridurre il capitale dichiarato. Cerchiamo di chiarire questo punto con un esempio ipotetico. Una società è impegnata nell'attività di prestito di denaro su conti rateali. Dispone di 2.100.000 dollari di capitale e riserve. Apparentemente allo scopo di espandere la sua operatività, prende in prestito 2.000.000 di dollari tramite il collocamento di un'emissione obbligazionaria a 20 anni al 5%.

Gli utili e il capitale azionario sembrano fornire una protezione sufficiente per le obbligazioni. Successivamente il business si riduce e la società ha una notevole quantità di denaro inutilizzato. Gli azionisti votano per ridurre il capitale a 100.000 dollari (in teoria potrebbe essere ridotto a 1 dollaro) e ricevono in cambio 2.000.000 di dollari in contanti, a titolo di restituzione del capitale.

In effetti gli azionisti hanno recuperato il loro capitale con il denaro fornito dagli obbligazionisti, ma mantengono la proprietà e il controllo del business assieme al diritto di ricevere tutti i profitti superiori al 5%. Gli obbligazionisti si trovano nella posizione assurda di aver fornito tutto il capitale e di aver quindi assunto tutto il rischio di perdita, senza alcuna quota dei profitti oltre l'interesse ordinario. Un simile sviluppo sarebbe estremamente ingiusto, ma apparentemente può essere legalmente attuato, a meno che l'atto di emissione obbligazionaria non lo impedisca specificatamente, stabilendo che non possano essere effettuate distribuzioni agli azionisti che riducano il capitale e le riserve al di sotto di un certo importo.

La rimozione del "cuscinetto" degli obbligazionisti tramite il suo prelievo diretto in contanti – come nel nostro esempio ipotetico – è un evento raro, forse senza precedenti. Ma una situazione corrispondente si verifica effettivamente nella pratica attraverso una combinazione di grandi perdite operative seguite da una riduzione del capitale, per eliminare il conseguente deficit di bilancio.

Esempi: nel Capitolo 38 facciamo riferimento a uno straordinario esempio di questo tipo, vale a dire il caso Interborough-Metropolitan. Qui il capitale statutario fu ridotto dall'iniziativa degli azionisti per eliminare un enorme perdita nel conto economico. Dopo questa inizia-

tiva, utili di carattere decisamente temporaneo furono distribuiti sotto forma di dividendi, invece di essere conservati a beneficio degli obbligazionisti, che in seguito hanno subito una perdita enorme. Per effettuare la riduzione del capitale rispettando le leggi allora vigenti, si ricorse a una "fusione" con una società fittizia. Lo stesso artificio è stato utilizzato più volte da allora in relazione a schemi di ricapitalizzazione, come per esempio quelli di Central Leather Company nel 1926 e Kelly-Springfield Tire Company nel 1932.

Come risultato delle perdite subite durante la depressione degli anni '30, gli azionisti hanno votato numerose riduzioni di capitale. Queste azioni sono state intraprese senza consultare gli obbligazionisti. La maggior parte di quelle riduzioni è stata effettuata tramite conversioni da azioni senza valore nominale ad azioni con un valore nominale basso. Spesso ciò è stato accompagnato da svalutazioni di attività immateriali o riduzioni di attività fisse. Tali svalutazioni dei valori delle attività, da una parte dello stato patrimoniale e del capitale dall'altra, non hanno particolare importanza dal punto di vista degli obbligazionisti, tranne forse per il fatto che possono permettere di stabilire oneri di ammortamento eccessivamente bassi e quindi pagamenti di dividendi eccessivamente generosi. Ma nella maggior parte di questi casi un importo sostanziale è stato effettivamente trasferito dal capitale alle riserve e quindi reso disponibile per assorbire future perdite operative e per facilitare la ripresa del pagamento dei dividendi prima che le perdite passate fossero state recuperate.

Per esempio, Remington Rand, Inc., ha modificato le sue azioni ordinarie da "prive del valore nominale" a 1 dollaro di valore nominale e quindi, insieme all'annullamento delle azioni detenute dalla società stessa, ridusse il valore dichiarato delle azioni ordinarie da 17.133.000 dollari a 1.291.000 dollari. Utilizzò 7.800.000 dollari di questa riduzione per svalutare le sue attività immateriali, 2.300.000 dollari aggiuntivi per svalutare il suo valore netto degli impianti e 400.000 dollari per svalutazioni e riserve varie. Ciò fece sì che circa 5.350.000 dollari fossero effettivamente trasferiti dal capitale alle riserve. Allo stesso modo, il valore nominale delle azioni privilegiate da 6 dollari della Lexington Utilities fu ridotto nel 1935 da 100 a 25 dollari ad azione, senza alcuna modifica al dividendo o ad altri diritti significativi, al solo scopo di eliminare un deficit di capitale e consentire la ripresa dei dividendi privilegiati. Questa azione distrusse circa tre quarti del margine sul debito finanziato, di cui gli obbligazionisti avevano in precedenza il diritto di godere prima che i dividendi potessero essere pagati. Negli

anni successivi furono erogate ingenti somme in dividendi privilegiati che altrimenti sarebbero state trattenute o investite per compensare il "cuscinetto" degli obbligazionisti.

Riduzioni simili furono effettuate da New York Shipbuilding Corporation; Servel, Inc.; Warner Brothers Pictures, Inc.; H. F. Wilcox Oil and Gas Company; Thermoid Company. La National Acme Company ridusse il valore nominale del suo capitale azionario due volte, da 50 dollari a 10 dollari nel 1924 e da 10 dollari a 1 dollaro nel 1933. Il risultato fu una contrazione del suo capitale dichiarato da 25.000.000 dollari a 500.000 dollari. Nel caso di Capital Administration Company, non solo fu ridotto il valore dichiarato delle azioni ordinarie, ma alle azioni privilegiate cumulative da 3 dollari fu assegnato un valore nominale fittiziamente basso di 10 dollari.

Alcune emissioni protette da questo pericolo. Fortunatamente per i detentori di obbligazioni, in alcuni di questi casi gli atti di costituzione contengono disposizioni che proibiscono dividendi o altre distribuzioni agli azionisti a meno che non vi sia un margine adeguato di risorse al di sopra dell'indebitamento. Nel caso delle obbligazioni non garantite Remington Rand 5½%, i termini dell'atto di costituzione fornivano una triplice protezione, vale a dire:

1. I dividendi in contanti possono essere pagati solo con surplus di utili adeguato.
2. I dividendi in contanti possono essere pagati solo se le attività materiali nette dopo la deduzione del dividendo in questione sono pari ad almeno il 175% del debito finanziato.
3. Nessuna azione può essere ritirata, per un importo superiore a 3.500.000 dollari, se non con capitale versato aggiuntivo o utili in eccedenza.

L'ultima disposizione è rivolta contro la riduzione del capitale junior tramite l'acquisto di azioni privilegiate o ordinarie. Sarebbe più efficace se proibisse l'*acquisizione* (piuttosto che il *ritiro*) delle azioni proprie della società.

Disposizioni protettive di questi vari tipi compaiono in molti ma non in tutti i regolamenti di emissione (sono assenti, per esempio, nel caso delle obbligazioni di Lexington Utilities, New York Shipbuilding e Servel, per nominare tre delle società che hanno ridotto il loro capitale statutario con il voto degli azionisti). Dalla discussione precedente, dovrebbe essere chiaro che questi patti sono essenziali per la corretta

salvaguardia di un'emissione obbligazionaria. Le case emittenti coscienziose e gli investitori intelligenti dovrebbero insistere sulla loro inclusione in tutti i regolamenti di emissione.⁸

La posizione anomala delle azioni privilegiate in questa connessione. La posizione delle azioni privilegiate in questa faccenda è alquanto peculiare. I loro detentori hanno lo stesso interesse degli obbligazionisti nel mantenimento di una quantità adeguata di capitale junior. Ma le perdite che comportano un deficit di stato patrimoniale impediranno legalmente il pagamento non solo dei dividendi ordinari ma anche dei dividendi privilegiati. Quindi è probabile che gli azionisti privilegiati desidereranno fortemente una riduzione del valore statutario delle azioni ordinarie, che eliminerà la perdita in conto economico e consentirà la ripresa dei dividendi sulle loro azioni. In tali casi, il loro interesse nel mantenere una quantità adeguata di capitale junior è compensato dal loro maggior desiderio di rendere possibili i dividendi (alla fine del 1921, per esempio, le perdite subite da Montgomery Ward avevano creato una perdita nel conto economico di 7.700.000 dollari, che aveva costretto alla sospensione del dividendo privilegiato. Di conseguenza, i detentori di questa emissione accolsero con favore una riduzione del valore statutario delle azioni ordinarie da 28.300.000 dollari a 11.400.000 dollari, che eliminò il deficit di stato patrimoniale e, quindi, consentì la ripresa dei dividendi privilegiati e il rilascio di quelli cumulati).

Questa situazione è stata anche sfruttata dagli azionisti ordinari per costringere gli azionisti privilegiati a grandi concessioni a seguito di una perdita in conto economico. Un esempio noto è il piano di ristrutturazione della Central Leather, che portò alla formazione di una società successore, la United States Leather. Come contropartita del loro voto a favore della riduzione del capitale statutario, gli azionisti ordi-

8. Da quando è stato scritto nel 1934, è diventata prassi comune includere tali garanzie nei nuovi contratti obbligazionari. Non solo c'è un divieto di riduzione del capitale statutario, ma c'è anche una tendenza a "congelare" le riserve al momento dell'emissione obbligazionaria, anche se spesso con un certo margine di manovra. Esempi: i regolamenti di emissione delle obbligazioni di primo livello Youngstown Sheet and Tube 4% e delle non garantite 3½% limitano le distribuzioni di denaro agli azionisti alla somma tra gli utili ottenuti a partire dal 31 dicembre 1935, più 5.000.000 di dollari. Nel caso dell'obbligazione di primo livello e collaterale Koppers Company 4%, scadenza 1951, le distribuzioni sono limitate agli utili dal 1° gennaio 1936, più i proventi del collocamento di azioni aggiuntive.

nari costrinsero i titolari privilegiati a rinunciare ai loro dividendi arretrati e a ridurre il loro diritto cumulativo ai dividendi futuri.⁹

Le azioni privilegiate necessitano sia di specifiche disposizioni protettive sia di potere di voto per la loro protezione. Queste considerazioni confermano le nostre critiche espresse in precedenza sulla forma delle azioni privilegiate come mezzo di investimento. Non è particolarmente difficile salvaguardare queste emissioni dal ritiro del capitale junior: ciò avviene frequentemente e dovrebbe avvenire sempre.¹⁰ Ma gestire in modo soddisfacente dal punto di vista degli azionisti privilegiati le condizioni che determinano una perdita in conto economico è una questione difficile. Richiede, soprattutto, il controllo completo delle politiche della società da parte degli amministratori che rappresentano l'emissione privilegiata. Ciò serve a sottolineare l'importanza di un adeguato potere di voto per gli azionisti privilegiati in caso di mancato pagamento dei dividendi.

9. La ricapitalizzazione della International Paper and Power Company del 1937, cui si fa riferimento nella nota 2 di questo capitolo, comportò un sacrificio simile da parte degli azionisti privilegiati. Fu approvato dalla SEC con notevoli scrupoli e fu citato dal Commissario Frank come esempio deplorabile nel suo vigoroso e lungo dissenso dall'ordine della Commissione del 30 gennaio 1939, che approvava l'emissione di azioni privilegiate al 6% della North American Company.

In questo dissenso, egli avanza l'interessante suggerimento secondo cui gli azionisti privilegiati possono sfuggire al dilemma di cui abbiamo discusso se il valore dichiarato delle azioni ordinarie viene ridotto a un valore basso e si crea così un'ampia riserva speciale di capitale, alla quale potrebbero essere addebitate perdite che altrimenti si tradurrebbero in una compromissione del capitale. Insieme a questo espediente c'è il suggerimento che, quando si è verificata una riduzione sostanziale di questa riserva speciale di capitale, il controllo del voto dovrebbe passare alle azioni privilegiate.

10. Ad esempio, lo statuto della General American Investors Company, Inc., proibisce qualsiasi dividendo o altra distribuzione alle azioni ordinarie che riduca il patrimonio netto al di sotto di 150 dollari per azione di azioni privilegiate. Lo statuto di Interstate Department Stores, Inc., richiede il consenso dei titolari di due terzi delle azioni privilegiate per qualsiasi distribuzione ai titolari di azioni ordinarie di capitale o riserve risultante da qualsiasi riduzione statutaria del capitale.