

Appendice

NOTA 1

ABBOT LABORATORIES

Anno	Prezzo per azione ¹		Utile per azione ¹	(Dividendo) Pagato per azione ¹
	Massimo	Minimo		
1929	12	9	1,17\$	0,36\$
1930	11	9	0,8	0,57
1931	9	6	0,67	0,60
1932	8	4	0,50	0,54
1933	10	5	0,90	0,48
1934	14	10	1,48	0,56
1935	40	19	1,77	0,95
1936	55	31	2,10	1,97
1937	53	34	2,38	2,00
1938	58	34	2,31	1,62
1939	72	53	2,61*	2,05

1 Cifre modificate per riflettere la situazione alla fine del 1939 tenendo conto dei dividendi azionari del 331/3%, 200% e 5% pagati rispettivamente nel 1935, 1936 e 1939.

* Gli utili sul numero medio di azioni in circolazione nel 1939 furono di circa 2,90 dollari ad azione.

AMERICAN HOME PRODUCTS CORPORATION

Anno	Prezzo per azione		Utile per azione	(Dividendo) Pagato per azione ¹
	Massimo	Minimo		
1929	86	40	5,47\$	3,55\$
1930	70	47	5,49	4,20
1931	64	37	5,52	4,20
1932	51	25	3,93	4,20
1933	43	25	2,97	3,25
1934	36	26	3,02	2,40
1935	38	29	2,57	2,40
1936	52	37	3,81	2,50
1937	52	32	3,88	2,60
1938	46	31	3,75	2,40
1939	60	42	5,23	2,65

THE LAMBERT COMPANY

Anno	Prezzo per azione		Utile per azione	(Dividendo) Pagato per azione
	Massimo	Minimo		
1926	72	40	4,58\$	1,75\$
1927	89	66	6,98	6,00
1928	136	80	8,92	6,50
1929	157	80	10,04	7,75
1930	113	71	9,52	8,00
1931	88	40	8,23	8,00
1932	57	25	5,08	7,00
1933	41	19	2,99	4,00
1934	31	22	2,96	3,00
1935	29	21	2,03	2,75
1936	27	16	1,70	2,00
1937	24	10	1,54	2,00
1938	17	9	1,71	1,50
1939	18	14	1,69	1,50

NOTA 2

Le 'Frisco 6% privilegiate caddero a 4½ nel 1931 e a 1 dollaro per azione nel 1932, anno in cui la ferrovia entrò in amministrazione controllata. Il titolo deve essere liquidato in base al piano di ristrutturazione della strada dell'esaminatore I.C.C.

Le obbligazioni Owens-Illinois Glass Co. furono richiamate l'anno successivo (luglio 1933) a 101¼.

Le azioni Wright Aeronautical salirono a 32¾ nel 1925 e spettacolarmente a 299 nel 1929 prima di un pagamento del dividendo azionario del 100% in quell'anno. La nuova azione crollò a 3¾ nel 1932 (equivalenti a 7¾ sulla vecchia base). Si riprese in un modo che suggeriva una manipolazione a 140¾ nel 1936 (equivalente a 281½ sulla vecchia base), un prezzo che si dimostrò incapace di recuperare nel 1939 nonostante gli utili notevolmente aumentati grazie agli ordini di guerra. Un trend in forte aumento degli utili per gli anni 1935-1939, unito al business bellico contabilizzato e prospettico, potrebbe spiegare il fatto che le azioni alla fine del 1939 scambiavano a trentacinque volte gli utili medi per il 1935-1939.

Nei sei anni successivi le obbligazioni I.R.T. ricevettero il 7% annuo a titolo di interessi e quasi l'1,7% annuo applicato al capitale. Nel 1939 la città di New York stipulò un contratto per acquistare le proprietà I.R.T. a condizioni per realizzare l'87½% del capitale non pagato ai portatori di obbligazioni e l'82½% del capitale dei portatori di obbligazioni al 5%, pagabili in obbligazioni New York City al 3% (azioni societarie). A nostro avviso, l'ampia garanzia retrostante le obbligazioni dava loro diritto al rimborso alla pari. Tuttavia, l'acquirente delle obbligazioni al 7% nel 1933 avrebbe ottenuto risultati sostanzialmente migliori rispetto a quelli di un acquirente delle obbligazioni al 5% allo stesso prezzo. Supponendo che il pagamento in obbligazioni New York City avesse valso il valore nominale, il totale ricevuto dai portatori di obbligazioni, inclusi gli interessi, sarebbe stato di circa 1.340 dollari per ogni obbligazione da 1.000 dollari contro circa 1.125 dollari per obbligazione al 5%.

La Paramount Pictures pagò 12 dollari di dividendi accumulati sulla privilegiata di primo livello nel dicembre 1936. Da allora continuò a pagare regolarmente dividendi su quell'emissione, ma non pagò dividendi sull'azione ordinaria fino al 1939. All'inizio del 1937 sia la privilegiata di primo livello sia l'azione ordinaria godettero di un sostanziale aumento di prezzo ma più avanti nell'anno la privilegiata fu scambiata a un premio sostanziale rispetto all'ordinaria, una condizione che è generalmente prevalsa da allora.

NOTA 3

AZIONI A BASSO COSTO CONTRO AZIONI CARE

Nel 1936 e nel 1938, sotto la direzione degli autori, è stato fatto uno sforzo per testare la performance relativa delle azioni scambiate a un multiplo elevato degli utili dell'anno precedente e di quelle scambiate a un multiplo basso di tali utili. Sono stati condotti otto studi separati, al 1° marzo di ogni anno dal 1924 al 1931. Tutte le azioni industriali quotate alla Borsa di New York sono state ordinate in base al rapporto tra il prezzo del 1° marzo e gli utili dell'anno precedente (sono state escluse le società con anni fiscali che non terminano il 31 dicembre e quelle che hanno ottenuto per meno di 1 dollaro per azione nell'anno precedente). Delle società rimanenti, sono stati quindi presi i quartili superiore e inferiore per un successivo confronto. In media, il quartile

superiore è stato scambiato originariamente a circa tre volte in più in relazione agli utili rispetto al quartile inferiore.

I fattori studiati includevano le variazioni successive del prezzo di mercato e le conseguenti dichiarazioni degli utili e i pagamenti di dividendi. Abbiamo cercato di determinare se l'acquirente di azioni con multiplo elevato ("caro") o multiplo basso ("economico") avrebbe ottenuto risultati migliori dal punto di vista di (1) variazione di prezzo futura più incasso di dividendi e (2) utili futuri in rapporto al prezzo pagato. I test sono stati effettuati al 1° marzo di ogni anno successivo alla data iniziale selezionata.

Per risparmiare spazio, i risultati dettagliati del nostro studio non sono forniti qui. Nel complesso sono inconcludenti, in quanto non indicano un vantaggio costante di cui goda un gruppo o l'altro. In ogni caso, si possono trarre inferenze a favore delle azioni scambiate a un basso multiplo degli utili dell'anno precedente. Sebbene le azioni care abbiano poi migliorato i loro utili e dividendi rispetto al gruppo più economico, il che era prevedibile, questo miglioramento non sembra essere abbastanza grande (su un periodo di otto anni) da compensare il premio iniziale pagato per queste emissioni. Né la loro migliore performance è stata sufficientemente sostenuta, negli anni buoni e cattivi, da garantire che *alla fine* si sarebbero rivelate più convenienti delle azioni economiche.

Si ringrazia il signor Irving Kahn per il suo aiuto in questo studio.

NOTA 4

Una parte della storia finanziaria della U.S. Express Co. mostra come la conversione della proprietà dalla forma azionaria alla forma obbligazionaria abbia trovato acquirenti per i nuovi titoli che erano sia meno sicuri sia meno redditizi dell'emissione azionaria.

Nel 1918 i soli attivi patrimoniali della società consistevano in un edificio al numero 2 di Rector Street, New York City, e vari immobili di valore relativamente basso. La proprietà di queste attività era rappresentata da 100.000 azioni che scambiavano a 15 dollari ad azione. L'anno seguente l'edificio di Rector Street fu venduto per 3.725.000 dollari, con l'acquirente che finanziò l'acquisto in parte tramite la vendita alla pari di obbligazioni di primo grado da 3.000.000 di dollari garantite da un privilegio sull'edificio. Dopo aver ceduto le altre attività, la U. S. Express Co. pagò dividendi di liquidazione ai suoi azionisti pari a 39,25 dollari per azione.

C'è un netto contrasto tra il valore essenziale delle azioni della U. S. Express Co. a 15 e di queste obbligazioni alla pari. Gli acquirenti delle prime pagavano l'equivalente di 1.500.000 dollari per la *titolarità completa* della proprietà di Rector Street, più le altre attività. Gli acquirenti delle seconde pagavano 3.000.000 di dollari per un *interesse limitato* nella sola proprietà di Rector Street. Ovviamente le azioni a 15 erano un impegno più sicuro e più attraente rispetto alle obbligazioni alla pari. Apparentemente il pubblico considerava le azioni come una speculazione e le obbligazioni, che rappresentavano solo una quota di interesse nelle attività retrostanti le azioni, come un investimento. Una parte della spiegazione di questa anomalia risiedeva probabilmente nell'influenza magica del titolo "obbligazione".

Per un'esposizione più dettagliata di questo esempio, con riferimenti alla fonte, si vedano le pagine 617-618 dell'edizione del 1934 di quest'opera. Un'illustrazione più recente di questo principio è fornita dalla storia del Court-Livingston Office Building a Brooklyn. Dopo la preclusione del primo mutuo originale, la titolarità della proprietà (tranne per quanto riguarda alcuni terreni in locazione) era rappresentata da 3.880 azioni. All'inizio del 1939 le azioni erano quotate a 30 dollari per azione, indicando un valore totale di 116.400 dollari per le attività della società. A quel tempo, tuttavia, deteneva circa 180.000 dollari in liquidità. Nell'aprile del 1939 la proprietà fu venduta per 250.000 dollari e gli azionisti ricevettero in seguito circa 110 dollari ad azione in liquidazione dei loro interessi. L'acquirente ipotecò 285.000 dollari con una cassa di risparmio, coprendo l'intera proprietà, incluso il terreno precedentemente affittato. L'obbligo di affitto esistente su parte del lotto rende questo esempio meno chiaro rispetto al caso dell'edificio della U. S. Express. Ma il fatto che le azioni Court-Livingston siano state scambiate a un prezzo molto inferiore alle riserve di cassa disponibili mostra la straordinaria sottovalutazione derivante dall'uso della forma azionaria in condizioni in cui la forma obbligazionaria è il mezzo di finanziamento usuale e prevedibile.

NOTA 5

Gli American Certificates che rappresentano un valore nominale di 5,36 dollari (ai tassi di cambio di allora) delle obbligazioni di partecipazione 5% di Kreuger and Toll Co., con scadenza facoltativa nel 2003, furono venduti sul mercato americano a 28,14 dollari ciascuno. Le se-

guenti caratteristiche giustificavano la classificazione dell'emissione come azione ordinaria:

1. Le obbligazioni sottostanti maturavano interessi al 5%, pagabili annualmente, e davano diritto a interessi aggiuntivi al tasso dell'1% per ogni 1% di cui il dividendo pagato o dichiarato sulle azioni ordinarie in qualsiasi anno fiscale superasse il 5%.
2. Il prezzo di emissione degli "American Certificates" era $5\frac{1}{4}$ volte il valore nominale delle obbligazioni correlate. Al tasso di interesse regolare (vale a dire, non partecipativo) del 5%, il rendimento sul prezzo di offerta sarebbe stato inferiore all'1%.
3. Il proprietario dipendeva, per ottenere un reddito ragionevole, dalla caratteristica partecipativa delle obbligazioni, e questa a sua volta era regolamentata dal dividendo pagato sulle azioni. Solo circa *un quinto* del rendimento e del valore del capitale di questo titolo poteva essere attribuito al contratto obbligazionario; i restanti quattro quinti avevano tutte le caratteristiche contingenti e variabili di un impegno in azioni ordinarie. Questa suddivisione può essere stabilita come segue:

(PER UNITÀ DI 20 CORONE SVEDESI)

Voce	Componente obbligazionaria	Componente azionaria	Totale
Capitale	5,36\$	22,78\$	28,14\$
Rendimento nel 1928	0,27	1,07	1,34

(N.b.: i dati sono in corone svedesi in quanto Kreuger and Toll Co. era una società di due ingegneri svedesi, N.d.T.).

NOTA 6

Una prova convincente del carattere da investimento dell'azione privilegiata National Biscuit Co. si trova nella cronologia dei prezzi e nello storico dei dividendi dell'emissione. Il dividendo annuale di 7 dollari per azione venne pagato regolarmente sin dall'organizzazione della società nel 1898. L'emissione non fu scambiata sotto la pari (100 dollari) dal 1907. La media dei prezzi massimi e minimi annuali per il 1908-1939 fu di 140,6, su cui il dividendo annuale di 7 dollari rese il 5%. Una

media simile per l'intera cronologia dell'emissione alla Borsa di New York (1899-1939) è di 132,75 e un rendimento del 5,27%. Questa media copre un intervallo di 79½ nel 1900 e 175 nel 1939. L'emissione fu scambiata un prezzo sotto la pari in soli cinque dei quarantuno anni da quando venne quotata per la prima volta.

NOTA 7

Venticinque milioni di dollari di Gold Bond di prima ipoteca Seaboard-All Florida Railway 6%, Serie A, con scadenza 1° agosto 1935, furono originariamente collocati nel 1925 a 98½e interessi. Le obbligazioni erano obbligazioni congiunte e solidali della Seaboard-All Florida Railway, della Florida Western & Northern Rail Road Co. e della East & West Coast Railway. Erano inoltre garantite da una garanzia incondizionata per quanto riguarda sia il capitale sia gli interessi, tramite l'approvazione della Seaboard Air Line Railway Co., che aveva affittato le proprietà delle diverse ferrovie a un canone netto annuo minimo pari agli interessi annui su tutte le obbligazioni in essere sotto ipoteca.

I proventi del collocamento di queste obbligazioni furono utilizzati principalmente per rimborsare le obbligazioni di primo mutuo in sospeso delle ferrovie locatrici e per costruire circa 217 miglia di nuovi binari lungo le coste orientali e occidentali della Florida. Pertanto, le obbligazioni avevano un privilegio di primo grado su circa 475 miglia di linee di nuova costruzione e operative. La Seaboard-All Florida Railway passò nelle mani dei curatori fallimentari il 2 febbraio 1931, in seguito alla procedura fallimentare per la Seaboard Air Line Railway Co. e a un inadempimento degli interessi dovuti su queste obbligazioni.

Sebbene gli acquirenti di queste obbligazioni avessero fornito 24.625.000 dollari per sostenere i costi di acquisizione e costruzione delle proprietà ferroviarie in Florida, nel dicembre 1931 le loro obbligazioni venivano scambiate a un prezzo minimo di 1 centesimo per dollaro, con il mercato che stimava il valore del loro investimento a soli 250.000 dollari. Alla fine del 1939 la stima era salita a 940.000 dollari, ovvero 3,875 centesimi per dollaro.

NOTA 8

Vi fu inadempimento sugli interessi dell'obbligazione ipotecaria di primo livello 4% della Bush Terminal Co., in scadenza nel 1952, e sulle obbligazioni ipotecarie consolidate 5% della società, in scadenza nel 1955, nel 1933. Ci furono anche inadempienze sui pagamenti del fondo di ammortamento. Tutti i default furono sanati durante le procedure di ristrutturazione e gli emittenti ne uscirono impregiudicati. Diversi altri esempi di questo trattamento relativamente raro di emissioni in default sono riportati alle pagine 637-638 dell'edizione del 1934 di quest'opera.

NOTA 9

Vi fu inadempimento su capitale e interessi sulle obbligazioni consolidate di primo livello della Chicago & Eastern Illinois R.R. Co. 6%, scadenza il 1° ottobre 1934, rispettivamente nel 1934 e nel 1935. Il piano di ristrutturazione perfezionato nel 1940 prevedeva il pagamento alla pari per cassa e interessi al 4% fino alla data di pagamento.

Nel 1932 vi fu inadempimento sugli interessi sulle obbligazioni ipotecarie di primo livello della Price Bros. Co. Ltd., 6% scadenza 1943. Nel 1937 i titolari ricevettero il valore nominale e gli interessi maturati fino alla data di pagamento.

Altri esempi sono forniti a pagina 638 dell'edizione del 1934 di quest'opera.

NOTA 10

Missouri, Kansas & Texas Railway Company passò nelle mani dei curatori fallimentari nel 1915. Prima di allora, le obbligazioni di primo livello 4% scadenti nel 1990 erano state scambiate a un prezzo massimo di 104¼ nel 1905 e verso la fine del 1914 a un prezzo massimo di 91⅞. Prima delle difficoltà finanziarie che portarono alla curatela fallimentare del 1915, lo storico di questa emissione era chiaramente quello di un'obbligazione da investimento di alta qualità. Durante gli undici anni dal 1903 al 1912 inclusi, il prezzo più basso a cui venne scambiata fu di 98½ (nel 1907, l'anno del panico).

Durante la prolungata curatela fallimentare, i pagamenti degli interessi furono differiti e le obbligazioni furono scambiate "flat" sul mercato. Sebbene il default tecnico fosse stato evitato, lo *status* da investimento dell'emissione svanì, le obbligazioni furono scambiate a un prezzo minimo di $52\frac{1}{8}$ durante la curatela fallimentare. Nel 1921, quando fu annunciato il piano di riorganizzazione, le obbligazioni furono scambiate a un prezzo minimo di 56, e solo nel 1927 riacquistarono una parvenza del loro precedente prestigio come emissione da investimento, scambiando a un prezzo superiore a 90. Quindi il privilegio di primo livello non protesce il detentore da un sostanziale declino del mercato durante il periodo delle difficoltà finanziarie. Lo stesso tipo di quadro è presentato dall'andamento delle obbligazioni di primo livello Brooklyn Union Elevated Rail Road 5%, scadenza 1950, descritto nel Capitolo 2 di questo testo. Si trattava di un privilegio sottostante su parti essenziali delle linee sopraelevate della Brooklyn Rapid Transit Co. che passò nelle mani dei curatori fallimentari il 31 dicembre 1918 e fu riorganizzata come Brooklyn-Manhattan Transit Corp. nel 1923. L'emissione fu classificata come investimento di primo grado dal 1903 al 1917 e non fu mai scambiata sotto i 90 durante questo periodo, fatta eccezione per il panico del 1907 quando scese a 85, e nel 1917 quando la curatela sembrava imminente. Sebbene l'emissione non fosse stata turbata dalla riorganizzazione, fu scambiata a un prezzo minimo di 55 nel 1920, mentre la curatela era ancora in vigore, e non riacquistò la sua precedente posizione fino al 1926, tre anni dopo la cessazione della curatela.

Le obbligazioni ipotecarie di primo livello Choctaw & Memphis Rail Road 5%, scadenza 1949, diventarono inadempienti sugli interessi il 1° luglio 1934. Nel 1938 e nel 1939 i prezzi di vendita più bassi furono, rispettivamente, 21 e 32. Ma il piano di ristrutturazione per la Chicago, Rock Island & Pacific Railway Co. Prevede sostanzialmente la loro emersione impregiudicata dalla procedura come un piccolo problema di fondo del sistema.

NOTA 11

ANDAMENTO DEI PREZZI DELLE OBBLIGAZIONI FERROVIARIE E DELLE
UTILITY PUBBLICHE NEL 1937-1938 IN RELAZIONE ALLA COPERTURA DA
PARTE DEGLI UTILI NEL 1936

A. Obbligazioni ferroviarie.

Le obbligazioni di 37 ferrovie quotate alla Borsa di New York e non in amministrazione controllata nel gennaio 1937 sono state classificate in base al fatto che hanno coperto con i loro profitti i loro oneri fissi più di 2 volte e mezza o meno di due volte nel 1936 (solo Atchison e Bangor & Aroostook hanno coperto i loro oneri *tra* 2 e 2 volte e mezza). Per ogni ferrovia è stata presa in considerazione un'emissione attiva che rappresenti il privilegio più junior. La seguente tabella riflette la performance media delle obbligazioni che rientrano in tre categorie:

Voce	Copertura degli interessi totali da parte degli utili nel 1936	Media per 1.000 dollari di obbligazioni		
		Tasso cedolare	1931-1938	
			Prezzo massimo	Prezzo minimo
Classe I: 7 ferrovie che pagano dividendi interessi coperti dagli utili oltre 2½ volte	4,68 volte	4,04%	112½	100%
Classe II: 12 ferrovie che pagano dividendi interessi coperti dagli utili per meno del doppio	1,50 volte	4,56%	105¾	64
Classe III: 18 ferrovie che non pagano dividendi interessi coperti dagli utili per meno del doppio	1,17 volte	4,44	93¾	29½

Solo un'emissione obbligazionaria di Classe I diminuì di prezzo di oltre il 10%: si trattava della Chesapeake & Ohio General 4½%, con scadenza nel 1992, che in seguito recuperò quasi tutta la perdita.

B. Obbligazioni di utility pubbliche.

Tutte le società di utility pubbliche solventi con obbligazioni quotate alla Borsa di New York sono state classificate in base al 1936, le spese fisse sono state coperte dagli utili meno di 1½ volte, tra 1½ volte e due volte e più di due volte. La seguente raccolta mostra la performance comparativa delle società nella prima e terza classe, con ciascuna società rappresentata da un'importante emissione obbligazionaria.

Voce	Copertura degli interessi totali da parte degli utili nel 1936	Media per 1.000 dollari di obbligazioni		
		Tasso cedolare	1931-1938	
			Prezzo massimo	Prezzo minimo
Classe I: 42 compagnie che nel 1936 hanno utili pari al doppio degli interessi	3,67 volte	3,93%	108¼	102¾
Classe II: 11 compagnie che nel 1936 hanno utili pari a meno di 1½ gli interessi	1,29 volte	5,16%	90⅞	61¼

Delle 42 emissioni della Classe I, solo 5 sono scese di oltre il 10%. Tutte queste si sono poi riprese entro tre punti dal loro massimo del 1937 o più. Delle 11 emissioni della Classe II, solo una non è scesa di oltre il 10%. Si trattava dell'obbligazione della Saguenay Power Co., controllata dalla Aluminum Ltd. of Canada e che gode di alcune garanzie da parte della potente Aluminum Co. of America.

NOTA 12

Per dettagli più completi sui seguenti esempi, vedere le pagine 640-641 dell'edizione del 1934 di quest'opera.

1. La Gulf States Steel Co., che collocò un'emissione di obbligazioni non garantite al 5½% nel 1927 a 98¾ e ulteriori obbligazioni della stessa emissione nel 1930, coprì gli oneri del 1929 su di esse con i suoi utili in media 4,88 volte nel 1922-1929. La copertura minima durante quel periodo era di 3½ volte nel 1926. Ma la società fu già in perdita prima degli interessi nel 1930-1932 e le obbligazioni scesero a un minimo di 21 nel 1932.

2. La Marion Steam Shovel Co., che nel 1927 collocò un'emissione di obbligazioni di primo livello al 6%, scadenza 1947 a 99½, coprì gli interessi su di essa in media di 4,11 volte nel 1922-1929. La copertura minima durante quel periodo fu 2,78 volte nel 1926. Ma in sette dei nove anni successivi la società fu in perdita prima degli interessi e le obbligazioni furono scambiate a un prezzo minimo di 20 centesimi per dollaro.

3. La McCrory Stores Corp., che collocò un'emissione di obbligazioni 5½ a 98 nel 1926, coprì tutti i suoi oneri fissi del 1931 in media 5,32 volte nel decennio 1922-1931. Gli utili calarono bruscamente in seguito e la società non riuscì a coprire gli interessi con i suoi utili. Nel 1933 la società fu dichiarata in bancarotta e le obbligazioni furono scambiate a un prezzo minimo di 21⅝.

Tutte e tre queste emissioni, tuttavia, recuperarono tutto o gran parte del loro calo di prezzo negli anni successivi.

NOTA 13

ANDAMENTO DEI PREZZI DELLE OBBLIGAZIONI INDUSTRIALI
NEL 1937-1938, IN RELAZIONE AGLI UTILI PER UN PERIODO
DI ANNI TERMINATO NEL 1936

Questo studio è simile a quello descritto nella nota 11 dell'Appendice, con le seguenti modifiche: tutte le obbligazioni industriali quotate alla Borsa di New York sono state esaminate in relazione alla copertura *media* degli utili per quanti più anni possibile fino al 1936 (non più di 10). Nel Gruppo A sono state collocate tutte le società (27) che hanno

mostrato una copertura da parte degli utili superiore a tre volte gli oneri per interessi. Nel Gruppo B sono state collocate le 37 società che hanno coperto gli oneri meno di 2½ volte.

I risultati medi per i due gruppi sono stati i seguenti:

Voce	Numero di emissioni	Copertura media degli interessi da parte degli utili	Tasso cedolare	Range di prezzo 1937-1937	
				Massimo	Minimo
Gruppo A	27	4,00 volte	4,07%	107½	97½
Gruppo B	37	1,45 volte	5,00%	95	70

Solo otto emissioni nel Gruppo A hanno perso più del 10% del loro prezzo massimo di mercato e solo nove emissioni nel Gruppo B non subirono questa percentuale di calo. Di queste otto obbligazioni nel Gruppo A, tutte tranne due (le Gotham Silk Hosiery 5% e le Jones & Laughlin 4¼) si ripresero poi fino a quattro punti dal massimo del 1937. Delle nove obbligazioni nel Gruppo B che mantennero il loro prezzo, tutte tranne due (le Houston Oil 5½% e le Koppers Co. 4%) coprirono più di tre volte i loro interessi con gli utili nel solo anno 1936.

NOTA 14

Si vedano le pp. 641–643 dell'edizione del 1934 di quest'opera per maggiori dettagli sui seguenti esempi di crolli pre-depressione della capacità reddituale:

1. L'obbligazione di primo livello Botany Consolidated Mills, Inc., 6½%, scadenza 1934, fu emessa nel 1924. Il netto disponibile per gli oneri su di essa in quell'anno e nei sette anni precedenti era in media vicino a 5¾ volte gli oneri e le obbligazioni furono scambiate a prezzi fissi fino al 1926, quando la società subì un deficit operativo. Successivamente (con un'eccezione insignificante nel 1927) si verificarono deficit operativi ampi e crescenti fino a quando la società non fu sottoposta a procedura fallimentare nel 1932. In quest'ultimo anno le obbligazioni furono scambiate a 5 centesimi per dollaro. Erano state scambiate, rispettivamente, a 59 e 40 negli anni prosperi del 1928 e del 1929.

2. Le obbligazioni di primo livello R. Hoe & Co. 6½%, con scadenza nel 1934, furono emesse nel 1924. I profitti medi nei tre anni precedenti erano pari a 3,2 volte la somma degli interessi sui nuovi titoli e di altri oneri fissi, senza addebiti su un qualunque utile dal nuovo capitale raccolto dall'emissione. Gli utili diminuirono nel 1924 e continuarono a diminuire negli anni successivi, con l'eccezione del 1929. Tuttavia, i titoli continuarono a essere scambiati vicino alla pari, nonostante una copertura inadeguata, fino al 1928. In seguito, scesero fino a 75 nel 1929. Nel 1932 intervenne la procedura fallimentare e i titoli furono scambiati fino a 6⅛.

3. La Long-Bell Lumber Corp. mostrò un calo pressoché ininterrotto degli utili netti per il periodo 1922-1932. Quando Long-Bell Lumber Co. (una sussidiaria) collocò obbligazioni ipotecarie di primo livello nel 1926, la copertura media era ben al di sopra del minimo richiesto per le realtà industriali. Ma la copertura media per il 1926-1929 era solo di 1,37 volte e la società, in seguito, mostrò deficit operativi fino al default sulle obbligazioni nel 1932.

4. Le obbligazioni non garantite Radiator Corp. 6½%, scadenza 1947, fu offerta alla pari nel 1927. Gli utili disponibili nel 1922-1926 furono in media 3,5 volte gli oneri sulle obbligazioni, senza tenere conto di ulteriori utili sul nuovo capitale. La copertura degli oneri fissi era adeguata nel 1927 ma nei tre anni successivi si riscontrarono deficit operativi e nel 1931 furono nominati i curatori fallimentari.

NOTA 15

Per gli esempi precedenti, si noti: le obbligazioni di primo livello 5% della Mexican Light & Power Co., scadenza 1940, non erano in default nel giugno 1933 e venivano scambiate a 50, mentre le emissioni della Repubblica del Messico quotate alla Borsa di New York erano tutte in default e venivano vendute a un prezzo compreso tra 4 e 6 centesimi per dollaro in quel momento; le obbligazioni 5% della Chile Copper Co., scadenza 1947, venivano scambiate a 67 nel giugno 1933, mentre le obbligazioni 6% della Repubblica del Cile erano in default dal 1931 e venivano scambiate a prezzi compresi tra 11 e 12 centesimi per dollaro; le obbligazioni 5% della Rio de Janeiro Tramway, Light & Power Co. First, scadenza 1935, erano a 87 nel giugno 1933, mentre le obbligazioni della Città di Rio de Janeiro erano in default dal 1931 e venivano scambiate a 22, essendo state vendute a meno di 10 centesimi per dollaro

all'inizio dell'anno; le convertibili ammortizzabili Pirelli Co. 7%, scadenza 1952, venivano scambiate sopra la pari nel giugno 1933, mentre le ammortizzabili estere Kingdom of Italy 7%, scadenza 1951, venivano scambiate a 95, nessuna delle due era in default.

Alla fine del 1939 l'emissione della Mexican Light & Power Co. stava ancora pagando i suoi interessi e veniva scambiata a 21-25, mentre le emissioni del governo del Messico erano in default e venivano scambiate a $\frac{3}{4}$ di cent sul dollaro. Si noti inoltre che nel settembre 1939 la Rhine-Westphalia Electric Power Corp. rimborsò al loro valore nominale una piccola quantità di obbligazioni (in dollari) il cui tasso di interesse era del 7%, pagando gli interessi previsti. Nel frattempo, le obbligazioni emesse dalla Repubblica tedesca con un tasso di interesse del 7% venivano vendute sul mercato di New York a meno del 10% del loro valore nominale. Nel novembre 1939 la Pirelli Co. of Italy fu richiamata a 105, liquidando capitale e interessi dell'intera emissione delle sue obbligazioni convertibili al 7% (in dollari), in scadenza nel 1952. Contemporaneamente, le obbligazioni estere Kingdom of Italy 7%, scadenza 1951, venivano scambiate a 65.

NOTA 16

Per esempio, la cedola del 1° settembre 1932 sulle obbligazioni di primo livello Alpine-Montan Steel Corp. 7%, scadenza 1955, non fu pagata a causa delle restrizioni sui cambi imposte dal governo austriaco, sebbene la società possedesse fondi nazionali sufficienti per effettuare il pagamento. La cedola del 1° agosto 1932 sulle obbligazioni di primo livello 7% della Rima Steel Corp., in scadenza nel 1955, non furono pagate a causa di un decreto del governo ungherese, che sospendeva i pagamenti all'estero (in valuta estera) su obbligazioni finanziarie ungheresi, dal 23 dicembre 1931 in poi. Il capitale delle obbligazioni al 6% della Deutsche Bank, in scadenza il 1° settembre 1932, non fu pagato alla scadenza a causa delle restrizioni di cambio imposte dal governo tedesco. Ai titolari fu offerto il pagamento immediato in marchi da lasciare in Germania, o il pagamento il 1° settembre 1935 in dollari con un pagamento immediato di un premio in contanti del 2% in dollari. Un compromesso simile fu elaborato per Saxon Public Works, Inc., obbligazioni al 5% in scadenza il 15 luglio 1932.

NOTA 17

Per un trattamento dettagliato delle qualità da investimento e dell'andamento storico delle obbligazioni garantite da impianti, il lettore è rimandato a Kenneth Duncan, *Equipment Obligations*, Cap. VII, New York, 1924. Una storia di casi di inadempienze su obbligazioni garantite da impianti e il loro trattamento nelle ristrutturazioni ferroviarie dal 1900 si trova alle pp. 229-239 di questo eccellente trattato. Citiamo brevemente Duncan, che scrisse, nel 1924 (pp. 199-200): "In soli tre casi è stato necessario, per i detentori di titoli garantiti da impianti, accettare un compromesso sotto forma di ricezione di altri titoli invece che di denaro, in soli due casi hanno dovuto rivalersi sugli impianti e venderli, e in nessun caso il pagamento alla fine non è stato effettuato, né in denaro né in altri titoli vendibili in seguito, per un importo pari al capitale delle obbligazioni garantite da impianti su cui si è verificato l'inadempimento". Si veda anche A.S. Dewing, *A Study of Corporation Securities*, Cap. IX, New York, 1934.

Una sinossi più breve ma più recente del trattamento degli obblighi di equipaggiamento nelle amministrazioni controllate ferroviarie è riprodotta di seguito da uno studio di Freeman & Co., specialisti in obblighi di equipaggiamento, pubblicato il 9 gennaio 1940.

REGISTRO DELLE EMISSIONI GARANTITE DA IMPIANTI
NELLE AMMINISTRAZIONI CONTROLLATE DEL SETTORE FERROVIARIO
DAL 1886 A OGGI

1886 – *Denver Rio Grande R.R.* Obbligazioni concambiate, con il consenso degli obbligazionisti, per obbligazioni ipotecarie e azioni privilegiate che in seguito valevano il 40% in più dell'obbligazione fiduciaria su impianti.

1888 – *Chesapeake e Ohio*. Attrezzature non coinvolte – tassi di interesse sugli altri titoli ridotti.

1892 – *Central Railroad & Banking Co. of Georgia*. Non coinvolte – pagate per intero.

1892 – *Savannah, Americus e Montgomery*. Non coinvolte – pagate per intero.

1892 – *Toledo St. Louis e Kansas City R.R.* Non coinvolte – pagati per intero.

1895 – *Atchison Topeka e Santa Fe*. Il curatore ha dedicato un'obbligazione ipotecaria da 1.200 dollari per ritirare ogni 1.000 dollari di obbligazioni garantite da impianti alla scadenza.

1895 – *New York, Lake Erie e Western*. Certificati del curatore emessi per pagare le obbligazioni garantite da impianti.

1895 – *Union Pacific*. Non coinvolte – obbligazioni ipotecarie riservate per pagare obbligazioni garantite da impianti alla scadenza.

1896 – *Philadelphia e Reading*. Obbligazioni garantite da impianti pagate – in parte tramite accertamento.

1896 – *Northern Pacific*. Non coinvolte – pagate regolarmente.

1899 – *Columbus Hocking Valley e Toledo Ry*. Interessi pagati puntualmente e il 10% del

capitale ritirato regolarmente in conformità al nuovo accordo.

1900 – *Kansas City, Pittsburgh e Gulf*. Nuove obbligazioni ipotecarie di primo grado emesse per pagare le obbligazioni garantite da impianti.

1905 – *Cincinnati, Hamilton e Dayton*. Non coinvolte.

1905 – *Pere Marquette*. Non coinvolte – collocate altre obbligazioni fiduciarie garantite da impianti durante la procedura fallimentare con rendimento del 6%.

1908 – *Seaboard Air Line*. Certificati di curatela venduti per saldare obbligazioni garantite da impianti in scadenza.

1908 – *Detroit, Toledo e Irononton*. Recupero completo del capitale, con l'eccezione della detrazione delle spese e dei compensi legali.

1910 – *Buffalo e Susquehanna*. Impianti venduti; nessuna perdita.

1915 – *Wabash Railroad*. Facoltà di essere rimborsati in contanti o con obbligazioni fiduciarie garantite da impianti al 6%.

1916 – *Minneapolis e St. Louis*. Pagate per intero – non coinvolte.

1916 – *Missouri Pacific*. Pagate per intero – non coinvolte.

1916 – *New Orleans Texas e Messico*. Pagate per intero – non coinvolte.

1916 – *St. Louis-San Francisco*. Pagate per intero – non coinvolte.

1916 – *Western Pacific*. Pagate per intero – non coinvolte.

1916 – *Wheeling Lake Erie*. Pagate per intero – non coinvolte.

1917 – *Wabash Pittsburgh Terminal*. Pagate per intero – non coinvolte.

1918 – *Chicago Peoria & St. Louis*. Inadempienza temporanea; pagamento ripreso nel 1919.

1920 – *Washington Virginia Railroad*. La nuova direzione pagò tutti gli arretrati.

1921 – *Missouri Kansas Texas*. Pagate per intero – non coinvolte.

1921 – *Atlanta Birmingham & Atlantic*. Offerta in contanti in transazione.

1922 – *Chicago & Alton*. Pagate per intero – non coinvolte.

1923 – *Minneapolis & St. Louis*. Ancora in amministrazione controllata, pagamento completo in corso.

1927 – *Chicago Milwaukee & St. Paul*. Pagate per intero – non coinvolte.

1931 – *Wabash Railway*. Dopo una proroga di tre anni per alcune scadenze, con gli interessi pagati per intero, nel 1939 per il prestito R.F.C. fu disposto il ritiro tramite l'acquisto di tutti i titoli in circolazione con scadenze fino al 1944.

1931 – *Florida East Coast Railway*. Dopo la proroga di alcune scadenze, tutti i certificati fiduciari sugli impianti e gli interessi furono pagati per intero fino alla data corrente. Eccezione: contratto di locazione serie "D" annullato.

1931 – *Seaboard Air Line Railway*. Tutti i certificati fiduciari sugli impianti furono scambiati con certificati di liquidazione in scadenza il 1° febbraio 1945, con un tasso di interesse del 2% fino al 1° febbraio 1938, del 3% fino al 1° febbraio 1940 e in seguito del 3½% fino alla scadenza. Le recenti emissioni di certificati fiduciari sugli impianti furono regolarmente gestite dai ricevitori.

1931 – *Ann Arbor*. Capitale e interessi pagati per intero.

1932 – *Mobile & Ohio*. Capitale e interessi pagati per intero.

1932 – Georgia centrale. Capitale e interessi pagati per intero.

1932 – *St. Louis-San Francisco*. Capitale e interessi pagati per intero.

1932 – Norfolk Southern. Capitale e interessi pagati per intero.

1932 – Wisconsin centrale. Capitale e interessi pagati per intero.

1933 – Missouri Pacific. Capitale e interessi pagati per intero.

1933 – *New Orleans Texas e Messico*. Capitale e interessi pagati per intero.

1933 – *International-Great Northern*. Capitale e interessi pagati per intero.

1933 – *Akron, Canton e Youngstown*. Capitale e interessi pagati per intero.

1933 – *Chicago ed Eastern Illinois*. Capitale e interessi pagati per intero.

1933 – *Chicago, Rock Island e Pacific*. Tutti i certificati fiduciari sugli impianti in sospeso prima del 1° luglio 1937, scambiati con il certificato del fondo fiduciario di ammortamento al 3½% in scadenza il 1° luglio 1947. Il fondo di ammortamento fu calcolato per ritirare tutti i certificati alla scadenza. I certificati fiduciari su impianti al 3½%, serie R emessi dai fiduciari, furono pagati per intero per capitale e interessi.

1935 – *Chicago, Milwaukee, St. Paul e Pacific R.R.* Pagamenti del capitale effettuati fino al 2 marzo 1935. In base al piano ora operativo, i capitali in scadenza tra il 1° aprile 1935 e il 31 dicembre 1940 saranno pagati per 200 dollari ogni anno fino al completo rimborso. Tutti i pagamenti di capitale e interessi previsti dal piano sono stati pagati fino a oggi. Le

recenti emissioni di certificati fiduciari sugli impianti sono state regolarmente gestite dai fiduciari.

1935 – *Chicago e Northwestern Railway*. Capitale e interessi pagati per intero.

1935 – *Chicago Great Western Railroad*. Capitale e interessi pagati per intero.

1935 – *Denver & Rio Grande Western R.R.* Capitale e interessi pagati per intero.

1935 – *New York, New Haven & Hartford*. Capitale e interessi pagati per intero.

1935 – *St. Louis Southwestern Railway*. Capitale e interessi pagati per intero.

1935 – *Western Pacific Railroad*. Capitale e interessi pagati per intero.

1937 – *New York, Ontario & Western*. Capitale e interessi pagati per intero.

1937 – *New York, Susquehanna & Western*. Capitale e interessi pagati per intero.

1938 – *Erie Railroad*. Capitale e interessi pagati per intero.

1938 – *Rutland Railroad*. Pagamenti del capitale per intero fino al 31 maggio 1938. Alcuni titolari di scadenze del 1938 e del 1939 hanno acconsentito a un'estensione volontaria al 1° giugno 1941. Interessi pagati per intero fino a oggi.

Va notato che lo scambio di certificati di liquidazione o certificati di fiduciari in alcuni dei casi sopra menzionati ha comportato una riduzione del tasso di pagamento ai titolari e che il mancato adempimento del contratto di locazione *Florida East Coast Railway Series D* ha comportato una vendita dell'attrezzatura a un prezzo tale da fruttare ai titolari del certificato solo 43 centesimi per dollaro dei loro debiti. Quest'ultimo caso occupa una posizione unica nella storia delle obbligazioni fiduciarie su attrezzature ferroviarie emesse ai sensi del contratto di locazione.

NOTA 18

Considerando il loro record di investimenti, le obbligazioni fiduciarie su impianti furono scambiate a rendimenti eccessivamente elevati nel 1932-1933, un'opinione espressa nell'edizione del 1934 di quest'opera. I rendimenti ottenibili da questa classe di titoli nel giugno 1933 e alla chiusura del 1939 sono indicati nella prossima tabella.

Ferrovia e serie	Base corrente, %			
	Giugno 1933		Dicembre 1939	
	Valore precedente la liquidazione	Valore di liquidazione	Valore precedente la liquidazione	Valore di liquidazione
Atlantic Coast Line "E"	5,50	4,50	2,00	1,50
Baltimore & Ohio R.R. "D"	6,75	5,50	3,25	2,00
Central of Georgia Ry. "Q"	14,00	9,00	4,50	3,75
Cheasepeake & Ohio Ry. "W"	4,50	3,75	2,10	1,50
Chicago & North Western Ry. "U"	12,00	8,00	3,00	
Chicago Great Western Ry. "A"	12,00	9,00	4,46	
Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific R.R. "L"	14,00	9,00	4,49	
Erie R.R. Co. "NN"	8,75	7,25	2,00	
Illinois Central R.R. "P"	7,00	6,00	2,50	1,75
Long Island R.R. "I"	4,75	4,00	2,50	1,50
Missouri Pacific R.R. "D"	12,50	9,00	5,00	
New York Central R.R. "4 ¹ / ₂ -1929"	6,50	5,50	2,15	1,25
New York, New Haven & Hartford R.R. "4 ¹ / ₂ -1930"	6,50	5,50	3,10	2,50
Northern Pacific Ry. "4½-1925"	6,00	5,00	1,25	0,50
Pere Marquette Ry. "4½-1930"	12,00	9,00	2,45	1,00
Reading Company "4½-1930"	4,65	4,00	2,00	1,50
Southern Pacific Co. "M"	5,50	4,75	2,25	1,60
Southern Ry. "CC"	11,00	8,50	2,10	1,50

NOTA 19

Un *rapporto ad interim* del Real Estate Securities Committee dell'Investment Bankers Association of America (datato 12 maggio 1931 e pubblicato integralmente in *Investment Banking*, giugno 1931, pp. 7–10) stimava il volume totale delle obbligazioni immobiliari in circolazione a 10.000.000.000 di dollari, suddiviso nelle classi come segue:

Classe 1. Prestiti inferiori al 75% della rivalutazione attuale in buono stato, con buon andamento storico	2.000.000.000\$
Classe 2. Prestiti che non hanno avuto evidenza di problemi ma sono oltre il 75% del valore attuale del titolo e sembrano in grado di funzionare senza pignoramento o perdita	2.000.000.000
Classe 3. Prestiti generalmente superiori al 75% del valore attuale del titolo in cui è probabile il pignoramento o la risoluzione con una piccola perdita (<i>perdite dal 10 al 25%</i>)	2.500.000.000
Classe 4. Voci di bilancio che quando furono originariamente creati erano dall'80 al 100% prestiti. Tali prestiti sono ora voci dal 125 al 150%, <i>con perdite dal 25 al 60%</i> quando vengono completate il pignoramento e la vendita	3.000.000.000
Classe 5. In questo gruppo ci sono i gravi errori di giudizio. Edifici incompleti, mal concepiti e fuori posto, tra cui molte emissioni di obbligazioni su beni in locazione e di seconda ipoteca. Le perdite in questa classe andranno <i>dal 60 al 100%</i> e le voci dovrebbero essere spesso completamente abbandonate	500.000.000
Totale	10.000.000.000\$

Nel suo *bilancio annuale*, diffuso nel novembre 1931 prima della ventesima Convention annuale dell'Investment Bankers Association of America, il Comitato rivede le stime precedenti come segue: “L'importo esatto delle obbligazioni immobiliari in circolazione è difficile da accertare a causa del gran numero di piccole emissioni di cui non è stata tenuta alcuna registrazione. Il Federal Reserve Board di Washington stima che potrebbe esserci un volume massimo attuale in circolazione di 6.000.000.000 di dollari. Questa cifra è notevolmente inferiore a quella stimata nel nostro rapporto di maggio. Riteniamo, tuttavia, che 6.000.000.000 di dollari sia approssimativamente corretto. È la liquidazione di questo volume di obbligazioni immobiliari che presenta uno dei maggiori problemi che il settore immobiliare deve affrontare.

“A causa del calo dei valori immobiliari urbani, si stima che circa il 60% delle emissioni obbligazionarie immobiliari in circolazione sia più

o meno in difficoltà" (*Proceedings of the Twelfth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*, 1931, p. 130).

La natura della difficoltà sopra menzionata è stata indicata dal presidente del comitato nelle sue osservazioni introduttive quando ha presentato il bilancio. Ha affermato: "Ora, si stima che circa il 60% delle obbligazioni immobiliari che sono state emesse sia più o meno in difficoltà. Alcune mostrano solo lievi difficoltà, in inadempienza temporanea o mancato pagamento delle tasse, altre sono in fase di riorganizzazione o sono in pignoramento" (*ibid.*, p. 128).

La crescita e il successivo declino del volume di obbligazioni immobiliari effettivamente in default rispetto ai pagamenti di interessi e/o capitale è mostrato dalla seguente raccolta¹ di Dow, Jones & Co., Inc., al 1° novembre nei rispettivi anni. Sono incluse solo le emissioni vendute e detenute dal pubblico.

1928	36.229.000\$
1929	59.755.000
1930	137.463.000
1931	327.968.000
1932	739.326.000
1933	995.017.000
1934	647.945.000
1936	408.738.000
1938	223.534.000

NOTA 20

Un esempio straziante di questo tipo è fornito dalle "Hudson Towers" sulla Settantaduesima Strada e West End Avenue a New York City. Questo edificio di ventisette piani fu eretto come hotel, sanatorio e ospedale, per accogliere i pazienti e le loro famiglie. Era quindi un tipo di struttura specializzato. Il terreno costò 395.000 dollari e gli ingegneri stimarono che la costruzione dell'edificio sarebbe costata 1.300.000 dol-

1. *The Wall Street Journal*, 27 dicembre 1933 e 15 febbraio 1939.

lari. Per facilitare il collocamento di 1.650.000 dollari di obbligazioni ipotecarie di primo livello, il terreno e l'edificio furono "valutati" congiuntamente 2.600.000 dollari, rendendo così le obbligazioni "legali (cioè idonee all'acquisto, N.d.T.) per i fondi fiduciari" secondo la legge di New York. Ciò accadde nel 1923. Successivamente l'edificio passò di mano in mano tramite vendita e rivendita, prima del suo completamento, e nel 1927 furono vendute al pubblico obbligazioni ipotecarie di secondo livello per un importo di 1.150.000 dollari.

Il progetto non fu mai completato e nell'agosto del 1932 la proprietà fu venduta per 200.000 dollari con pignoramento della prima garanzia ipotecaria. L'esito dal punto di vista del detentore di obbligazioni ipotecarie di primo livello non consenziente è indicato dall'annuncio della Irving Trust Co. nel giugno del 1933, che era pronta a pagare 8,14 dollari per ogni 1.000 dollari di capitale di obbligazioni di primo mutuo non depositate in garanzia per l'acquisto originario dell'immobile. Pertanto, meno di 1 centesimo per dollaro fu stato realizzato sulla liquidazione. I detentori di obbligazioni depositate in garanzia ricevettero solo 3,84 dollari per ogni 1.000 dollari di obbligazioni, dopo la deduzione delle spese del comitato di garanzia ecc.

NOTA 21

Si noti il seguente commento dell'Industrial Securities Committee dell'Investment Bankers Association of America nel suo rapporto del 1928 (*Proceedings of the Investment Bankers Association of America*, 1928, pag. 91).

"Sono state esaminate diverse circolari in cui è stata fatta un'offerta di azioni privilegiate basata su un'attività commerciale ospitata in un edificio su una proprietà in locazione. Il riferimento che un affitto per locazione sia un onere a priori fu fatto in caratteri molto piccoli e in modo molto poco appariscente. L'investitore che dette un'occhiata alla circolare potrebbe facilmente aver tratto l'impressione che il dividendo sulle azioni privilegiate fosse un onere a priori sugli utili. Sfortunatamente, gli investitori, di norma, non leggono attentamente le circolari e l'investitore medio difficilmente avrebbe notato la menzione dell'onere di locazione. A nostro avviso, questi dati dovrebbero essere dichiarati esattamente nello stesso modo in cui verrebbe dichiarato un onere per interessi su obbligazioni."

L'argomentazione è ugualmente valida, ovviamente, nel caso di un'emissione obbligazionaria preceduta da oneri di affitto in locazione.

Un esempio importante di un problema di locazione finanziaria che ha incontrato difficoltà a causa dell'affitto del terreno è rappresentato dalle obbligazioni ipotecarie di primo livello su beni in locazione di Waldorf-Astoria Corp. (New York) 7%, scadenza 1954.

Dell'emissione Waldorf, 11.000.000 di dollari furono venduti al pubblico nell'ottobre 1929. L'affitto del terreno iniziò a 300.000 dollari all'anno, ma balzò a 600.000 dollari alla fine dei due anni e, in seguito, fu adeguato verso l'alto fino a un massimo di 800.000 dollari all'anno. Inoltre, vi erano alcuni affitti di edifici e fondi di ammortamento che dovevano essere trattati come *spese operative*, sebbene fossero fissi e determinabili in importo. L'affermazione nella circolare di offerta secondo cui le spese fisse sulle obbligazioni ipotecarie 7% erano coperte oltre 4,5 volte (secondo un conto di reddito stimato) era quindi fuorviante, poiché le spese di affitto avrebbero presto superato gli interessi sulle obbligazioni ed erano raggruppate con le spese operative in modo tale da nascondere il vero carattere ed effetto. Se l'acquirente delle obbligazioni ipotecarie 7% avesse capitalizzato le spese precedenti al 6%, avrebbe scoperto che l'emissione da 11.000.000 di dollari era subordinata a circa 23.000.000 di dollari di oneri con priorità su di esse.

All'inizio del 1932 si rese necessario negoziare con il locatore (una sussidiaria della New York Central Railroad) i pagamenti dell'affitto del terreno che non erano stati effettuati. Nel 1937 fu completato un piano di ristrutturazione, in base al quale il locatore fece alcune concessioni riguardo all'ordine e agli importi in cui gli affitti dei terreni dovevano essere pagati in futuro, e in cambio i detentori di obbligazioni acconsentirono a una modifica dello statuto, in base alla quale i loro titoli furono trasformati in azioni ordinarie e obbligazioni da reddito con oneri accessori. Le obbligazioni, in questo caso, scesero a un prezzo minimo di $3\frac{1}{4}$ nel 1932.

Una situazione molto simile si sviluppò rispetto all'emissione dell'Hotel Pierre. In questo caso le obbligazioni originali furono scambiate a un prezzo minimo di 1 centesimo per dollaro nel 1932 e nel 1933. Una ristrutturazione nel 1932 diede ai detentori di vecchie obbligazioni di primo livello su beni in locazione $6\frac{1}{4}$ un importo drasticamente ridotto di nuove obbligazioni da reddito di 2 East 61st Street Corp. e una piccola quantità di azioni. Nell'aprile 1939 l'impresa incontrò nuovamente difficoltà con i suoi oneri di affitto e presentò una petizione volontaria di fallimento. Le obbligazioni di primo livello su be-

ni in locazione Tower Building Company (Chicago) 6½% furono offerte al pubblico nel 1926 alla pari. L'importo era di 1.900.000 dollari. La proprietà in locazione richiedeva il pagamento annuale di un canone a partire da 190.000 dollari (in aumento in seguito). Questi pesanti pagamenti della locazione furono successivamente inadempienti; il contratto di locazione fu annullato nel 1931 e le obbligazioni persero tutto il loro valore.

Un destino disastroso simile toccò ai titolari delle obbligazioni di primo livello su beni in locazione 170 Broadway Corporation (New York) 6½%, in scadenza nel 1949.

NOTA 22

Il lettore troverà interessante confrontare i nostri standard quantitativi minimi suggeriti per la selezione delle obbligazioni con quelli preparati nel *Bond Quality Yardsticks*.

TABELLA I – RAPPORTO DI QUALITÀ DELLE OBBLIGAZIONI

Intesa come guida utile, non come standard inflessibili né come test esclusivi

	Protezione da parte degli utili (B)			Protezione da parte degli attivi patrimoniali (A)					
	Rapporto di copertura delle spese fisse da parte degli utili: ²								
	Utile netto ² superiore a	Prima di ammortamento, svalutazione, esaurimento ecc. ³ Superiore a	Rapporto tra utile disponibile per le Spese Fisse e il valore nominale del debito finanziato. Superiore a	Rapporto tra utile netto e riserve lorde. Superiore a	Rapporto tra attività fisse nette (C). Inferiore a	Rapporto tra capitale circolante netto e debito a lunga scadenza (C). Superiore a			
Linee di manifattura pesante: Acciaio Macchinari Linee di manifattura varie: Accessori per auto Forniture per costruzioni Chimica Prodotti per la casa Attrezzature per ufficio Carta (editoria non giornalistica) Industria estrattiva: Carbone Produttori di metalli non ferrosi Petrolio Aziende di prodotti alimentari: Prodotti da forno e lattiero caseari Prodotti alimentari vari	6	10	24%	7%	84%	35%	100%	150%	400%
	6	8½	24	6	88	50	60	250	400
	6	9½	24	5	89	50	50	150	350
	6	9	24	6	87	30	100	125	400
	5	6½	20	15	73	75	125	100	300
	6	9	24	5	90	50	50	150	350
	6	7½	24	10	83	50	100	150	350
	6	10	24	7	84	35	100	200	400
	6	11	24	8	81	40	100	150	400
	6	10	24	12	74	20	300	100	350
	6	11	24	8	79	30	133	150	300
	4	6	16	4	91	66⅔ ³	50	75	200
	5	7	20	6	88	50	75	100	200

TABELLA II – ALTRI RAPPORTI PER GRUPPI PARTICOLARI²**Pneumatici per auto, carne in scatola, produttori di metalli non ferrosi**

Rapporto tra capitale circolante netto, escluse le scorte, e debito fisso – 100% o più.

Grandi magazzini

Rotazione delle scorte – otto volte l'anno o più.

Catene di supermercati

Rotazione delle scorte – 12 volte l'anno o più. Rapporto tra attività correnti, escluse le scorte, e le passività correnti – 100% o più. (Questo rapporto è suggerito per le catene di supermercati in luogo del rapporto tra liquidità ed equivalenti e passività correnti utilizzato per tutti gli altri gruppi industriali.)

Stampa e editoria

Rapporto tra debito a lunga scadenza ed attività immobilizzate nette più avviamento – 50% o meno(a). Indice di circolazione – la tendenza (1929 100) dovrebbe essere favorevole quanto quello della media nazionale(b).

[(a) Nell'utilizzare la voce di avviamento, numero di abbonamenti alle testate, tiratura, franchising, entrate pubblicitarie ecc., come fattore di protezione patrimoniale per le obbligazioni, è essenziale determinare la ragionevolezza delle cifre dichiarate. Come guida approssimativa, un gruppo rappresentativo di società di giornali valuta il proprio "avviamento" su una base di circa 30.000 dollari per una tiratura di 1.000 copie.

(b) Indice della media nazionale: 1929-100; 1930-100,4; 1931-98,2; 1932-92,3; 1933-89,1; 1934-93,0; 1935-96,8; 1936-102,0; 1937-104,8; 1938-100,3.]

Utility pubbliche

Rapporto tra ammortamento e manutenzioni e ricavi operativi – 15% per le società operative nell'elettricità dal vapore, 13% per le società operative idroelettriche, 12% per le società idriche, 25% per le società telefoniche. Rapporto tra utile operativo netto e patrimonio netto – circa il 7% per tutti i gruppi. Rapporto tra patrimonio netto e ricavi operativi e rapporto tra spese operative e ricavi operativi–nel caso delle società operative idroelettriche è importante che questi rapporti siano considerati insieme ma non è possibile stabilire standard, perché ogni situazione deve essere valutata alla luce dei propri problemi territoriali. Ricavi operativi per stazione telefonica – 50 dollari o più.

Ferrovie

Copertura delle spese fisse da parte delle operazioni ferroviarie, media degli ultimi sei anni – due volte o più. Rapporto tra capitale circolante netto (inclusi gli obblighi governativi con attività correnti e le imposte maturate con passività correnti) e spese fisse – 200% o più. Rapporto tra manutenzione della strada ferrata delle e strutture, più manutenzione delle attrezzature (incluso ammortamento), e ricavi lordi: 25% o più negli ultimi anni. Spese di trasporto rispetto ai ricavi lordi: tendenza costante o in calo. Tonnellate lorde per ora di treno merci: tendenza in costante aumento. Rapporto tra debito fisso rispetto al valore di mercato della capitalizzazione totale (prendendo le obbligazioni al valore nominale, le azioni privilegiate al valore più basso tra il nominale o il mercato e azioni ordinarie al prezzo di mercato; prezzi di fine anno): non oltre il 50% (si veda il testo).

2. Le tabelle I e II sono riprodotte dal numero del 4 dicembre 1939 di *Barron's, The National Financial Weekly*.

1939 congiuntamente da Standard Statistics Company e dal Bond Portfolio Committee della New York State Bankers Association. I loro rapporti proposti per vari raggruppamenti (tranne i titoli municipali) sono riassunti nelle Tabelle I e II allegate, riprodotte con permesso da un articolo intitolato "How to Test Your Bonds" di E. Sherman Adams, apparso nel numero del 4 dicembre 1939 di *Barron's*.

Una critica adeguata di questi rapporti richiederebbe troppo spazio. È ovvio che li consideriamo quasi tutti inutili o eccessivamente severi, altrimenti avremmo dovuto rivedere di conseguenza i nostri suggerimenti. Va sottolineato che i parametri presentati in queste tabelle "non sono offerti come uno standard al di sotto del quale le banche non dovrebbero mai scendere", ma sembrano piuttosto rappresentare qualcosa tra "uno strumento di lavoro aggiuntivo" e un consiglio di perfezione. A nostro avviso la molteplicità degli standard proposti sminuisce notevolmente l'utilità pratica di questi parametri. Se *tutti* questi test devono essere soddisfatti, il campo degli investimenti obbligazionari ammissibili si restringe quasi in modo intollerabile. Se ad alcuni si può rinunciare, rimane il fatto che l'investitore è lasciato decisamente libero di scegliere quali siano i più importanti e quanta libertà possa permettersi in sicurezza.

L'effettiva applicazione di questi parametri ai tipici portafogli obbligazionari di casse di risparmio o compagnie assicurative costituirebbe un utile esercizio di analisi delle attività finanziarie e farebbe anche luce sulle implicazioni pratiche dei test suggeriti. *Standard Corporation Records* ora compila questi rapporti sulle principali società.

NOTA 23

I rapporti tra le spese di manutenzione ferroviaria e i ricavi operativi lordi per le ferrovie di Classe I, basati sul periodo di cinque anni 1926-1930, inclusi, e per il 1937, sono i seguenti, per suddivisione geografica:³

3. *Statistiche delle ferrovie negli Stati Uniti*, Interstate Commerce Commission, Washington.

	1926-1930			1937		
Regione	Percentuale di manut. delle strade ferrate	Percentuale di manut. delle attrezzature	Totale delle percentuali	Percentuale di manut. delle strade ferrate	Percentuale di manut. delle attrezzature	Totale delle percentuali
Totale Stati Uniti	13,7	19,5	33,2	11,9	19,9	31,8
New England	15,3	17,8	33,1	13,7	17,6	31,3
Grandi laghi	12,5	20,9	33,4	10,7	20,9	31,6
Centro est	12,5	20,7	33,2	10,4	21,0	31,4
Pocahontas	13,4	20,0	33,4	10,2	18,3	30,5
Sud	14,5	20,0	34,5	11,6	21,0	31,7
Nord-ovest	14,5	18,3	32,8	13,8	19,0	32,8
Centro-ovest	14,0	18,1	32,1	13,1	19,5	32,6
Sud-ovest	15,9	18,0	33,8	14,0	18,3	32,3

Le variazioni tra le diverse regioni, come indicato sopra, sono nettamente inferiori rispetto a prima del 1920. Le spese di manutenzione di numerose strade ferrate durante il 1931 e il 1932 sono scese notevolmente al di sotto degli standard indicati qui sopra. Per esempio, i rapporti dell'Illinois Central per il 1932 erano i seguenti: manutenzione della strada ferrata, 8,36%; manutenzione delle attrezzature, 19,48%.

Si sono sviluppate anche forti differenze tra ferrovie nello stesso distretto geografico, come indicato da quanto segue:

Anno e ferrovia	Manutenzione della strada ferrata in percentuale del lordo	Manutenzione delle attrezzature in percentuale del lordo	Totale in percentuale del lordo
Media anni 1926-1930 per la regione di Sud-ovest Atchinson:			
1929	15,85	17,97	33,82
1932	15,79	18,13	33,92
1932	11,52	23,69	35,21
St. Louis - Sud-ovest:			
1929	19,97	16,26	36,24
1932	14,65	16,87	31,52
Southern Pacific:			
1929	12,63	17,46	30,09
1932	11,86	18,57	30,43

Lo studio seguente mette a confronto l'andamento della manutenzione di vari gruppi di ferrovie classificate in base alla loro situazione finanziaria:

Voce	Totale percentuale rapporto di manutenzione		
	1928	1934	1938
17 ferrovie che hanno pagato dividendi nel 1938	34,5	32,2	32,0
23 ferrovie solventi che non hanno dividendi nel 1938	32,2	30,0	29,8
21 ferrovie insolventi nel 1938	32,6	32,3	33,0
Tutte le ferrovie di classe I	32,8	30,7	30,7

Questo confronto mostra, in primo luogo, che le ferrovie che pagano dividendi tendono a essere più liberali con la manutenzione rispetto a quelle che non li pagano, e che hanno difficoltà a rimanere solventi e, in secondo luogo, che le ferrovie che cadono in amministrazione fiduciaria tendono ad aumentare i loro rapporti di manutenzione, nel momento in cui le altre li riducono.

NOTA 24

La Chesapeake & Ohio Railway. Co. tra gli anni 1921 e 1929 fornisce un esempio di spese di manutenzione insolitamente elevate. Ciò si riflette nelle seguenti cifre, che possono essere confrontate con i rapporti di manutenzione standard per la regione di Pocahontas indicati nella nota precedente.

Anno	Rapporto di manutenzione della strada ferrata in percentuale del lordo	Rapporto di manutenzione delle attrezzature in percentuale del lordo	Percentuale totale
1921	14,51	23,87	38,8
1922	12,70	21,01	39,71
1923	12,60	28,10	40,70
1924	14,40	27,90	42,30
1925	15,20	25,30	40,05
1926	14,23	22,89	37,12
1927	14,37	22,38	36,75
1928	13,47	22,29	35,76
1929	14,39	22,36	36,75
1930	13,55	19,55	33,10
1931	12,88	18,99	31,87

L'esistenza in passato di ingenti utili correnti delle società controllate non versati alla società madre è illustrata dai seguenti dati con riferimento alla Louisville & Nashville Railroad Co., il 51% delle cui azioni ordinarie è di proprietà della Atlantic Coast Line Railroad Co.

Anno	Utile per azione	Dividendi pagati per azione	Saldo dopo il dividendo alle azioni ordinarie	Capitale di Atlantic Coast Line's contenuto nei dividendi non distribuiti di Louisville & Nashville Railroad Co.
1922	14,72\$	7,00\$	5.558.019\$	2.834.590\$
1923	11,54	5,00	7.648.935	3.900.957
1924	12,08	6,00	7.112.794	3.627.525
1925	5,98	6,00	11.680.711	5.957.163
1926	16,60	7,00	11.232.111	5.957.163
1927	14,29	7,00	8.536.241	4.353.483
1928	12,24	7,00	6.133.220	3.127.942
1929	11,73	7,00	5.536.543	2.823.636

Un quadro simile, anche se meno sorprendente, è presentato dalla Chicago, Burlington & Quincy, che negli anni dal 1922 al 1929, inclusi, ha guadagnato notevolmente più di quanto ha pagato in dividendi. Ciò è stato particolarmente vero negli anni 1924, 1928 e 1929, sebbene la situazione si sia invertita e siano stati pagati dividendi in eccesso rispetto agli utili nel 1930, 1931 e 1932. La Great Northern Railway Co. e la Northern Pacific Railway Co. possiedono ciascuna circa il 48% delle azioni ordinarie della Burlington.

NOTA 25

Per esempi di imprese di carattere totalmente o parzialmente industriale, mascherate sotto il titolo di "utility pubblica", si vedano: United Public Service Co., costituita nel 1927 e impegnata nei settori dell'illuminazione elettrica e dell'energia, del gas naturale e artificiale, degli impianti per il ghiaccio e delle attività di celle frigorifere; Southern Ice & Utilities Co., fondata nel 1916 e impegnata nel settore del ghiaccio, dei gelati, della latteria e dei magazzini frigoriferi; The Utilities Service Co., fondata nel 1928 per acquisire e gestire 20 compagnie telefoniche in piccole città e quattro compagnie di ghiaccio in

grandi città; Central Atlantic States Service Corp., fondata nel 1928 e impegnata nel settore del ghiaccio, del carbone e dei magazzini frigoriferi; Westchester Service Corp., fondata nel 1928 e impegnata nel settore del carbone, del ghiaccio, dell'olio combustibile e delle forniture edili; National Service Cos., fondata nel 1928 come holding per imprese del tipo Westchester Service Corp., impegnata nel settore del ghiaccio, del carburante e delle industrie affini. Un esame rivelerà che queste aziende avevano strutture di capitale del tipo di utility pubblica, nonostante il fatto che le loro operazioni fossero in gran parte o interamente di natura industriale. Alcune di queste aziende esistono ancora, sostanzialmente nella loro forma originale, ma la maggior parte di esse ha incontrato difficoltà finanziarie ed è stata ristrutturata. La United Public Service Co. fu riorganizzata nel 1934 come United Public Service Corp. La Southern Ice & Utilities Co. cambiò il suo nome nel 1938 in Southern Ice Co. La Utilities Service Co. entrò in amministrazione controllata nel 1930 e fu ristrutturata nel 1933 secondo un piano in base al quale l'attività telefonica fu separata dalle divisioni industriali. La Central Atlantic States Service Corp. fu ristrutturata nel 1934 e le sue proprietà furono rilevate dalla Cassco Corp. La Westchester Service Corp. fu riorganizzata nel 1936 ai sensi della Sezione 77B del Bankruptcy Act. La National Service Cos. ha conservato la sua identità originale.

NOTA 26

In vari momenti l'Investment Bankers Association of America ha commentato attraverso i suoi vari comitati l'incongruenza dei prospetti di collocamento obbligazionari che omettono completamente il riferimento all'ammortamento, o che nascondono l'importo effettivo dell'ammortamento includendolo in una voce generica del conto economico. Le seguenti citazioni serviranno a illustrare:

“Ci sono molte oneste differenze di opinione sull'ammortamento e sulla politica appropriata per provvedervi, ma qualunque politica venga adottata, l'investitore ha il diritto di sapere di cosa si tratta. Una circolare di un'emissione aziendale che non menzioni l'ammortamento tras lascia un fattore importante negli affari della società in cui all'investitore viene chiesto di investire i suoi fondi” (“Report of Special Committee on the Preparation and Use of Bond Circulars”,

stampato negli *Atti dell'Investment Bankers Association of America*, 1925, pag. 274).

“L’attenzione dei nostri membri è particolarmente rivolta al trattamento dell’argomento dell’ammortamento. Un ridotto numero di circolari omette completamente il bilancio ma, nella maggior parte dei casi, ciò avviene nei prospetti in cui non è particolarmente importante. Tuttavia, è abbastanza comune la pratica di mostrare gli utili prima dell’ammortamento e delle tasse e poi non dire nulla sull’importo dell’ammortamento effettuato. Nella misura in cui ci sforziamo di presentare all’investitore un quadro il più completo possibile in un prospetto ordinario, sembrerebbe che, a meno che non vengano forniti gli utili prima dell’ammortamento, non venga preso l’importo dell’ammortamento e l’importo rimanente per interessi obbligazionari e tasse, lasciando che il saldo vada in riserva, l’investitore non abbia a disposizione tutti i fatti del caso. Se l’investitore capisce un bilancio e ha una certa familiarità con la produzione, il modo in cui viene effettuato l’ammortamento e il suo ammontare gli racconteranno una bella storia sulla gestione dell’azienda in questione. Alcuni prospetti mostrano gli utili dopo l’ammortamento e le tasse, ma nessun utile prima di tali detrazioni. È opinione sia del Presidente del Comitato per i Titoli Industriali, sia del Presidente del Comitato per la Condotta Aziendale che sarebbe presentato il quadro ideale per l’investitore se la circolare mostrasse gli utili prima dell’ammortamento, l’importo dell’ammortamento e gli utili dopo l’ammortamento, come voci separate” (*Relazione provvisoria del Comitato per la condotta aziendale dell'Investment Bankers Association of America Bulletin*, marzo 1927, pag. 3).

NOTA 27

ESEMPIO DI TRATTAMENTO DEGLI INTERESSI DI MINORANZA
NEL CALCOLO DELLA COPERTURA DEGLI INTERESSI PER
LE OBBLIGAZIONI DELLE SOCIETÀ DI HOLDING DI SERVIZI PUBBLICI

Il bilancio della United Light & Railways Co. (Del.) per il 1938 includeva i risultati della American Light & Traction Co. di cui possedeva il 54,69% delle azioni ordinarie. Gli utili di pertinenza degli interessi di minoranza del 45% erano circa 1.851.000 dollari. Questa quota di minoranza può essere trattata in tre modi, vale a dire:

Metodo A (che è il metodo consueto). La quota di minoranza viene dedotta dopo gli oneri per interessi della società madre. Con questo metodo la voce di minoranza non influisce in alcun modo sulla copertura degli interessi obbligazionari.

Metodo B (che è accurato, ma un po' complicato). Gli utili e gli oneri sussidiari sono inclusi solo nella misura della proprietà della società madre. In altre parole, sia gli utili sia gli oneri fissi vengono ridotti della percentuale applicabile alle partecipazioni di minoranza delle azioni ordinarie.

Metodo C (che è consigliato). La quota di minoranza viene dedotta dagli utili netti (allo stesso modo di una voce di spesa) prima di calcolare la copertura degli interessi. Ciò si tradurrà in una copertura degli interessi inferiore rispetto al Metodo B, ma la sottostima sarà moderata.

I tre metodi applicati al rapporto della United Light & Railways Co. per il 1938 daranno i seguenti risultati:

Voce	Metodo A (abituale)	Metodo B (accurato)	Metodo C (conservativo)
Ricavi operativi lordi	77351000\$	59.221.000\$*	77.351000\$
Utile netto	21.352.000	17.072.000*	21.352.000
Interessi di minoranza			1.851.000
Saldo delle spese fisse	21.352.000	17.072.000*	19.501.000
Spese fisse ¹	14.927.000	12.498.000	14.927.000
Interessi di minoranza	1.851.00		
Totale per le azioni della società madre	4.574.000	4.574.000	4.574.000
Rapporto tra utili e spese fisse	1,43	1,37	1,31

¹Interessi delle società controllate e dividendi privilegiati e interessi della società madre.

*Escludendo la quota di minoranza (45,31%) nei dati di American Light & Traction.

Si noti che l'unico calcolo aggiuntivo necessario per applicare il Metodo B è quello per determinare l'importo delle spese fisse sussidiarie applicabili alla quota di minoranza. Le spese fisse rettifiche divise nel saldo per le azioni della società madre forniranno una copertura infe-

riore a 1. Si noti inoltre che, sebbene il Metodo C fornisca sempre un risultato inferiore rispetto agli altri due, il Metodo B fornirà una copertura superiore o inferiore rispetto al Metodo A, a seconda che la sussidiaria abbia coperto le sue spese con gli utili con un margine inferiore o superiore rispetto al sistema combinato.

NOTA 28

Il calcolo del margine di sicurezza a protezione dei dividendi privilegiati ha ricevuto relativamente scarsa attenzione dalla maggior parte degli autori di libri di testo sugli investimenti. In alcuni casi ciò è dovuto all'esclusione delle azioni privilegiate dalla categoria da investimento (per esempio, gli scritti di Lawrence Chamberlain) ma, nella maggior parte dei casi, non è possibile fornire una spiegazione del genere. L'enorme volume di azioni privilegiate in circolazione negli ultimi decenni suggerisce che debbano essere stati sviluppati un punto di vista e una tecnica discriminanti per scegliere tra emissioni di questo tipo, ed è sorprendente che non sia stata data maggiore attenzione alla questione da coloro che scrivono libri sulla "scienza" della selezione dei titoli.

Nella maggior parte dei casi in cui l'argomento riceve attenzione, il metodo di calcolo delle deduzioni a priori è esplicitamente raccomandato o implicito nella discussione. Per esempio, Carl Kraft e Louis P. Starkweather nella loro *Analysis of Industrial Securities*, New York, 1930, utilizzano questo metodo di calcolo fuorviante nella loro analisi illustrativa piuttosto estesa della Jones Bros. Tea Co. senza esaminare criticamente i rapporti risultanti. Si vedano p. 127, rapporto 20-(b) e pp. 130-132, 162, in particolare le esposizioni del 1926 e del 1927.

J. E. Kirshman nella sua versione rivista di *Principles of Investment*, New York, 1933, fa riferimento alla copertura sulla privilegiata Federal Water Service Corp. come coperta dagli utili "diverse volte negli ultimi anni", il che è un'affermazione corretta solo nel caso in cui venga utilizzato il metodo di calcolo delle deduzioni precedenti. La somma delle spese fisse e i dividendi privilegiati non sono mai stati coperti più di 1,37 volte durante gli anni 1928-1932, inclusi (si vedano pp. 155-156, 437). Allo stesso modo, D. F. Jordan afferma ripetutamente il margine di sicurezza desiderato per le azioni privilegiate in termini di numero di volte in cui vengono coperti dagli utili solo i dividendi privilegiati. Si veda il suo *Investments*, 3ª ed., pp. 157, 160, 162, 167, 185, 192, New York, 1936. Curiosamente, Jordan vede la fallacia di questo metodo nel

caso di azioni privilegiate di holding di utility pubbliche e raccomanda il metodo di calcolo delle deduzioni totali (in generale) (si veda p. 169).

Floyd F. Burtchett nel suo *Investments and Investment Policy*, New York, 1938, abbraccia anche l'idea delle deduzioni a priori (si veda p. 263, 287 e 325).

Badger e Guthmann, Herschel e Prime, d'altro canto, richiamano con forza l'attenzione sulla fallacia del metodo delle deduzioni a priori per calcolare la copertura dei dividendi privilegiati e raccomandano il calcolo delle deduzioni totali come procedura standard. Si veda R. E. Badger e H. C. Guthmann, *Investment Principles and Practices*, pp. 348–350, 465–467, New York, 1936; A. H. Herschel, *The Selection and Care of Sound Investments*, pp. 217–222, New York, 1925; John H. Prime, *Analysis of Industrial Securities*, p. 292, New York, 1935.

NOTA 29

Si veda la nota 27 dell'Appendice nell'edizione del 1934 di quest'opera.

NOTA 30

Le affermazioni nel testo possono essere verificate da un esame dettagliato dell'andamento dei prezzi da cui sono stati tratti i seguenti esempi. Il 31 ottobre 1929, le obbligazioni Kansas City Terminal 4%, scadenza 1960, furono scambiate a $86\frac{1}{4}$, offrendo un rendimento del 4,9%, mentre, lo stesso giorno, le obbligazioni generali 4% della Chicago, Rock Island & Pacific Railway, con scadenza nel 1988, furono scambiate a 90, offrendo un rendimento del 4,5%. Quattro anni dopo, il 22 novembre 1933, i titoli Kansas City Terminal furono scambiati a $86\frac{1}{4}$, sebbene le Rock Island General 4% fossero scese a 42, un prezzo che produceva un rendimento di circa il 10%. L'8 dicembre 1927, i titoli Terminal furono scambiati a $93\frac{7}{8}$ e le obbligazioni generali Chicago, Milwaukee & St. Paul Railway 4%, con scadenza nel 1989, furono scambiate a 93, con un rendimento leggermente inferiore ai primi. Il 24 febbraio 1933, i titoli Terminal venivano scambiati a 90, con un rendimento di circa il 4,65%, mentre le obbligazioni generali St. Paul 4% erano scese a un prezzo di 38 e a un rendimento di circa l'11%. Tra il 7 novembre 1927 e il 15 giugno 1932, le Kansas City Terminal 4% scesero da 93 a $82\frac{3}{4}$ (con rendimenti, rispettivamente, del 4,4% e del 5,18%) mentre le

obbligazioni con rimborso privilegiato della Missouri-Kansas-Texas Railroad 4%, con scadenza nel 1962, scesero da 93 a $31\frac{1}{8}$ (rendimenti rispettivamente del 4,39% e di oltre il 15%). Alcune caratteristiche dell'andamento successivo di queste emissioni sono riportate nella prossima tabella.

Voce	Range di prezzo 1929-1939	Prezzo alla fine del 1939	Rendimento alla fine del 1939
Kansas City Terminal 4%, scadenza 1960	109	$107\frac{3}{4}$	3,45%
Obbligazione generale Chicago, Rock Island & Pacific Ry. Gen. 4%, scadenza 1988	96-10	$13\frac{7}{8}$	Default
Obbligazione generale Chicago, Milwaukee & St. Paul Ry. 4%, scadenza 1989	$87\frac{7}{8}$ - $19\frac{1}{2}$	$24\frac{3}{4}$	Default
Obbligazioni con rimborso privilegiato Missouri-Kan.-Texas Railroad 4%, scadenza 1962	94	$14\frac{5}{8}$	$27,3\%*$

*Rendimento attuale, ovviamente soggetto a dubbi circa la continuità dell'obbligazione.

NOTA 31

La situazione di New York & Harlem Railroad illustra alcuni aspetti interessanti di locazioni e garanzie.

1. La maggior parte della proprietà è affittata alla N.Y. Central per 401 anni a un canone equivalente all'interesse obbligazionario e a 5 dollari di dividendi sulle azioni privilegiate e ordinarie. L'interesse obbligazionario e il capitale sono entrambi specificamente garantiti dalla N.Y. Central, ma non vi è alcuna garanzia specifica sui dividendi. Tuttavia, i dividendi sono stati pagati regolarmente, in base alla locazione, dal 1873.

2. Le proprietà della ferrovia tranviaria sono state affittate separatamente alla N.Y. Railways Co. per un canone equivalente a 2 dollari aggiuntivi per azione su entrambe le classi di azioni. Quando la N.Y. Railways Co. fallì, il contratto di locazione fu rescisso e le linee di trazione ripresero e vennero gestite dalla N.Y. & Harlem. Nel 1932 fu negoziato un nuovo contratto di locazione di queste proprietà per 999 anni con la N.Y. Railways Corp. (successiva alla precedente locataria). L'unica contropartita fu un pagamento forfettario di 450.000 dollari,

per cui questa transazione pare praticamente identica a una vendita delle linee ferroviarie urbane per la somma menzionata.

3. Alcuni azionisti della N.Y. & Harlem cercarono di ottenere ingenti pagamenti aggiuntivi dalla N.Y. Central sostenendo che i preziosi "diritti aerei" (o diritti di costruire sul diritto di passaggio della Harlem) non erano coperti dal contratto di locazione e dovevano essere pagati separatamente. Il fascino speculativo di questa causa fece aumentare il prezzo delle azioni fino a 505 nel 1928, equivalendo a meno dell'1% di rendimento da dividendi. La causa fu archiviata nel 1932, quando il prezzo era sceso a 82¼ (il prezzo alla fine del 1939 era 110).

La situazione di Mobile & Ohio presenta alcune caratteristiche di interesse simili, *vale a dire*:

1. Nel 1901, la Southern Railway. Co. emise "Certificati Azionari Fiduciari Mobile & Ohio" in cambio di quasi tutto il capitale azionario della Mobile & Ohio. Accettò di pagare il 4% in perpetuo su questi certificati.

2. Mobile & Ohio prosperò e dal 1908 al 1930 pagò alla Southern Railway il 140% in dividendi. L'Interstate Commerce Commission e lo Stato dell'Alabama cercarono di costringere la Southern a rinunciare al controllo della Mobile con la motivazione che violava le leggi antitrust. Allo stesso tempo, i titolari dei Certificati Azionari Fiduciari iniziarono un'azione mirata alla restituzione delle azioni depositate o all'ottenimento di dividendi maggiori sui loro certificati. Il prezzo di questi salì a 159½ nel 1928, in previsione delle mosse legali.

3. Il crollo degli utili dopo il 1929 costrinse Mobile & Ohio a entrare in amministrazione controllata nel 1932. Gli interessi dovuti il 1° settembre sulle sue obbligazioni erano in default, ma i titolari dei certificati azionari in ogni caso ricevettero regolarmente il 4% garantito da Southern Railway. Nel 1932 il prezzo dei certificati era sceso fino a 3½, ma ciò rifletteva la sfiducia nella capacità finanziaria di Southern, piuttosto che una questione riguardante la legalità dell'obbligo di pagare il dividendo del 4%. Mobile & Ohio fu fusa con Gulf, Mobile, Northern Railroad nel 1940, ma questo sviluppo non influenzò lo *status* dei certificati azionari garantiti.

NOTA 32

RISTRUTTURAZIONE DELLE SOCIETÀ
DI EDIFICI PER UFFICI INDUSTRIALI

La storia di questa impresa illustra in modo sorprendente la differenza tra i diritti teorici e l'esperienza effettiva di un obbligazionista di primo grado. Nel 1926 la società costruì un edificio per uffici a Newark, nel New Jersey. Il costo del terreno e dell'edificio apparentemente fu di circa 3.800.000 dollari, ma il valore del terreno fu aumentato da 300.000 dollari a 2.000.000 di dollari attraverso il noto processo di "stima". Il costo dell'edificio fu coperto dalla vendita dei seguenti titoli:

Obbligazioni ipotecarie di primo livello al 6%	3.150.000\$
Obbligazioni non garantite al 7%	450.000
Azioni privilegiate	450.000
Azioni ordinarie	100.000
(La rivalutazione del patrimonio immobiliare diede alle azioni ordinarie un "valore contabile" di circa 1.800.000 dollari.)	

Dopo un periodo di utili scarsi, gli interessi furono inadempienti il 1° giugno 1932 e fu nominato un curatore fallimentare. Poco dopo fu redatto un piano di ristrutturazione, che prevedeva quanto segue:

1. Le obbligazioni ipotecarie di primo livello al 6% in scadenza nel 1947 avrebbero dovuto essere scambiate con obbligazioni ipotecarie di primo livello al 5% *da rendita*, sempre in scadenza nel 1947.

2. Le obbligazioni non garantite al 7% in scadenza nel 1937 avrebbero dovuto essere scambiate con obbligazioni non garantite al 7% *da rendita*, in scadenza nel 1948.

3. Le azioni privilegiate all'8% avrebbero dovuto essere scambiate con nuove azioni privilegiate all'8%.

4. Le azioni ordinarie avrebbero dovuto essere scambiate con nuove azioni ordinarie.

5. Tutti questi scambi avrebbero dovuto essere effettuati alla pari o azione per azione.

Il piano fu attuato con l'acquisto della proprietà all'offerta derivante dal pignoramento per 100.000 dollari da parte del Comitato di riorganizzazione. I detentori di obbligazioni di prima ipoteca che non accettarono i nuovi titoli ricevettero in contanti solo 56,43 dollari per ogni obbligazione da 1.000 dollari.

In questa riorganizzazione i detentori di obbligazioni rinunciarono al loro diritto fisso agli interessi, senza ricevere alcun compenso di alcun tipo, mentre gli azionisti non rinunciarono a nulla (i dividendi devono essere posticipati fino a quando due terzi delle obbligazioni non saranno stati ritirati, ma tali ritiri vanno a beneficio degli azionisti e questa disposizione non rappresenta realmente un sacrificio da parte loro). Questa è stata una composizione o “compromesso” straordinariamente unilaterale – tanto più che i detentori di obbligazioni avevano chiaramente il diritto di prendere possesso diretto della proprietà. Il Comitato di Ristrutturazione ha difeso la propria generosità verso gli azionisti, sostenendo che era auspicabile mantenere i servizi (a stipendio) del maggiore azionista come gestore della proprietà. In effetti, i veri proprietari dell’edificio hanno accettato un’emissione di azioni privilegiate (per esempio, obbligazioni a reddito) per il loro capitale e hanno ceduto tutto il capitale junior al management. Questo sembra un prezzo sbalorditivo da pagare per la supervisione di un edificio per uffici.

Si potrebbe obiettare che la nostra critica è un po’ forzata, poiché era improbabile che l’edificio avrebbe reso più dell’interesse sulle obbligazioni da rendita in ogni caso, quindi, il fatto che il capitale fosse trattato per intero dagli azionisti non valeva la pena di essere discusso. Ma è altamente fallace misurare i *potenziali* utili in base ai risultati mostrati in una depressione senza precedenti. Considerando la proposta nel lungo termine, c’erano diversi tipi di possibilità che avrebbero potuto rendere prezioso il capitale azionario. Tra queste possibilità annoveriamo le seguenti:

1. Il ritorno della prosperità e persino di un nuovo boom immobiliare.
2. Una sostanziale inflazione della moneta, che avrebbe ridotto l’onere del debito obbligazionario.
3. Uno speciale sviluppo favorevole, che avrebbe interessato il quartiere o l’edificio. Accadde che subito dopo che il Piano di Riorganizzazione fu completato, la Borsa di New York svolse tutte le pratiche per trasferire la sua attività a Newark, e si disse che questo stesso edificio per uffici fosse la sede del Curb Exchange. Se ciò fosse effettivamente avvenuto, un grande profitto sarebbe stato realizzato interamente dai vecchi azionisti di questa ex impresa fallita. Questo profitto, in realtà, avrebbe dovuto appartenere ai detentori di obbligazioni, perché si erano assunti tutti i rischi di perdite future (come dimostrato nel febbraio 1933 dal calo del prezzo di mercato dell’emissione a 4).

Si dovrebbe richiamare l'attenzione sul fatto che questa proprietà, valutata 5.500.000 dollari, fu venduta in esecuzione forzata per 100.000 dollari, fruttando ai detentori di obbligazioni non depositanti circa 5 centesimi per dollaro (l'emissione era stata lanciata a 100 nel 1927). Che questo fosse un prezzo palesemente inadeguato risulta chiaro dal fatto che gli *utili netti dopo le tasse* per la prima metà del 1932 furono pari a 67.000 dollari. Secondo gli autori, il trasferimento di proprietà a un prezzo trascurabile in attuazione di uno schema di ristrutturazione di questo tipo è più iniquo del "congelamento" degli azionisti, o di altri proprietari, nella normale procedura fallimentare. Il diritto dei creditori di rivalersi sui beni spesso crea grandi difficoltà ma difficilmente può essere definito ingiusto alla luce dei termini specifici del contratto di emissione e delle possibilità iniziali di profitto per l'azionista derivanti dall'uso dei fondi presi in prestito. Ma nell'esempio dell'*Industrial Office Building*, il procedimento giudiziario è stato utilizzato per privare il singolo obbligazionista del rimedio che gli era stato assicurato di avere in caso di inadempimento, vale a dire sia l'acquisizione della proprietà per suo conto sia la distribuzione a suo favore della sua quota del valore in contanti della proprietà, realizzato mediante una vendita *in buona fede*.

Una successiva pronuncia della Corte Suprema degli Stati Uniti in merito *all'equità* dei piani di riorganizzazione è decisamente contraria a questo tipo di aggiustamento degli interessi dei creditori e degli azionisti. Vedere il *Caso contro Los Angeles Lumber Products Company, Ltd.*, 308 U.S. 106 (deciso il 6 novembre 1939). La Corte ha stabilito che un piano di ristrutturazione ai sensi della Sezione 77B non era "equo e giusto" laddove, con la società coinvolta insolvente, il valore totale della proprietà disponibile non fosse stato prima messo a disposizione dei reclami degli obbligazionisti, prima che agli azionisti fosse consentito di rivalersi.

NOTA 33

LE OBBLIGAZIONI FINANCIAL INVESTMENT COMPANY 5%,
SCADENZE 1932 E 1940

Un esempio tratto dal campo dei trust di investimento mostrerà come l'inclinazione del fiduciario a evitare azioni concrete di propria iniziativa operi per privare l'obbligazionista delle tutele sulle quali è apparentemente giustificato a contare quando assume il suo impegno.

La Financial Investing Co. di New York collocò due emissioni di obbligazioni fiduciarie collateralizzate al 5%, con scadenza, rispettivamente, nel 1932 e nel 1940. Queste obbligazioni erano garantite da un deposito, tenuto presso il fiduciario, di titoli quotati diversificati in conformità a requisiti rigorosi. La società si impegnò a mantenere tale garanzia a un valore di almeno il 120% delle obbligazioni in circolazione. Il fiduciario era autorizzato: (1) a dare comunicazione alla società nel caso in cui il margine necessario fosse compromesso, (2) a dichiarare il capitale da ripianare se la carenza non fosse stata sanata entro 30 giorni e (3) in quel caso escutere la garanzia e utilizzare i proventi per il pagamento del capitale e degli interessi.

Questi patti sembravano offrire ai detentori di obbligazioni praticamente la stessa protezione di cui gode una banca che concede un prestito collateralizzato su titoli negoziabili. Se il margine stipulato si fosse deteriorato e non fosse stato risarcito, la garanzia avrebbe potuto essere liquidata per rimborsare il prestito. L'unica differenza importante sembrava essere la concessione, nel regolamento delle obbligazioni, di un periodo di 30 giorni per ripristinare il margine alla percentuale richiesta.

Ma la storia effettiva delle emissioni di Financial Investing Co. fu sorprendentemente in contrasto con quella del tipico prestito collateralizzato concesso dalle banche nello stesso periodo. Nell'ottobre 1931 il margine scese sotto il 20% e il fiduciario informò la società di questo "evento di inadempienza". Il margine non fu saldato entro trenta giorni ma la garanzia non fu liquidata. Nell'agosto 1932 il prezzo di offerta per le obbligazioni scese fino a 20. Nell'ottobre 1932 il capitale di un'emissione giunse a scadenza e non fu pagato. Questo evento attivò l'azione di liquidazione, la garanzia che garantiva entrambe le emissioni fu liquidata sul mercato e, nel gennaio 1933, 15 mesi dopo la "richiesta di margine", i detentori di obbligazioni ricevettero finalmente circa 65 centesimi per ogni dollaro. Qui si può osservare un'ampia discrepanza tra le garanzie apparentemente efficaci accordate ai detentori di obbligazioni nel loro regolamento di emissione e i risultati altamente insoddisfacenti che hanno effettivamente sperimentato, vale a dire, una perdita sostanziale, un lungo ritardo e una contrazione particolarmente straziante del valore di mercato durante il periodo intermedio. Qual è la spiegazione? Fu inerzia o negligenza da parte del fiduciario? Superficialmente si potrebbe optare per quest'ultima, eppure, in realtà, il fiduciario dedicò molto tempo e riflessione a questa situazione. Ma i suoi sforzi furono diretti – e vi-

ziati – dal principio consolidato applicato alle obbligazioni fiduciarie, vale a dire: “Non fare mai nulla che qualcuno potrebbe criticare, a meno che non venga richiesto di farlo dagli obbligazionisti nel modo specificato nel regolamento di emissione”. Nel caso delle obbligazioni Financial Investing Co. 5%, il fiduciario avrebbe potuto essere costretto ad agire su richiesta scritta dei detentori del 30% delle obbligazioni, accompagnata dalle consuete indennità. Il fiduciario esitò a escutere prontamente la garanzia di propria iniziativa perché, se il mercato si fosse ripreso in seguito, avrebbe potuto essere accusato dagli azionisti di averli ingiustificatamente svalorizzati. Sembra anche che per una ragione simile alcuni obbligazionisti si fossero opposti alla liquidazione della garanzia dopo che il suo valore era sceso al di sotto dell'importo nominale dell'emissione.

Non è difficile dimostrare che queste obiezioni relative all'adozione di disposizioni protettive, erano fondamentalmente infondate. In effetti, se fossero state valide, non ci sarebbe stata alcuna giustificazione per includere tali disposizioni nell'indenture. Se analizziamo questo incidente nel suo insieme, vediamo che i risultati insoddisfacenti derivano da:

1. La mancanza di regole procedurali chiaramente stabilite per far rispettare i termini dell'indenture.
2. Un gruppo di obbligazionisti con scarso acume finanziario e ancora meno iniziativa.
3. Fiduciari che, anziché proteggere gli interessi degli obbligazionisti, si limitano a seguire la volontà di questi ultimi che, non avendo le competenze necessarie, rimangono inerti.

NOTA 34

Riteniamo che dei due esempi seguenti si debba fare tesoro come ammonimento per l'analista contro l'eccessivo affidamento su (1) i patti protettivi nel regolamento di emissione e (2) la documentazione statistica, quando si selezionano obbligazioni industriali.

I. Obbligazione decennale di primo livello Willys Overland Co. 6½%, scadenza settembre 1933. Importo dell'emissione originale, 10.000.000 di dollari.

A. Disposizioni protettive:

1. Un'ipoteca di primo grado diretta su tutti i beni fissi al momento posseduti o in seguito acquisiti (con l'eccezione dei privilegi sui nuovi acquisti), e garantita anche dal pegno di tutte le azioni possedute nelle principali società sussidiarie. Alle sussidiarie era vietato creare ipoteche o debiti finanziati a meno che non fossero impegnati per garantire questa emissione.
2. Un fondo di ammortamento del 10% dell'emissione ogni anno (1.000.000 di dollari all'anno) avrebbe dovuto ritirare il 90% dell'emissione prima della scadenza.
3. Le attività correnti nette avrebbero dovuto sempre essere pari almeno al 150% delle obbligazioni in circolazione.
4. I dividendi in contanti dovevano essere pagati solo con gli utili successivi al 1° settembre 1923 e solo se le attività correnti dopo l'addebito di tali dividendi non fossero stati inferiori al 200% delle passività correnti e le imposte correnti nette non fossero inferiori al 200% delle obbligazioni in circolazione al valore nominale.

B. Allegato statistico, 31 dicembre 1928:

1. Gli interessi furono coperti 12 volte dagli utili nel 1928, in media oltre 11 volte nel 1923-1928 e almeno 3 volte e mezza in ciascuno degli ultimi sei anni.
2. Il valore di mercato delle azioni privilegiate e ordinarie al 31 dicembre 1928 era di 110.000.000 di dollari o 22 volte l'emissione obbligatoria di 5.000.000 di dollari.
3. Le attività correnti nette consolidate al 31 dicembre 1928 erano di 28.700.000 dollari, ovvero più di cinque volte le obbligazioni in circolazione.
4. Le attività materiali nette consolidate applicabili alle obbligazioni erano oltre 14 volte l'importo dell'emissione.

C. Cronologia successiva al 1928: nei quattro anni 1929-1932 le riserve consolidate diminuirono da 39.600.000 dollari a 400.000 dollari. Di questa contrazione, 6.000.000 di dollari rappresentavano dividendi pagati e il saldo era dovuto a perdite operative e di altro tipo. Casualmente, le attività correnti nette di 28.700.000 dollari erano state convertite in un eccesso netto di passività correnti pari a 2.400.000 dollari, una contrazione totale di oltre 30.000.000 di dollari.

Le operazioni del fondo di ammortamento ridussero l'emissione obbligazionaria a soli 2.000.000 di dollari alla fine del 1931, ma la rata del fondo di ammortamento dovuta a luglio 1932 non fu saldata. Nel febbraio 1933 furono nominati dei curatori fallimentari. Gli interessi sulle obbligazioni dovuti a marzo 1933 furono dichiarati inadempienti e anche il capitale fu dichiarato inadempiente a settembre 1933.

Le obbligazioni, che erano state scambiate fino a 101½ nel 1931 e a 92 nel 1932, scesero a 24 alla fine del 1933.

Va notato che non fu intrapresa alcuna azione dai fiduciari o dagli obbligazionisti al momento dell'inadempienza del fondo di ammortamento nel luglio 1932, né al momento in cui il capitale circolante scese per la prima volta al di sotto del minimo stabilito. Misure tempestive di difesa avrebbero potuto allora costringere al pagamento della relativamente piccola emissione obbligazionaria. Dopo la curatela fu formato un comitato di protezione degli obbligazionisti. Trovando impraticabili i piani di ristrutturazione, questo favorì la liquidazione, ma poi trovò difficoltà legali nella procedura di pignoramento del suo privilegio.

La società fu infine ristrutturata nel 1936, i detentori di obbligazioni ricevettero azioni in una società di liquidazione immobiliare e la scelta tra un blocco di azioni privilegiate convertibili o un blocco più grande di azioni ordinarie nella società ristrutturata. Fortunatamente per i precedenti detentori di obbligazioni, queste azioni ben presto iniziarono a valere più del valore nominale e degli interessi di mora sulle vecchie obbligazioni.

II. Obbligazioni di primo livello Berkey and Gay Furniture Co. 6%, scadenza seriale 1927-1941. Importo dell'emissione originale 1.500.000 dollari.

A. Disposizioni di protezione:

1. Garantite da un primo privilegio su beni immobili valutati a circa 4.400.000 dollari, ovvero oltre il 290% dell'emissione originale. Ulteriori obbligazioni potevano essere emesse fino a 1.000.000 di dollari contro il pegno di proprietà aggiuntive ma a un tasso non superiore al 50% del costo delle stesse.
2. Le attività correnti nette dovevano essere mantenute a 2.000.000 di dollari e le attività correnti dovevano essere pari al doppio delle passività correnti.

3. La scadenza seriale era equivalente a un fondo di ammortamento in media di 70.000 dollari all'anno, che avrebbe ritirato due terzi dell'emissione prima della scadenza.

B. Allegato statistico, 31 dicembre 1927.

1. Gli interessi furono coperti dagli utili più di tre volte nel 1927, una media di circa 4 volte e mezza nel 1922-1927 e non meno di tre volte in ciascun anno del periodo di sei anni.
2. Le attività correnti nette erano 3.698.000 dollari, ovvero 2 volte e mezza i 1.460.000 dollari di obbligazioni in circolazione.
3. Le attività materiali totali di pertinenza all'emissione erano pari a 8.500.000 dollari o circa 6.000 dollari per obbligazione.

C. Cronologia successiva al 1927: tra il 1° gennaio 1929 e il 31 luglio 1931, la società riportò perdite per un totale di quasi 3.000.000 di dollari. Solo nel 1930 il capitale circolante si ridusse da 2.900.000 dollari a 650.000 dollari. Entro luglio 1931 fu evidenziato un eccesso di passività correnti. Gli interessi sulle obbligazioni furono dichiarati inadempiti nel novembre 1931. I curatori furono nominati nel febbraio 1932. La rata delle obbligazioni in scadenza a maggio 1932 fu dichiarata inadempita. Un decreto che ordinava la liquidazione ai sensi dell'ipoteca fu emesso nell'aprile 1933. Le obbligazioni, che erano state scambiate alla pari nel 1928 e avevano raggiunto quota 65 nel marzo 1931, valevano solo un centesimo per dollaro alla fine del 1933.

Fu formato un comitato di protezione per l'emissione obbligazionaria in seguito al mancato pagamento degli interessi. È difficile dire se un'azione più tempestiva da parte degli obbligazionisti avrebbe avuto qualche utilità in questa situazione disastrosa. Ma certamente avrebbero dovuto attivarsi alla fine del 1930, quando le disposizioni sul capitale circolante erano state violate, e non restare inerti fino al mancato pagamento degli interessi quasi un anno dopo.

Le proprietà furono vendute in liquidazione nel 1935 e nel 1936 furono distribuiti ai titolari 522,50 dollari per 1.000 dollari di obbligazioni, in gran parte dai proventi di una causa per danni contro un'altra società.

NOTA 35

L'evidenza della crescita del finanziamento tramite emissioni privilegiate e del suo declino tardivo è fornita nelle seguenti cifre per il *numero totale di emissioni privilegiate in circolazione* come elencato nei *Moody's Manuals* per gli anni indicati. Sono inclusi sia i titoli obbligazionari sia le azioni.

Anno	Numero totale di emissioni privilegiate in circolazione	Convertibili	Partecipative	Cum warrant
1925	434	434	(non distribuite)	(non distribuite)
1926	613	503	(non distribuite)	110
1927	1.129	537	410	182
1931	2.668	1.214	862	592
11935	1.705	860	630	215
1939	1.629	912	536	181

I comunicati delle serie statistiche n. 208, 243, 295 e 339 della SEC mostrano le caratteristiche delle nuove emissioni emesse per contanti ai sensi del Securities Act del 1933, nel periodo dal 1° aprile 1937 al 30 settembre 1939. I seguenti dati riassunti da questi comunicati indicano l'andamento del recente finanziamento tramite emissioni privilegiate senior.

NOTA 36

L'applicazione della formula antidiluizione al caso piuttosto complicato delle obbligazioni convertibili collateralizzate Chesapeake Corp. Convertible 5%, scadenza 1947, si basa sul seguente stato di fatto. Le obbligazioni, emesse nel maggio 1927, erano garantite dal pegno sulle azioni ordinarie della Chesapeake & Ohio Railway, nelle quali furono convertite dopo il 15 maggio 1932. Il regolamento di emissione conteneva le consuete disposizioni antidiluizione e stabiliva che, ai fini del calcolo dei nuovi prezzi di conversione, 1.190.049 azioni ordinarie della Chesapeake & Ohio avrebbero dovuto essere considerate in circolazione alla data di emissione delle obbligazioni.

Voce	Numero di emissioni	% sul totale	Ricavato lordo per l'emittente (dati in migliaia)	% sul totale
Totale delle emissioni collocate	439	100,00	3359177\$	100,00
Emissioni privilegiate collocate	191	43,51	658.020	19,60
Totale delle azioni privilegiate	214	100,00	470.423\$	100,00
Totale delle emissioni privilegiate	139	65,00	247.259	52,50
Convertibili	89	41,60	210.243	44,70
Partecipative	40	18,70	23.637	5,00
Cum warrant	10	4,7	13,379	2,80
Totale delle obbligazioni a lungo termine garantite	135	100,00	1.570.082\$	100,00
Totale delle emissioni privilegiate a lungo-termine				
Obbligazioni non garantite	20	14,81	46.824	2,98
Convertibili	12	8,89	41.822	2,66
Partecipative				
Cum warrant	8	5,92	5.002\$	0,32
Totale delle obbligazioni a lungo termine non garantite	79	100,00	1.312.213\$	100,00
Totale delle emissioni privilegiate a lungo-termine				
Obbligazioni non garantite	31	39,24	363.193	27,68
Convertibili	27	34,18	358.746	28,34
Partecipative				
Cum warrant	4	5,06	4,477\$	00,34
Totale delle obbligazioni a breve termine	11	100,00	6,459\$	100,00
Totale delle obbligazioni privilegiate a breve termine	1	9,09	744	11,50
Convertibili	1	9,09	744	11,50

Successivamente Chesapeake & Ohio emise nuove azioni come segue:

(a) 296.222 azioni a 100 dollari per azione ai titolari registrati al 30 aprile 1929.

(b) 46.066,5 azioni emesse nel 1930 in cambio di azioni ordinarie di Hocking Valley Railway Co. Risalendo dai bilanci della società, sembra

che le azioni di Hocking Valley fossero state valutate a 7.076.710,18 dollari, o al tasso di 153,62 dollari per le azioni C & O emesse in cambio.

(c) 382.211 azioni a 100 dollari per azione ai titolari registrati al 12 giugno 1930.

Infine, il 31 luglio 1930, il valore nominale delle azioni ordinarie di Chesapeake & Ohio fu ridotto da 100 dollari per azione a 25 dollari per azione e furono emesse quattro nuove azioni in concambio di ogni vecchia azione fino ad allora in circolazione.

Sulla base di questi fatti, il calcolo del prezzo di conversione nella prima parte del 1933 fu il seguente:

<i>Cifra base</i>	<i>Offerta del 4/30/29</i>	<i>Hocking Valley</i>	<i>Offerta del 6/12/30</i>
$(1.190.049 \times 100\$) + (296.222 \times 100\$) + (46.066,5 \times 153,62) + (382,211 \times 100\$)$			
$= 1.190.049 + 296.222 + 46.066,5 + 38.221,1$			
$4 \text{ (dovuto al frazionamento 4 per 1 del 31/07/30)}$			$= 43,97\$$

NOTA 37

Le obbligazioni convertibili triennali al 7% della Consolidated Textile Corp., con scadenza nel 1923, avevano un privilegio di conversione di questo tipo. Il regolamento di emissione prevedeva che: "Il tasso al quale le azioni ordinarie della società saranno consegnate in qualsiasi conversione sarà sulla base di 22 quote di tali azioni ordinarie per ogni obbligazione da 1.000 dollari e undici quote di tali azioni ordinarie per ogni obbligazione da 500 dollari o, se qualsiasi azione ordinaria aggiuntiva della società viene in qualsiasi momento emessa da essa per meno di 46 dollari per azione, il tasso di conversione sarà ridotto al prezzo in denaro o al valore equo della proprietà a cui o per la quale tali azioni ordinarie sono emesse, e se qualsiasi ulteriore azione viene successivamente emessa a un prezzo inferiore, il tasso di conversione sarà ulteriormente ridotto e così via di volta in volta, con un adeguamento in contanti degli interessi e dei dividendi maturati". Queste obbligazioni furono emesse nell'aprile 1920. A novembre di quell'anno furono offerte azioni aggiuntive agli azionisti a 21 dollari ciascuna e il prezzo di conversione, di conseguenza, fu ridotto a 21 dollari per azione da circa 46 dollari per azione. Il privilegio non raggiunse mai un valore significativo, poiché le azioni non erano state scambiate a più di 46½ prima del novembre 1920 e non avevano superato 21⅞ dopo l'abbassamento del prezzo di conversione a novembre. L'emissione fu richiamata a 102½ nell'ottobre 1921.

NOTA 38

I 67.000.000 dollari della convertibile American Telephone & Telegraph Co. 4½%, con scadenza 1933, che furono offerti agli azionisti nel 1913 sono un esempio di questa condizione relativamente rara. Le obbligazioni erano convertibili in azioni ordinarie a 120 dollari per azione dal 1° marzo 1915 al 1° marzo 1925. L'atto di emissione prevedeva che le azioni ottenibili alla conversione avrebbero dovuto essere "parte del capitale azionario autorizzato della Telephone Company, *in quanto tale capitale azionario autorizzato sarà costituito al momento di tale conversione*" e non conteneva le consuete clausole antidiluizione. È interessante notare che sia le emissioni convertibili precedenti sia quelle successive di American Telephone & Telegraph Co. contenevano una clausola antidiluizione. Si vedano, per esempio, i regolamenti di emissione che garantivano le convertibili 4% emesse nel 1906 e le convertibili 4½% emesse nel 1929.

Oltre la metà delle obbligazioni 4½%, in scadenza nel 1933, furono convertite nel 1915, il primo anno in cui il privilegio fu esercitabile, e il totale fu rapidamente ridotto in seguito tramite conversione. Nel 1925, quando il privilegio scade, 1.899.400 dollari rimasero non convertiti e furono richiamati alla pari nel 1931. Nel frattempo, prima del 1925, furono offerte diverse sottoscrizioni privilegiate agli azionisti e questo potrebbe spiegare la rapida conversione di questa emissione non protetta dalla diluizione tramite i "diritti" degli azionisti, sebbene il rendimento più elevato delle azioni con un tasso di dividendo di 8 e 9 dollari fosse senza dubbio un fattore importante.

Un altro esempio che non è così chiaramente pertinente è quello delle convertibili Brooklyn Union Gas Co. 5½%, con scadenza nel 1936. Queste furono offerte nel dicembre 1925 con il diritto di convertirle in 20 azioni ordinarie a partire dal 1° gennaio 1929. Lo statuto di emissione era formulato in modo un po' ambiguo, nel senso che "in caso di modifica della natura delle azioni della Società prima della scadenza delle obbligazioni, che aumenti o diminuisca il numero di quote che gli azionisti hanno diritto a ricevere per le loro azioni, il numero di quote che i titolari di queste obbligazioni riceveranno alla conversione sarà corrispondentemente aumentato o diminuito". Ciò ha lasciato in dubbio se fosse stata fornita protezione contro tutte le forme di diluizione o se fosse stata fornita protezione solo contro dividendi azionari, frazionamenti azionari e frazionamenti inversi (cioè raggruppamenti, N.d.T.). Fu forse per questa ragione che esistevano spread di arbitrag-

gio molto ampi tra le obbligazioni e le azioni prima del 1° gennaio 1929, quando poté avvenire l'effettiva conversione, sebbene anche in questo caso il rendimento più elevato dei dividendi sulla quantità equivalente di azioni avrebbe potuto in parte giustificare le discrepanze. I dati rilevanti sono riportati di seguito.

NOTA 39

Le obbligazioni convertibili Dodge Brothers, Inc. 6%, scadenza 1940, illustrano l'aumento del prezzo di conversione che si verifica quando le azioni della società emittente vengono concambiate per un numero inferiore di azioni in occasione di una fusione con un'altra società.

Le obbligazioni, emesse nel 1925, erano convertibili in azioni di Classe A della Dodge Brothers, Inc., fino a un massimo di 30.000.000 di dollari su di un'emissione totale di 75.000.000 di dollari. La conversione fu stata fissata ai tassi stabiliti nella seguente tabella:

I primi 5.000.000 di dollari convertiti, 1 azione di tipo A per 30 dollari di obbligazioni alla pari.

I secondi 5.000.000 di dollari convertiti, 1 azione di tipo A per 35 dollari di obbligazioni alla pari.

I terzi 5.000.000 di dollari convertiti, 1 azione di tipo A per 40 dollari di obbligazioni alla pari.

I quarti 5.000.000 di dollari convertiti, 1 azione di tipo A per 50 dollari di obbligazioni alla pari.

I quinti 5.000.000 di dollari convertiti, 1 azione di tipo A per 60 dollari di obbligazioni alla pari.

I sestì 5.000.000 di dollari convertiti, 1 azione di tipo A per 70 dollari di obbligazioni alla pari.

Il regolamento di emissione prevedeva che in caso di fusione o consolidamento l'acquirente dovesse assumere le obbligazioni e provvedere alla loro conversione nello stesso tipo e importo di azioni emesse nella fusione o consolidamento rispetto al numero di azioni di Classe A a cui il detentore dell'obbligazione aveva diritto di volta in volta al momento della conversione.

I primi 15.000.000 di dollari delle obbligazioni furono convertiti in azioni di Classe A della Dodge Brothers prima della fusione di tale società con la Chrysler Corp. nel luglio 1928 e dell'assunzione delle obbligazioni rimanenti da parte di quest'ultima. In questa acquisizione, cinque azioni di Classe A in cui le obbligazioni erano convertibili furono

concombiare con un'azione ordinaria della Chrysler Corp. Pertanto, in conformità con le disposizioni del regolamento di emissione, i quarti 5.000.000 di dollari di obbligazioni erano da allora in poi convertibili al tasso di quattro azioni ordinarie Chrysler per ogni obbligazione da 1.000 dollari (un prezzo di conversione di 250 dollari per azione per Chrysler). Allo stesso modo, la quinta e la sesta unità erano convertibili in azioni ordinarie Chrysler, rispettivamente, a 300 dollari e 350 dollari per azione. Il 1° maggio 1935 dell'intero saldo in sospeso di 30.150.500 dollari di queste obbligazioni fu richiesto il riscatto.

NOTA 40

Le obbligazioni ipotecarie di primo livello Spanish River Pulp & Paper Mills, Ltd.6%, scadenza 1931, furono emesse nel 1911 come obbligazione semplice, senza privilegi di partecipazione agli utili. Un inadempimento nei pagamenti degli interessi si verificò nel 1915-1916, con conseguente compromesso tra i detentori delle obbligazioni e la società. In base a questo accordo, i pagamenti degli interessi in sospeso del 1915-1916 furono rinviati all'ottobre 1922; i pagamenti del fondo di ammortamento furono temporaneamente sospesi e ai possessori di queste e di alcune obbligazioni di società affiliate fu concesso il diritto di ricevere, durante la vita delle loro obbligazioni, una quota proporzionale del 10% dell'importo assegnato in qualsiasi anno a titolo di dividendo sulle azioni privilegiate e ordinarie della Spanish River Co.

Anno	Rapporto di copertura degli interessi da parte degli utili	Range di prezzo per le obbligazioni
1919	2,62	105½ - 97
1920	3,03	97½ - 93
1921	4,39	87 - 86¼
1922	2,39	115 - 93¼
1923	3,46	105 - 95
1924	4,37	104 - 97
1925	3,85	106¼ - 106¼
1926	3,96	108 - 105
1927	3,36	108¾ - 108½
1928	Obbligazioni richiamate a 110	

Come risultato di questo accordo, i detentori di obbligazioni non solo ricevettero il 10% di tutti i dividendi pagati in contanti sulle azioni privilegiate e ordinarie della Spanish River Co. fino al ritiro delle obbligazioni nel 1928, ma ricevettero anche il 10% delle azioni privilegiate emesse nel luglio 1920 come dividendo azionario del 42% per liquidare gli accantonamenti sulle azioni privilegiate.

La qualità da investimento di queste obbligazioni susseguente al 1918 è indicata dalle cifre mostrate nella tabella.

NOTA 41

La tecnica di un'operazione di copertura intermedia è illustrata dalle seguenti transazioni effettuate nel 1918-1919, che comportavano l'acquisto di un'obbligazione Pierce Oil Corp. al 6% da 1.000 dollari, con scadenza nel 1920, e la vendita di azioni ordinarie contro di essa. L'obbligazione Pierce Oil era convertibile in qualsiasi momento in 50 azioni ordinarie (gli interessi maturati sull'obbligazione erano esclusi).

Data	Acquisto	Range di prezzo del mese	Vendita	Range di prezzo del mese
Ott. 1918	1.000\$ di obbligazioni	99½ - 101½	25 azioni ordinarie a 19 = 470\$	16¼ - 19%
Dic. 1918	100½ = 1.008\$ 25 azioni ordinarie a 16 = 403\$	15¾ - 17		
Gen. 1919			25 azioni ordinarie a 19 = 470\$	16¼ - 19¾
Magg. 1919			25 azioni ordinarie a 28 = 696\$	24¾ - 28½
Dic. 1919	50 azioni ordinarie a 17½ = 881\$ 2.292\$	17 - 20%	1.000\$ di obbligazioni 100 = 1.000\$ 2.636\$	Richiamate a 100
Profitto	344\$			

Il prezzo minimo per l'obbligazione, da ottobre 1918 a dicembre 1919, fu di 99½.

Queste cinque transazioni possono essere analizzate come segue:

1. Acquisto dell'obbligazione e vendita di metà delle azioni correlate contro di essa, a un prezzo non lontano dalla parità. Ciò avrebbe consentito un profitto da copertura se le azioni fossero scese e un profitto tramite la vendita dell'altra metà se le azioni fossero aumentate.
2. Un calo delle azioni avrebbe consentito il profitto da copertura.
3. Il recupero delle azioni avrebbe consentito di ripristinare la posizione originale.
4. L'aumento delle azioni avrebbe consentito la vendita della seconda metà al prezzo per garantire un profitto sull'operazione.
5. Un nuovo calo delle azioni avrebbe consentito il riacquisto a profitto delle azioni vendute mentre l'obbligazione veniva ceduta alla pari.

Poiché la vicina scadenza dell'emissione dell'obbligazione (assieme alla ragionevolmente solida situazione finanziaria della società) poteva essere considerata abbastanza affidabile da mantenere elevato il suo prezzo, non fu necessario vendere l'obbligazione al passaggio 2. Poteva essere mantenuta, nella speranza che la vendita delle azioni potesse essere ripetuta.

NOTA 42

Abbiamo già indicato nel Capitolo 14 che il 95% di tutte le azioni privilegiate quotate alla Borsa di New York non riuscì a mantenere un livello di prezzo da investimento nel 1932. Uno studio di Adolph H. Graetz su ampi campioni di obbligazioni per ciascuno degli anni 1931-1934 indica la distribuzione dei prezzi minimi annuali che si può vedere alla pagina seguente.

La situazione attuale per quanto riguarda le obbligazioni vendute a livelli speculativi (nel 1939) è indicata dal fatto che il prezzo medio di tutte le obbligazioni societarie statunitensi quotate alla Borsa di New York alla fine del 1939 era di 74,60, un livello che suggerisce che molte emissioni venivano vendute con sconti molto elevati sotto la pari. La registrazione completa dei prezzi di tutte le obbligazioni societarie e dei relativi certificati di deposito che furono effettivamente scambiati

alla Borsa di New York durante il 1939 rivela che 558, ovvero il 57%, su un totale di 1.100 emissioni sono state vendute a prezzi inferiori a 70 in qualche momento durante l'anno. Un numero preponderante di emissioni a basso prezzo erano quelle delle ferrovie. Vedere *Commercial and Financial Chronicle*, pp. 56-64, 6 gennaio 1940.

PREZZI DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE AI LORO MINIMI ANNUALI,
1931-1934

Classe (in base al range di prezzo)	1931		1932		1933		1934	
	Numero	Percentuale cumulata ¹	Numero	Percentuale cumulata ¹	Numero	Percentuale cumulata ¹	Numero	Percentuale cumulata ¹
0-9,9	245	5,69	623	13,82	683	14,78	555	12,28
10-19,9	334	13,45	562	26,29	507	25,75	459	22,57
20-29,9	335	21,23	419	35,59	438	35,23	370	30,63
30-39,9	380	30,06	388	44,20	418	44,28	333	38,02
40-49,9	296	36,94	364	52,28	403	53,00	331	45,40
50-59,9	319	44,35	426	61,73	381	61,24	372	53,46
60-69,9	377	53,10	384	70,25	384	69,55	340	60,86
70-79,9	461	63,81	417	79,50	405	78,31	409	70,04
80-89,9	571	77,07	406	88,51	399	86,94	435	79,79
90-99,9	835	96,47	450	98,49	467	97,04	568	92,61
100 e oltre	152	100,00	68	100,00	137	100,00	334	100,00
Totale	4.305		4.507		4.622		4.506	

¹ Percentuale del totale i cui prezzi sono scesi entro il limite superiore o al di sotto dell'intervallo di classe indicato.

NOTA 43

STORIA SUCCESSIVA DELLE OBBLIGAZIONI NELLA TABELLA

Le American Seating 6%, con scadenza 1936, furono prorogate per dieci anni e scambiate fino a 104 nel 1939.

Le Crucible Steel 5%, scadenza 1940, salirono a un prezzo di 104½ nel 1937 e furono richiamate a 101 nel settembre 1938.

Le McKesson & Robbins 5½%, scadenza 1950, si dimostrarono un acquisto redditizio a 25; ma dopo essere state scambiate sopra la pari nel 1935-1938 crollarono a un prezzo di 50 tra la fine del 1938 e l'inizio del 1939, a causa delle notizie di condotta fraudolenta da parte del management. Il pagamento degli interessi fu differito nel maggio 1939, ma nell'aprile 1940 le obbligazioni avevano recuperato fino a un prezzo di 101.

Le Marion Steam Shovel 6%, scadenza 1947, registrarono il peggior risultato della lista. Tuttavia, le obbligazioni recuperarono gradualmente fino a un livello di prezzo pari nel 1936-1937 e furono scambiate fino a 87 nel 1939.

Nel 1936 alcuni detentori delle National Acme 6%, scadenza 1942, estesero la scadenza delle loro obbligazioni fino al 1946 e acconsentirono a una riduzione del tasso cedolare al 4½%. Queste obbligazioni furono scambiate costantemente vicino alla pari dal 1936. Le obbligazioni di cui non fu chiesta la proroga furono richiamate a 102½ nel dicembre 1936.

NOTA 44

Nella tabella seguente sono indicati i seguiti dei tre esempi forniti nel testo:

Voce	Electric Power and Light	Bangor and Aroostook	Chicago Yellow Cab
Minimo di prezzo successivo	1	9½ ₂	6
Rapporto rispetto al massimo del 1929	1,15%	9,51%	17,14%
Prezzo massimo dopo il 1933	26⅝ (1937)	49½ (1936)	32 (1936)
Rapporto tra il massimo successivo e quello del 1929	30,7%	54,7%	91,4%
Prezzo di chiusura del 1939	6⅞	12⅞	8⅜
Rapporto tra il prezzo di chiusura del 1939 e il massimo del 1929	7,9%	14,2%	23,9%
Utile medio per azione, 1930-1939	0,05\$(d)	3,85\$	1,21\$
Dividendo medio per azione, 1930-1939	0,25	2,61	1,60
Utile per azione, 1939	0,39(d)	0,17	1,04

NOTA 45

SWIFT & COMPANY

Nel 1939 le azioni di questa società scambiarono a un prezzo medio di circa 21 dollari ad azione. Ricevendo 1,20 dollari di dividendi, il suo rendimento medio era del 5,70%. Le attività correnti nette disponibili per le azioni, compresi gli interessi su queste attività delle sussidiarie, erano uguali, circa, al prezzo di mercato. Le attività materiali totali per azione erano quasi il doppio del prezzo di mercato.

Il quadro finanziario, nell'ottobre 1939, può essere riassunto come segue:

Capitalizzazione:

Obbligazioni	36.000.000\$
Azioni (5.920.000 azioni @ 21)	<u>124.000.000</u>
Prezzo di vendita totale della società	160.000.000\$
Attività correnti nette ¹	139.000.000
Attività tangibili nette	286.000.000
Vendite, anno fiscale 1939	757.000.000
Utile netto per azione, anno fiscale 1939	10.322.000

¹ Esclusi gli interessi nelle sussidiarie non consolidate.

Di seguito è riportata una presentazione sintetica dei dati della società dall'inizio del secolo, applicati all'equivalente delle attuali azioni da 25 dollari.

Anno	Utile per azione ¹	Dividendo per azione ¹	Valore netto delle attività tangibili per azione ¹	Prezzo di mercato per azione ¹	Totale degli investimenti degli azionisti (incluse le riserve volontarie)
Anni fiscali:					(in milioni)
1939	1,74\$	1,20\$	41,40\$	21	250\$
1900	2,19	1,67	22,45	21 (stimato)	22
Media di:					
Decade 1930-1939	1,36	1,20	40,60	20¼	244
Decade 1920-1929	1,81	2,00	38,75	28½	233

segue

Decade 1910-1919	3,67	2,37	33,66	24½	120
Decade 1900-1909	2,42	1,52	25,60	22	42
40 anni, 1900-1939	2,32	1,78	34,65	23¼	160

¹ Tutti i dati per azione precedenti al 1918 sono stati adeguati per tenere conto del dividendo del 25% pagato in quell'anno.

Discussione: Questa impresa è la protagonista principale in uno dei più grandi settori del paese. Infatti, Swift & Co. in alcuni anni registrò un volume di vendite in dollari maggiore di qualsiasi altra società americana. Durante i 42 anni dal 1898 al 1939 pagò ogni anno un dividendo, tranne nel 1937, e conseguì un utile netto in ogni anno tranne che in tre. Il patrimonio netto dei suoi azionisti crebbe da 15.000.000 di dollari nel 1898 a 250.000.000 di dollari nel 1939. Eppure, le azioni di questa società vennero scambiate nel 1939 (e in media nel 1930-1939) per meno della metà del loro investimento tangibile e per non più del loro capitale investito nelle sole attività correnti nette, ignorando completamente gli impianti di produzione, i mezzi di trasporto, i marchi e l'avviamento commerciali e le altre attività. Che cosa c'era che non andava?

Se ci chiediamo perché Wall Street non è disposta a pagare per Swift & Co. tanto quanto investito nell'azienda, la risposta è semplice. Gli utili su questo capitale investito nell'ultimo decennio furono in media inferiori al 4% e la tendenza dei profitti negli ultimi vent'anni fu prevalentemente al ribasso. Ma la vera domanda è perché questi fattori sfavorevoli siano stati sufficienti a dimezzare il valore di Swift, confrontando il prezzo di mercato con le attività materiali, quando tutte le azioni ordinarie della Borsa di New York vennero vendute, nel complesso, al 50% *in più* rispetto al valore contabile (per esempio, alla fine del 1938). La domanda conseguente è perché il prezzo di Swift & Co. doveva essere così basso da offrire un rendimento medio del 6%, rispetto al solo 4% offerto nel 1930-1939 dalle azioni ordinarie in generale (cfr. l'indice Moody's che copre 200 emissioni principali).

Il basso prezzo di Swift & Co. – in relazione ai criteri di utili medi, dividendi e valore contabile – è un'illustrazione spettacolare dell'influenza dominante dell'andamento degli utili sulle valutazioni del mercato azionario. Chiaramente il mercato è andato oltre la semplice registrazione di una mancanza di entusiasmo per le prospettive dell'a-

zienda. In realtà, ha affermato in termini espliciti di dubitare della capacità dell'azienda di ottenere profitti in futuro pari quantomeno al tasso ridotto del decennio 1930-1939, di dubitare del sostenimento del tasso di dividendo di 1,20 dollari e di non credere che l'enorme investimento tangibile abbia un valore particolare come garanzia della futura capacità reddituale.

Ma noi, a nostra volta, dobbiamo esprimere dubbi sul fatto che la valutazione di Swift da parte del mercato rappresenti effettivamente un attento sforzo di soppesare le probabilità future o di bilanciare i pro e i contro in dettaglio. La mancanza di una domanda crescente di carne è sicuramente uno svantaggio. Ma non potrebbe essere compensata da fattori quali (1) la stabilità e la permanenza di fondo dell'industria dell'imballaggio, (2) l'enorme prestigio e la forza finanziaria dell'organizzazione di Swift e (3) la considerazione che l'industria della carne "si è fatta il bagno" con la regolamentazione governativa e che il suo basso margine di profitto e i piccoli profitti sui veri investimenti potrebbero proteggerla dai pericoli politici che minacciano le industrie più redditizie? Da questo punto di vista si può dire che l'esempio di Swift rappresenta un test netto della validità dei vari attributi da investimento. La nostra critica è rivolta non tanto contro il verdetto di Wall Street – che il futuro potrebbe confermare o sconvolgere – quanto contro la riduzione della sua analisi. Supponiamo che Swift scambi a 7, come fece nel 1932 e nel 1933, la filosofia di Wall Street condannerebbe comunque il suo acquisto come un impegno in un "settore in declino". Ma non può certo essere vero che *tutti* i valori scompaiano da un'azienda una volta che abbia cessato di espandersi. Quindi, a *un certo* prezzo, una "cattiva" azienda come Swift deve essere un buon investimento, proprio come a un certo prezzo una "buona" azienda come Parke, Davis deve essere un cattivo investimento (un confronto tra le due a dicembre 1939 dovrebbe essere interessante per il lettore). Inoltre, il vero business di Wall Street, come valutatore e consulente sui valori, dovrebbe essere quello di determinare con attenzione *il peso relativo* del fattore di crescita nel quadro generale, invece di cercare semplicemente una classificazione rapida e facile di ogni azienda, su di una base da Giorno del Giudizio, come eternamente benedetta o eternamente dannata.

D'altro canto, si dovrebbe sottolineare che lo storico decennale di mercato di Swift & Co. è una sfida per il suo management. Crea problemi da discutere tra i dirigenti e con gli azionisti. Di certo, un management capace come quello di Swift non dovrebbe essere soddisfatto a

meno che non guadagni abbastanza sul solo investimento *tangibile* da poter sostenere un valore di mercato pari a quello. Se le condizioni non lo consentono, in media, allora i fattori sottostanti che determinano questo deludente risultato vanno studiati oggettivamente, i possibili rimedi esaminati con accuratezza e la faccenda completamente riferita ai 59.000 proprietari dell'azienda.

NOTA 46

Gli statuti societari della maggior parte dei Paesi continentali prescrivono alcune riserve obbligatorie, delle cui funzioni una è quella di facilitare il mantenimento dei dividendi regolari. Queste riserve vengono accumulate prendendole dagli utili annuali, ma di solito non raggiungono grandi proporzioni. Il potere di dichiarare i dividendi risiede solitamente negli azionisti riuniti nella "assemblea generale" che è un evento annuale, sebbene siano previste anche disposizioni per i dividendi provvisori.

In Inghilterra, il Companies Act non limita la funzione di dichiarazione dei dividendi alla "assemblea generale" annuale degli azionisti; ma la forma raccomandata di statuto (Tabella A dello statuto) prevede questa modalità di dichiarazione, ed è consuetudine generale nella formulazione degli articoli di associazione stabilire che "la società in assemblea generale" o "gli amministratori con l'approvazione di un'assemblea generale" possono dichiarare dividendi annuali. Si veda *First Schedule, Table A of the Companies Act, 1929*, 19 e 20 Geo. V., Cap. 23. Una discussione sulle norme e le politiche sui dividendi britanniche è disponibile in *Palmer's Company Law*, 13a ed., pp. 222-223, 628, Londra, 1929.

Le seguenti dichiarazioni riassumono informazioni più dettagliate sulle politiche sui dividendi di alcune società straniere, fornite alle pagine 669-670 dell'edizione del 1934 di quest'opera, nonché i dati sull'andamento successivo in ciascun caso:

1. Royal Dutch Co. for the Working of Petroleum Wells in the Netherlands Indies, per il periodo 1920-1938, incluso:

(a) Utile disponibile per azioni ordinarie	Fl. 1.530.396.000
(b) Dividendo pagato su azioni ordinarie	Fl. 1.497.293.000
(c) Percentuale di utili distribuiti in forma di dividendi	97,84

2. Siemens & Halske A. G., per il periodo 1925-1938, inclusi:

(a) Utile netto	Rm. 150.893.000
(b) Dividendi	124.419.000
(c) Bonus statutario dei dirigenti	3.458.000
(d) Riserve speciali ¹	25.550.000
(e) Saldo	2.534.000(d.)

¹ Inclusi 3.000.000 Rm. per il fondo di previdenza.

3. British-American Tobacco Co., Ltd., per gli anni fiscali che terminano dal 30 settembre 1921 al 30 settembre 1938, inclusi:

(a) Utile netto disponibile per azioni ordinarie	91.934.000£
(b) Dividendi su azioni ordinarie	87.240.000
(c) Percentuale degli utili distribuiti	94,90

4. Nel caso di General Electric Co., Ltd., è stata apparentemente seguita la politica americana di trattenere una giusta quota degli utili. La maggior parte di questi utili in eccesso, tuttavia, è stata trasferita al "Conto di riserva". I seguenti dati riassumono il periodo dal 1925 al 31 marzo 1939:

(a) Utile netto	£10.433.000
(b) Dividendi privilegiati	3.468.000
(c) Dividendi su azioni ordinarie	4.521.000
(d) Stanziamento per riserve	1.847.000
(e) Saldo alla riserva di utili	597.000

NOTA 47

Il lettore è rimandato al documento della Camera n. 70, 76° Congresso, 1° sessione (Washington, 1939), *The Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies*, in particolare alle pagine 463-493, 833-937, per una dichiarazione più completa sui risultati dell'esame dettagliato da parte dello staff della SEC delle performance delle grandi società di investimento di gestione nel periodo 1927-1937. Il metodo di analisi impiegato dal personale della SEC consisteva, in generale, nel confrontare le fluttuazioni delle attività nette (senza deduzione del debito finanziato)⁴ delle società di investimento con le fluttuazioni dell'indice Standard Statistics di 90 azioni ordinarie e con un titolo relativo composto, costruito per consentire una maggiore comparabilità con i trust

4. L'effetto dei riacquisti dei titoli propri delle società a sconti inferiori ai valori patrimoniali è stato eliminato. Inoltre, sono stati apportati aggiustamenti per le distribuzioni agli azionisti da parte delle società di investimento e dei componenti di gruppi rappresentativi o della media con cui è stata confrontata la performance dei trust.

di investimento, in quanto questi ultimi non limitano i loro impegni esclusivamente alle azioni ordinarie.

Le seguenti generalizzazioni dei risultati di questo studio sono citate dalle pagine 904-906 del documento della Camera appena citato: "L'analisi in questa appendice indica che le grandi società di investimento di gestione propriamente dette ... in genere si sono comportate come un indice di azioni ordinarie, con solo poche società che hanno migliorato questa performance. L'unica tendenza importante all'allontanamento dall'indice sembrerebbe essere derivata dagli investimenti diversi dalle azioni ordinarie e dall'aumento della quota di questo tipo di investimento durante gli anni di calo dei prezzi delle azioni, e dalla diminuzione di questi investimenti durante i rialzi di mercato.

Non vi è alcuna prova che molte aziende siano state in grado di ottenere costantemente risultati migliori dell'indice anno dopo anno. L'analisi indica che il risultato netto dell'interazione di tutti i determinanti della performance è stata semplicemente la performance delle principali azioni ordinarie, come rappresentate da un indice. Questa analisi non può chiarire se la performance delle società di investimento sia semplicemente la performance delle azioni ordinarie quotate selezionate a caso. La performance tipica delle società di investimento potrebbe benissimo essere migliore della performance ottenuta tramite una selezione strettamente casuale delle azioni, sebbene un risultato del genere implicherebbe che le azioni rappresentate nell'indice ottengano risultati migliori anche di quelle selezionate a caso.

"Si può quindi concludere con notevole certezza che l'intero gruppo di società di gestione dell'investimento propriamente dette (al contrario del campione qui studiato) non è riuscito a ottenere risultati migliori di un indice delle principali azioni ordinarie e probabilmente ha ottenuto risultati leggermente peggiori dell'indice nel periodo 1927-1935."

"Per quanto riguarda i trust di investimento fissi e semifissi, la performance tipica nel periodo 1930-1935 è stata inferiore alla performance dell'indice, sebbene di un margine piuttosto ridotto. Praticamente tutti i trust fissi e semifissi hanno investito i loro asset in azioni ordinarie e, di conseguenza, la loro performance è stata peggiore negli anni di calo dei prezzi azionari e migliore negli anni di prezzi in aumento, rispetto alle società di investimento vere e proprie. Considerati tutti i fattori, è dubbio che i trust fissi abbiano avuto performance molto peggiori nel periodo 1930-1935 rispetto alla media delle società di investimento di gestione vere e proprie."

**PERFORMANCE DELLE SEI PIÙ GRANDI SOCIETÀ DI INVESTIMENTO
1934-1939 E 1936-1939**

Società	Valore degli investimenti per azione Dic. 31			Dividendo pagato		Guadagno totale, in percentuale	
	1933	1935	1939	1934-1939	1936-1939	1934-1939	1936-1939
Atlas Corp.	11,03\$	15,25\$	12,80\$	2,90\$	2,60\$	42,4	1,0
Azioni da dividendo	1,21	1,56	1,28	0,54	0,39	50,4	7,1
Incorp. Investors	17,99	20,86	16,34	9,93	6,66	46,0	10,3
Lehman Corp.	26,84	37,10	32,72	9,72	8,00	54,4	9,8
Mass. Invest. Trust	17,70	24,03	20,98	6,39	4,91	54,5	7,9
State St. Investment	65,34	92,30*	71,81	39,30	36,00	70,6	16,8
Indice azionario				(stima)	(stima)		
Standard Statistics 420	71,0	96,8	4,3	24,0	18,3	66,6	16,3

* Adjusted.

La seguente tabella analizza la performance delle sei maggiori società di investimento (al 31 dicembre 1939) per i periodi di 4 e 6 anni terminati in quella data. I risultati complessivi vengono confrontati con l'indice azionario Standard Statistics 420, che è il più completo disponibile. Il rendimento dei dividendi su questo indice è stimato, in modo un po' arbitrario, come identico in percentuale a quello dell'indice Dow-Jones di 30 azioni industriali.

La seguente breve tabulazione confronta la liquidità e le obbligazioni governative detenute da 12 società di investimento in varie date nel 1937-1939 con l'indice Dow-Jones Industrial in quelle date. Si osserverà che le quote di liquidità si muovono inversamente rispetto all'andamento dell'indice azionario, il che suggerisce che le società tendono ad acquistare nei mercati in rialzo e a vendere nei mercati in calo.

Data	Indice Dow Jones Industrial	Liquidità e obbligazioni governative detenute da 12 società di investimento ¹
30 Sett. 1937	154,5	35.057.000\$
31 Marzo 1938	99,	82.796.000
31 Dic. 1938	154,8	27.093.000
30 Giugno 1939	130,6	35.858.000
30 Sett. 1939	152,5	23.775.000

¹ Le società sono: Adams Express, Blue Ridge, Equity Corp., General American, Incorporated Investors, Lehman Corp., Niagara Share, Quarterly Income Shares, Selected Industries, Tri-Continental, U. S. & Foreign Securities, U. S. & International Securities.

NOTA 48

La differenza tra i metodi standard e “last-in, first-out” per calcolare il costo dei beni venduti può essere illustrata dal seguente esempio semplificato e ipotetico.

Un’azienda inizia con 10.000.000 di libbre di rame, acquista 10.000.000 di libbre ogni anno per tre anni e vende 10.000.000 di libbre all’anno con un guadagno di 2 centesimi rispetto al mercato. Il costo iniziale e il prezzo di mercato sono di 10 centesimi; il costo medio e il prezzo di chiusura sono di 15 centesimi il primo anno, 5 centesimi il secondo anno e 10 centesimi il terzo anno.

Ovviamente l’azienda finisce dove ha iniziato in termini di inventario e ha realizzato un profitto continuo di 2 centesimi per libbra. Il buon senso pretenderebbe che l’azienda abbia realizzato (lordi) 200.000 dollari ogni anno. Ma il metodo contabile standard evidenzierebbe un utile di 700.000 dollari il primo anno, una perdita di 800.000 dollari il secondo anno e un utile di 700.000 dollari il terzo anno. Negli anni precedenti al 1939, quando non era consentito alcun riporto (rinvio al bilancio dell’anno successivo, N.d.T.) delle perdite, la società sarebbe stata soggetta all’imposta sul reddito su 1.400.000 dollari. In base alla legge del 1939 e utilizzando il metodo standard, il reddito imponibile per il periodo sarebbe stato di 700.000 dollari, il “profitto” del primo anno, e nessuno in seguito. Tuttavia, con il metodo last-in, first-out, l’utile sarebbe risultato pari a 200.000 dollari ogni anno – cifra ragionevole – e

l'imposta sul reddito sarebbe stata pagabile su questo importo. I calcoli sono come mostrato nella tabella precedente.

METODO STANDARD

	Primo anno	Secondo anno	Terzo anno
Proventi della vendita dei beni	1.700.000\$	700.000\$	1.200.000\$
Costo dei beni venduti:			
Rimanenze iniziali	1.000.000	1.500.000	500.000
Acquisti	1.500.000	500.000	1.000.000
	2.500.000	2.000.000	1.500.000
Meno rimanenze finali			
(al costo minimo o a quello di mercato)	1.500.000	500.000	1.000.000
	1.000.000	1.500.000	500.000
Profitto lordo	700.000\$	<i>Perdita</i> 800.000\$	700.000\$

METODO LAST-IN, FIRST OUT

Proventi della vendita dei beni	1.700.000\$	700.000\$	1.200.000\$
Costo dei beni venduti (uguale a quello degli acquisti effettuati durante l'anno)	1.500.000	500.000	1.000.000
Profitto lordo	200.000\$	200.000\$	200.000\$

NOTA 49

ILLUSTRAZIONE DEL METODO DI INVENTARIO DELLE SCORTE NORMALI

Il funzionamento di vari metodi di gestione delle scorte-riserve è illustrato nelle cifre allegate che si riferiscono le operazioni della Plymouth Cordage Co. nel decennio 1930-1939. Prima del 1932 fu seguita una politica alquanto arbitraria, in base alla quale nel 1929 apparve una rimanenza di magazzino sostanziale, che fu assorbita l'anno seguente, senza lasciare alcuna ulteriore rimanenza fino al 1933. Per quell'anno e il successivo fu adottata una politica di riduzione dell'intero magazzino ai prezzi minimi del 1932.

PLYMOUTH CORDAGE COMPANY (DATI IN MIGLIAIA)

Data o anno terminato il 30 settembre	Dati sulle rimanenze di magazzino			Utili netti per anno		
	Prima delle riserve ¹	Dopo le riserve societarie	Dopo le normali riserve di capitale ²	Prima degli aggiustamenti delle riserve	Dopo gli aggiustamenti delle scorte	
					Come effettuato dalla società	Come richiesto dal metodo delle scorte normali
1929	8.059\$	7.110\$	4.297\$			
1930	6.008	6.008	4.367	658\$(d)	288\$	1.463\$
1931	4.011	4.011	3.292	25	25	943
1932	3.150	3.150	3.102	233\$(d)	233\$(d)	444
1933	3.473	3.143	3.238	486	157	294
1934	5.144	4.471	4.722	619	276	432
1935	4.030	3.358	3.503	475	475	370
1936	5.191	4.193	4.193	892	466	320
1937	5.315	3.291	3.291	1.195	269	269
1938	4.849	3.877	3.877	1.066\$(d)	9\$(d)	9\$(d)
1939	4.635	3.457	3.457	336	130	130
Media di 10 anni				207\$	184\$	466\$

¹Al prezzo minimo di mercato.

² 1929-1935, dati forniti per gentile concessione della Plytmouth Cordage Co.

Nel 1935 il magazzino fu mantenuto intatto anche se non del tutto necessario. A partire dal 1936 la società adottò il metodo delle scorte normali, applicando una riserva sufficiente a ridurre al minimo gli acquisti necessari per l'attività aziendale al livello di prezzo più basso sperimentato in precedenza. La nostra tabella indica come avrebbe funzionato il metodo delle scorte normali se fosse stato seguito per tutto il decennio, rispetto ai risultati effettivamente riportati. Il fatto più significativo è che la tecnica delle scorte normali avrebbe ridotto notevolmente le fluttuazioni degli utili e avrebbe anche prodotto utili aggregati molto più elevati per il periodo. Il motivo di quest'ultimo punto è che i risultati pubblicati assorbono una notevole contrazione dell'inventario del 30 settembre 1929, oltre alla riserva fornita in quella data. Queste cifre suggeriscono che la Plymouth Cordage avrebbe mostrato un eccellente andamento durante gli anni della depressione 1930-1932, se il metodo delle scorte normali fosse stato in vigore in quel periodo. Si noti inoltre la variazione relativamente piccola delle rimanenze nette oltre la riserva delle scorte normali, rispetto alle cifre non rettificata.

NOTA 50

Tra il 1° gennaio 1929 e il 31 gennaio 1933, la Interstate Department Stores, Inc., acquistò 30.000 azioni ordinarie a un costo medio di 20,62 dollari per azione. In quest'ultima data, svalutò queste azioni a 5 dollari per azione nei suoi libri contabili, con un addebito di 468.689 dollari alla riserva di utili e accantonò 20.000 dollari per remunerare il management negli anni futuri, come previsto da accordi specifici. Nei tre anni fiscali conclusi il 31 gennaio 1937, assegnò 12.432 di queste azioni al management e addebitò ai conti economici il costo di questa attività di direzione al tasso di 5 dollari per azione, sebbene le azioni fossero costate alla società notevolmente di più e fossero vendute sul mercato a prezzi sostanzialmente superiori a 5 dollari per azione al momento dell'emissione.

La tabella rivela l'effetto di queste transazioni sull'utile riportato, come dichiarato nel prospetto della società, datato 13 maggio 1937.

Anno fiscale chiuso al 31 gennaio	Utile netto dichiarato ¹	Utile netto sulla base dei costi medi ²	Utile netto sulla base del valore di mercato ³	Utile netto sulla base del compenso in contanti ⁴
1935	468.350\$	418.991\$	442.675\$	453.095\$
1936	446.650	402.445	423.718	432.080
1937	882.002	781.378	715.997	852.438

¹Dopo aver venduto le azioni a 5 dollari ad azione.

²Addebitando all'utile il costo medio iniziale delle azioni.

³Addebitando all'utile il costo delle azioni in base al loro valore di mercato alle date di distribuzione al management.

⁴Addebitando all'utile l'importo del compenso in denaro che il management aveva la possibilità di percepire in luogo delle azioni.

NOTA 51

Di seguito è riportato un riassunto condensato dei punti di differenza più importanti che possono sorgere tra l'utile societario soggetto a imposta sul reddito e gli utili netti dichiarati agli azionisti. Questi si basano sul Revenue Act del 1939.

	Differenze che aumenteranno i profitti soggette alla tassa sugli utili	Differenze che diminuiranno gli utili soggette a tassazione
I. Voci del conto dei redditi dichiarati escluse dal conto dei redditi a fini fiscali	<p>Perdita di capitale a breve termine per l'anno in corso.</p> <p>Assicurazione pagata sulla vita dei funzionari.</p> <p>Riduzione del valore dei titoli posseduti per il mercato</p>	<p>L'85% dei dividendi ricevuti nel Paese.</p> <p>Interesse maturato su obbligazioni governative, statali e comunali</p>
II. Elementi generalmente indicati nel conto riserve da utili, che sono inclusi nella dichiarazione dei redditi	<p>Utile derivante dalla vendita di beni strumentali.</p> <p>Reddito percepito applicabile agli anni precedenti.</p> <p>Profitto su alcune vendite di quote di capitale</p>	<p>Perdita a lungo termine sulla vendita di beni strumentali.</p> <p>Alcune spese di sviluppo ammortizzabili negli anni futuri.</p> <p>Premio e sconto non ammortizzati su obbligazioni richiamate.</p> <p>Perdita su alcune vendite di quote di capitale.</p> <p>Ammortamento dell'anno corrente dello sconto su collocamenti obbligazionari precedentemente addebitati nella sua interezza alla riserva da utili</p>
III. Voci che non sono presenti nel conto economico o nel conto della riserva da utili riportato per l'anno in corso		<p>(Alcune) perdite nette riportate dall'anno precedente o dall'anno immediatamente antecedente.</p> <p>(Alcune) perdite nette di capitale a breve termine riportate dall'anno precedente</p>

IV. Altre differenze:

A. L'ammortamento e gli altri ammortamenti possono essere calcolati con metodi diversi nella dichiarazione dei redditi e nella dichiarazione pubblicata.

B. L'importo dell'imposta può essere ridotto in ragione delle imposte sul reddito e simili pagate al di fuori degli Stati Uniti.

NOTA 52

Di seguito sono riportati tre diversi esempi di esclusione di parte dell'ammortamento dal conto economico.

Esempio A: Pennsylvania-Dixie Cement Co. Al 1° gennaio 1937, questa società creò una riserva speciale di 9.373.000 dollari (tramite un addebito alla riserva di capitale) al fine di svalutare il valore del suo impianto a una cifra che elimina un ricarico effettuato al momento della costituzione della società nel 1926 (la riserva di capitale era stata a sua volta creata ammortizzando arbitrariamente la passività in conto capitale rappresentata del dividendo di 7 dollari sulle azioni privilegiate, senza valore nominale, da 100 dollari a 25 dollari). Nel 1936 l'addebito dell'ammortamento era stato di 1.367.661 dollari, ma nel 1937 la società addebitò 585.000 dollari al profitto e il saldo di 744.000 dollari alla riserva speciale. Il risultato di queste registrazioni è stato quello di mostrare le spese fisse coperte dall'utile con un piccolo margine nel 1937 e nel 1938, mentre sulla vecchia base ci sarebbe stato un deficit *prima* della deduzione degli interessi.

In questo caso, la quota di ammortamento inferiore può sembrare giustificata, poiché si applica al costo originale dell'impianto anziché al valore apprezzato. Sarebbe stato più semplice se la società avesse semplicemente svalutato il conto dell'impianto e, in seguito, applicato una singola quota di ammortamento sulla base inferiore. Il mantenimento della cifra dell'impianto più elevata nei libri contabili, soggetta alla riserva speciale, potrebbe essere stato motivato dal desiderio di giustificare la pesante capitalizzazione originale in titoli senior, cioè obbligazioni e azioni privilegiate.

Esempio B: Symington-Gould Corp. Nel 1938 questa società addebitò all'utile 168.000 dollari a titolo di ammortamento e altri 165.000 dollari addebitandoli a una "riserva per la riduzione del valore dell'impianto". Più o meno la stessa cosa venne fatta nel 1937. La riserva originale, istituita all'inizio del 1937, era di circa 880.000 dollari, a fronte di un valore lordo del conto impianti di 7.500.000 dollari.

Questa sistemazione differisce dall'esempio di Penn-Dixie Cement, perché la riserva è proporzionalmente molto più piccola, essendo sufficiente a coprire spese di ammortamento extra per circa cinque anni. Con questo espediente il conto impianto netto è stato ridotto nel bilancio solo moderatamente, mentre d'altro canto la quota di ammortamento addebitata all'utile è stata dimezzata.

Esempio C: Climax Molybdenum Co. Per il 1938 questa impresa mineraria addebitò all'utile solo 20.000 dollari per l'esaurimento minerario (basandosi sul costo della miniera) e l'ingente somma di 2.341.000 dollari per l'esaurimento, imputandola all'"incremento rinvenuto" nel bilancio.

Ovviamente, l'addebito in conto economico per l'esaurimento non ha senso per l'investitore. L'addebito per "incremento rinvenuto" è utile come indicazione della vita residua della miniera, circa 29 anni nel 1938, soggetti a nuovi sviluppi. Si noti che l'addebito della società è calcolato su un valore stimato per la miniera di circa 72 milioni, mentre il prezzo medio di circa 47 per le azioni nel 1939 equivale a una valutazione per la miniera di circa 111 milioni. Quindi l'addebito dell'analista per l'esaurimento basato sui valori di mercato sarebbe più ingente di quello effettuato dalla società addebitandolo alla riserva.

Si può sostenere che nel gestire una vita di 30 anni, si dovrebbero effettuare addebiti tenendo conto dell'interesse composto, riducendo così sostanzialmente accantonamento annuale per l'esaurimento. Alla luce delle numerose incertezze implicite in un'impresa mineraria, sembrerebbe sensato seguire il metodo più semplice "in linea retta", creando così un certo margine di sicurezza contro evenienze future.

NOTA 53

Nell'edizione del 1934 di questo lavoro (pagina 434) abbiamo suggerito a questo punto che nel caso della Società A l'analista "avrebbe preso in considerazione il valore ragionevole in termini di utili medi di 4 dollari per azione moltiplicati per un coefficiente che potrebbe arrivare fino a 16. Ciò si tradurrebbe in un valore di circa 65". Il nostro attuale trattamento segna un significativo allontanamento dalla precedente visione sotto due aspetti: (1) elevando il moltiplicatore da 16 a 20 e (2) accettando in questo caso gli utili dell'anno più recente invece della media, come misura della capacità reddituale indicato.

Naturalmente l'aumento del moltiplicatore deriva, a nostro avviso, dalla persistenza di tassi di interesse obbligazionari molto più bassi rispetto a quanto fosse la regola prima del 1934 (il rendimento medio sui titoli A1 secondo Standard Statistics all'inizio del 1940 era del 2,78%, rispetto al 4,67% nel 1933 e al 4,78% nel 1929. Si veda la nota 57 dell'Appendice, per un'ulteriore discussione in merito al nuovo moltiplicatore massimo suggerito di 20).

Nel consentire, a volte, l'uso degli utili dell'anno più recente, piuttosto che della media, abbiamo sicuramente spostato il nostro punto di vista in una direzione più liberale. Il motivo è che a un'ulteriore riflessione ci sembra che gli utili dell'anno corrente (o dell'anno scorso) siano più rilevanti per il futuro, e quindi siano una misura più realistica del potere di guadagno, nei casi in cui (1) non sono aiutati da condizioni aziendali generali insolitamente buone, (2) c'è stata una marcata tendenza al rialzo e (3) le prospettive a lungo termine sembrano favorevoli.

NOTA 54

A questo punto, nell'edizione del 1934 abbiamo fornito la seguente illustrazione: *"Esempio:* prendiamo la situazione presentata da Mack Trucks, Inc., nel 1933, quando le azioni venivano scambiate a un prezzo estremamente basso in relazione sia al valore delle loro attività sia ai loro guadagni medi. Al momento della pubblicazione del bilancio annuale all'inizio di marzo 1933, le azioni ordinarie venivano scambiate a 15 dollari per azione. Il bilancio evidenziava attività liquide nette disponibili per le azioni ordinarie pari a 12 dollari per azione e attività correnti nette pari a 40 dollari per azione.

"Da quanto sopra si osserverà che a marzo 1933 le azioni venivano scambiate a poco più di un terzo delle attività correnti nette per azione e a poco più del doppio degli utili medi per azione. Questa società era l'unità più grande in un settore importante, quindi c'erano tutte le ragioni per aspettarsi che sarebbe stata di nuovo in grado di conseguire un profitto ragionevole sul suo capitale investito. Ma il basso prezzo di Mack Trucks presentava un'altra anomalia. Il declino dello stato da investimento delle ferrovie era dovuto in gran parte alla crescita della concorrenza da parte degli autocarri e al timore diffuso che tale concorrenza avrebbe continuato ad attrarre traffico dalle ferrovie. Su questa premessa, le prospettive a lungo termine per i produttori di autocarri pesanti avrebbero dovuto sembrare insolitamente buone. Quindi, per l'analista il prezzo estremamente inferiore alla norma delle azioni Mack Truck appariva particolarmente illogico".

Anno	Disponibile per azione ordinaria	Per azione	Dividendi pagati
1932	1.480.000\$(d)	2,19\$(d)	1,00\$
1931	2.150.000(d)*	2,90(d)*	2,25
1930	2.800.000	2,67	5,50
1929	6.841.000	9,05	6,00
1928	5.915.000	7,83	6,00
1927	4.707.000	6,60	6,00
1926	7.716.000	10,81	6,00
1925	8.331.000	13,64	6,00 e 50% in azioni
1924	5.083.000	11,97†	6,00
1923	5.866.000	13,81†	5,00
Media	4,284.000	7,13	

* Prima della svalutazione straordinaria di apparecchiature ecc. a 1 dollaro.

† Adeguato per tenere conto del 50% del dividendo azionario pagato il 31 dicembre 1925.

Sequel e discussione: Gli sviluppi successivi nella situazione del Mack Truck possono essere riassunti nella seguente tabella:

Anno	Utile per azione	Dividendo pagato	Range di prezzo
1933	1,42(d)	1,00	46 ³ / ₈ -13 ¹ / ₂
1934	0,03	1,00	41 ³ / ₄ -22
1935	0,66(d)	1,00	30 ³ / ₄ -18 ⁵ / ₈
1936	2,41	1,50	49 ¹ / ₄ -27 ³ / ₈
1937	2,15	1,25	62 ¹ / ₄ -17 ³ / ₈
1938	1,56(d)	0,25	32 ¹ / ₂ -16
1939	1,14	0,5	33 ³ / ₄ -18

L'aspettativa di un ritorno di guadagni adeguati sul capitale investito è chiaramente disattesa. Le ragioni sembrano essere legate, in primo luogo, alla mancanza di attività sostenuta nei settori dei beni strumentali in generale, tra cui rientra la produzione di autocarri pesanti e, in secondo luogo, al calo della posizione di Mack nel suo stesso campo.

Considerando il basso livello dei prezzi delle azioni prevalenti all'inizio del 1933, non sorprende, tuttavia, che un acquisto di Mack Truck a 15 si sarebbe rivelato piuttosto redditizio. Riteniamo che da questo esempio si possa trarre una duplice morale: (1) Le opinioni dell'analisi

sta sul futuro di un'azienda possono rivelarsi errate, sia per scarso giudizio sia per altri motivi, (2) fa parte dell'approccio dell'analista proteggersi il più possibile dall'imprevisto, richiedendo un ampio margine di sicurezza corrente al di sopra del prezzo pagato per un'azione ordinaria.

NOTA 55

ANDAMENTO SUCCESSIVO DELLE AZIONI DEL SETTORE DELLA BIRRA IN QUOTAZIONE NEL 1933-1934

È stato condotto uno studio su tutte le quotazioni azionarie di birrifici nel 1933-1934, per le quali è stato possibile ottenere prezzi di offerta e valori alla chiusura del 1938. La maggior parte dei dati di offerta iniziale sono stati tratti dal *Commercial and Financial Chronicle*. Di seguito è riportato un riepilogo dei risultati che riguardano 72 società. I valori aggregati in dollari sono statati derivati dal numero di azioni collocate in ciascun caso e non dalla capitalizzazione totale in circolazione.

Prezzo al 31 dicembre 1938 rispetto al prezzo dell'offerta iniziale	Numero di società	Valore totale delle azioni offerte	
		Al prezzo di offerta	Prezzo al 31 dic. 1938
Emissioni quotate a un prezzo superiore	9	6.211\$	12.555\$
Emissioni quotate a un prezzo inferiore	62	30.533	5.918
Emissioni quotate allo stesso prezzo	1	346	346
	72	37.090\$	18.819\$

¹ Dati in migliaia.

NOTA 56

Una serie di discrepanze nei prezzi relativi dei titoli della Interborough Rapid Transit Co. (New York), qui descritte, esemplificano le opportunità di lavoro analitico di carattere definito che vengono presentate in modo ricorrente nei mercati dei titoli.

1. Nel novembre 1919, le obbligazioni al $4\frac{1}{2}\%$ e le azioni privilegiate della Interborough Consolidated Corp. venivano entrambe scambiate a 13.

Le obbligazioni (denominate Interborough-Metropolitan $4\frac{1}{2}\%$) erano in default e la società era in amministrazione controllata. Gli obbligazionisti avevano il diritto di reclamare tutti i beni che avevano un valore sostanziale; gli azionisti erano rimasti senza alcun tipo di capitale proprio. Nella successiva ristrutturazione, le azioni privilegiate e ordinarie furono completamente estinte, mentre gli obbligazionisti della $4\frac{1}{2}\%$ ricevettero nuovi titoli, che alla fine valevano notevolmente più del 13% dell'importo nominale delle obbligazioni.

2. Nel gennaio 1920, le obbligazioni al 7% della Interborough Rapid Transit Co., con scadenza a settembre 1921, venivano scambiate a $64\frac{1}{2}$, mentre le obbligazioni di compendio di primo livello 5% della stessa società, con scadenza nel 1966, venivano scambiate a $53\frac{1}{4}$. Ogni obbligazione al 7% era garantita da un deposito di circa 1.562 dollari di obbligazioni al 5% ed era convertibile in circa 1.144 dollari di obbligazioni al 5%. Ai prezzi relativi, le obbligazioni non garantite erano molto più desiderabili delle obbligazioni perché: (a) godevano di una migliore sicurezza, (b) producevano un rendimento maggiore e (c) il loro privilegio di conversione consentiva al proprietario di beneficiare di qualsiasi avanzamento nel prezzo delle obbligazioni al 5%.

Le obbligazioni non garantite furono prorogate per un anno all'8%, e nel 1922 ai detentori furono offerti 100 dollari in contanti e 900 dollari in obbligazioni convertibili garantite al 7%, con scadenza nel 1932. Coloro che non accettarono nessuna delle due offerte furono in grado chiedere forzosamente il pagamento per intero. Un concambio dalla obbligazione 5% alla 7% ai prezzi sopra indicati avrebbe evidenziato un profitto sostanziale in vari momenti nel 1921 e nel 1922.

3. Nella prima parte del 1929, le azioni della Interborough Rapid Transit Company furono ripetutamente scambiate a un prezzo più alto delle azioni "modificate di garanzia" Manhattan Railway Co. (per esempio, $55\frac{1}{2}$ per Interborough Rapid Transit contro 54 per le Manhattan a garanzia speciale a marzo 1929). Questo rapporto di prezzo era illogico perché:

- a. "le azioni Manhattan modificate" avevano diritto a dividendi annuali cumulativi del 5% e al pagamento del $6\frac{1}{4}\%$ accumulato, prima che le azioni Interborough potessero ricevere alcunché.

- b. "le azioni Manhattan modificate" avevano inoltre a ricevere un totale del 7% nel caso in cui le Interborough ricevessero il 6%.
- c. Le Interborough non potevano ricevere più del 7% prima del 1950.
- d. Dividendi del 5% venivano effettivamente pagati sulle Manhattan, mentre le Interborough non ricevevano nulla.

Avrebbe dovuto essere evidente che gli azionisti Manhattan avrebbero sicuramente ricevuto un dividendo almeno pari a quello degli azionisti Interborough per i successivi 21 anni. Nell'agosto del 1929, la disparità di prezzo fu corretta, poiché le azioni "Manhattan modificate a garanzia" furono scambiate a 16 punti in più rispetto alle Interborough (39¼ contro 23).

4. Nell'ottobre del 1933, le obbligazioni Interborough Rapid Transit al 5% e le obbligazioni non garantite al 7% furono entrambe scambiate a 65. Questa disparità è stata discussa in dettaglio nel Capitolo 1 e citata di nuovo nel Capitolo 51.

5. Nel dicembre del 1932, le azioni Manhattan Railway "non modificate" vennero scambiate a 18 mentre le azioni "modificate" furono quotate a 6½%. Le azioni avevano originariamente diritto a dividendi del 7%, garantiti incondizionatamente da Interborough. Le azioni speciali erano soggette a un accordo in base al quale il pagamento dei dividendi era subordinato all'ottenimento di utili. Tuttavia, il Piano di Modifica (adottato nel 1922) prevedeva che in caso di inadempienze da parte dell'Interborough nel pagamento delle tasse e degli interessi obbligazionari ai sensi del contratto di locazione di Manhattan, i termini originali della garanzia sarebbero stati ripristinati relativamente alle azioni modificate. La Interborough era in amministrazione controllata e l'inadempimento del contratto di locazione di Manhattan era altamente probabile (e presto effettivo). Quindi, il rapporto di prezzo tra le due classi di azioni Manhattan appariva ingiustificato alla luce dei fatti.

Ai sensi del Piano di Acquisto della città di New York, da perfezionarsi nel 1940, alle azioni non modificate furono assegnati rispettivamente 35 dollari e alle azioni modificate 19 dollari in obbligazioni cittadine. Come nel caso delle Interborough Rapid Transit 7% e 5%, sembra che i diritti legali siano stati in qualche modo sacrificati per convenienza.

NOTA 57

Nella nostra edizione del 1934 abbiamo suggerito che *sedici volte* gli utili medi avrebbero dovuto rappresentare la valutazione massima da *investimento* di un'azione ordinaria. Il moltiplicatore di 20, ora suggerito, riflette ovviamente i tassi di interesse molto più bassi sui prestiti a lungo termine. Si potrebbe obiettare che un calo dei tassi cedolari dal $4\frac{1}{2}\%$ al $2\frac{3}{4}\%$ giustificherebbe un aumento proporzionale del moltiplicatore delle azioni ordinarie da sedici a circa venticinque volte.

Vorremmo, tuttavia, richiamare l'attenzione su due particolari pericoli nell'aumentare i rapporti prezzo-utile *in contemporanea* a un calo dei tassi di interesse. Il primo è che all'aumentare del moltiplicatore aumenta il numero di anni futuri a cui l'investitore deve guardare prima che il suo acquisto sia completamente giustificato. Un acquirente a dieci volte gli utili potrebbe ragionevolmente prevedere di *riavere indietro il suo denaro dai profitti* entro un periodo non troppo lungo, dopo di che potrebbe considerarsi "operante sul velluto". Questo è un approccio familiare a un'iniziativa imprenditoriale ordinaria e ha un posto utile negli investimenti azionari. Ma man mano che il moltiplicatore cresce, o il rapporto tra profitti e prezzi diminuisce, questo periodo si allunga fino a raggiungere un arco di tempo che va oltre la pazienza dell'investitore di aspettare e la sua capacità di predire il futuro. Quindi diventa fundamentalmente dipendente dal mercato azionario per "mantenersi vivo" o, altrimenti, dagli aumenti degli utili per accelerare il processo di ripagamento.

La seconda obiezione si basa sulla possibile relazione tra tassi di interesse e utili futuri sul capitale investito. Ci sono probabilità più che buone che, se i tassi di interesse dovessero essere permanentemente molto più bassi di prima, anche il tasso di profitto sugli investimenti alla fine scenderebbe.

Un moltiplicatore molto liberale applicato agli utili passati potrebbe quindi rivelarsi poco saggio, perché questi utili non hanno ancora riflesso tutte le conseguenze della caduta del tasso di interesse a lungo termine.

NOTA 58

Alleghiamo qui le tabelle utilizzate nella nostra edizione del 1934 per illustrare i vari tipi di acquisti di azioni ordinarie.

GRUPPO A: AZIONI ORDINARIE SPECULATIVE NEL LUGLIO 1933
A CAUSA DEL LORO PREZZO ELEVATO (DATI AGGIUSTATI
PER RIFLETTERE LE VARIAZIONI NELLA CAPITALIZZAZIONE)

Voce	National Biscuit	Air Reduction	Commercial Solvents
Ammontare degli utili per azione ordinaria:			
1932	2,44\$	2,73\$	0,51\$
1931	2,86	4,54	0,84
1930	3,41	6,32	1,07
1929	3,28	7,75	1,45
1928	2,92	4,61	1,22
1927	2,84	3,58	0,84
1926	2,53	3,63	0,69
1925	2,32	3,33	0,37
1924	2,18	2,81	0,45
1923	2,02	4,14	0,02(d)
Media di 10 anni	2,68\$	4,34\$	0,74\$
Azioni privilegiate	(248.000 azioni a 140) 35.000.000\$		
Azioni ordinarie	(6.289.0000 azioni a 53) 333.000.000	(841.000 azioni a 90) 76.000.000\$	(2.495.000 azioni a 30) 75.000.000\$
Totale capitalizzazione	368.000.000\$	76.000.000\$	75.000.000\$
Attività fisse nette, al 31/12/1932	129.000.000\$	29.200.000\$	8.700.000\$*
Attività correnti nette, al 31/12/1932	36.000.000\$	9.800.000	6.000.000
Rapporto tra utili medi e prezzo delle azioni ordinarie	5,1%	4,8%	2,5%
Rapporto tra utili massimi e prezzo delle azioni ordinarie	6,4%	8,6%	4,8%

*A ciò si dovrebbe aggiungere un addebito per impianti e attrezzaturevalutati nei libri contabili a 1\$. Nel 1929 queste immobilizzazioni erano valutate a circa 3.000.000\$, netti.

GRUPPO B: AZIONI ORDINARIE SPECULATIVE NEL LUGLIO 1933
A CAUSA DEL LORO ANDAMENTO IRREGOLARE

Voce	B.F. Goodrich (Rubber)	Gulf States Steel	Standard Oil of Kansas
Ammontare degli utili per azione ordinaria:			
1932	6,75\$(d)	3,94\$(d)	0,23\$†
1931	8,01(d)	5,89(d)	1,95(d)
1930	8,55(d)	4,84(d)	1,19
1929	4,53	5,93	4,73
1928	1,50	6,28	0,91
1927	17,11	4,93	2,59(d)
1926	4,15(d)	5,28	0,51
1925	23,99	7,17	1,54
1924	11,10	7,48	1,50(d)
1923	0,88(d)	12,79	0,88(d)
Media di 10 anni	2,99\$	3,52\$	0,22\$
Obbligazioni (al valore nominale)	43.000.000\$	5.200.000\$	
Azioni privilegiate	(294.000 azioni a 38)	(20.000 azioni a 50)	
Azioni ordinarie	11.200.000 (1.156.000 azioni a 15)	1.000.000 (198.000 azioni a 28)	(269.000 azioni a 20)
	17.300.000	5.600.000	5.380.000
Totale capitalizzazione	71.500.000\$	11.800.000\$	5.380.000\$
Attività fisse nette, al 31/12/1932	105.300.000	27.000.000	5.290.000
Attività correnti nette, al 31/12/1932	43.700.000	2.230.000	3.980.000
Rapporto tra utili medi e prezzo delle azioni ordinarie	19,9%	12,6%	1,1%
Rapporto tra utili massimi e prezzo delle azioni ordinarie	160%%	45,7%%	23,7%%

*Adeguato nella colonna 1 per riflettere le variazioni effettive nei valori delle scorte.

† 9 mesi terminati il 31 dicembre 1932.

GRUPPO C: AZIONI ORDINARIE CHE NEL LUGLIO 1933 SODDISFACEVA-
NO IL TEST DA INVESTIMENTO DAL PUNTO DI VISTA QUANTITATIVO*

Voce	S.H. Kress	Island Creek Coal	Nash Motors
Ammontare degli utili per azione ordinaria:			
1932	2,80\$	1,30\$	0,39\$
1931	4,19	2,28	1,78
1930	4,49	3,74	2,78
1929	5,92	5,05	6,60
1928	5,76	4,46	7,63
1927	5,26	5,64	8,30
1926	4,65	4,42	8,50
1925	4,12	3,22	5,57
1924	3,06	3,58	3,00
1923	3,39	4,08	2,96
Media di 10 anni	4,36\$	3,78\$	4,75\$
Azioni privilegiate	(372.000 azioni a 10) 3.700.000\$	(27.000 azioni a 90) 2.400.000\$	
Azioni ordinarie	(1.162.000 azioni a 33) 38.300.000	(594.000 azioni a 24) 14.300.000	(2.646.000 azioni a 19) 50.300.000\$
Totale capitalizzazione	42.000.000\$	16.700.000\$	50.300.000\$
Attività fisse nette, al 31/12/1932	58.300.000	18.900.000	41.000.000
Attività correnti nette, al 31/12/1932	15.200.000	7.500.000	33.000.000
Rapporto tra utili medi e prezzo delle azioni ordinarie	13,2%%	15,8%	25,0%
Rapporto tra utili massimi e prezzo delle azioni ordinarie	17,9%	23,5%	44,7%

* Cifre di Island Creek Coal e Nash Motors aggiustate per dividendi in azioni.

Sequel. Quanto segue riassume l'esperienza di un acquirente di ciascuno dei gruppi sopra menzionati, valutata fino alla fine del 1939 e ipotizzando un pari impegno in dollari in ciascuna delle azioni ordinarie elencate.

	Prezzo al 31 dicembre 1939	Totale dividendo pagato per azione	Risultato per 100\$ investiti		
			Dividendi ricevuti	Valore al 31 dicembre 1939	Variazione assoluta
Gruppo A:					
National Biscuit	225/8	10,80\$	20,6\$	42,9\$	-36,5%
Air Reduction	170¼	35,50	39,2	189,0	+128,2
Com. Solvents	14	2,85	9,5	46,6	-43,9
			23,1\$	92,8\$	+15,9%
Rendimento medio annuale del dividendo			3,85%		
Gruppo B:					
Goodrich	19½	2,00	13,3\$	131,0	+44,3%
Gulf Sates Steel	55†			196,4	+96,4
Standard Oil of Kansas	48	10,00	50,0	240,0	+190,0
Media per 100\$			21,1\$	189,1\$	+110,1%
Rendimento medio annuale del dividendo			3,52%		
Gruppo C:					
Kress	57¼‡	19,10	57,8\$	173,5\$	+131,3%
Island Creek Coal	25¼*	12,50	52,1	105,2	+57,3
Nash Motors	65/8	3,88	20,5	34,9	-244,6
Media per 100\$			43,5\$	101,2\$	44,70%
Rendimento medio annuale del dividendo			7,25%		

* Tenuto conto del frazionamento 3 a 1.

† Tenuto conto del concambio con le azioni ordinarie Republic Iron and Steel.

‡ Tenuto conto del frazionamento 2 per 1.

La performance, come riassunto sopra, suggerisce le seguenti brevi osservazioni:

1. Il miglior risultato complessivo è stato mostrato dal Gruppo *B*, una selezione ovviamente speculativa. Questo deve essere considerato un risultato accidentale; un altro trio di tali azioni potrebbe essersi comportato in modo completamente diverso durante questo periodo.

2. Di gran lunga il miglior rendimento da dividendi è stato realizzato sul Gruppo *C*. È probabile che ciò sia vero in generale per questo tipo di emissione rispetto alle altre.

3. Le variazioni del prezzo di mercato nei gruppi *A* e *C* non possono essere considerate come indicative di alcuna qualità intrinseca di questi tipi, in considerazione del piccolo campione preso. L'importanza dei fattori qualitativi nella selezione delle emissioni del gruppo *C* è evidenziata dalla scarsa performance di Nash Motors. Questo punto è (ed è stato) sottolineato nel nostro testo dalla frase: "Ma l'effettivo acquisto di tali emissioni (nel gruppo *C*) deve anche richiedere che l'acquirente sia convinto in cuor suo che le prospettive dell'impresa siano almeno ragionevolmente favorevoli".

NOTA 59

Per il funzionamento della leva finanziaria in modo inverso, si veda quanto segue in relazione ad American Water Works & Electric Co.:

AMERICAN WATER WORKS AND ELECTRIC COMPANY¹

Voce	1929	1938	Rapporto tra i dati del 1938 e quelli del 1929 in %
Ricavi lordi	54.119\$	50.004\$	92,40%
Netto delle spese	22.776	17.593	77,20
Costi fissi e dividendi delle azioni privilegiate	16.154	16.698	103,37
Saldo per azioni ordinarie	6.622	895	13,52
Numero di azioni ordinarie	1.657	2.343	141,41
Utile maturato per azione ordinaria	\$4,00	\$0,38	9,50
Prezzo massimo dell'azione ordinaria	199	16½	8,10
Utile minimo per azione ordinaria dal 1929			\$0,38\$ (1938)
Prezzo minimo delle azioni ordinarie dal 1929			6 (1938)

¹ Cifre in migliaia, eccetto quelle per azione.

Per un'opportunità speculativa simile a quella di American Water Works, come presentata nel testo, si veda quanto segue.

THE UNITED LIGHT AND POWER COMPANY¹

Voce	1934	1937
Ricavi lordi	73.867\$	89.531\$
Netto delle spese	19.905	23.404
Costi fissi	18.918	17.932
Sovrattassa		289
Saldo per azioni le privilegiate	987	5.183
Utile maturato per azione privilegiata	1,64\$	8,64\$

¹ Cifre in migliaia, eccetto quelle per azione.

Nel 1935 le azioni privilegiate cumulative da 6 dollari di United Light & Power Co. furono scambiate a $3\frac{1}{2}$ per azione, equivalenti a una valutazione totale per l'emissione di 2.100.000 dollari, subordinate al debito finanziato del sistema e alle azioni privilegiate delle sussidiarie, per un totale di 329.422.455 dollari. L'entità di questa struttura fortemente piramidale misurata in base ai ricavi lordi e alla capitalizzazione senior rese evidente che anche un leggero miglioramento delle spese nette avrebbe notevolmente aumentato i guadagni delle azioni privilegiate della società madre. Nel 1937 il prezzo di questa emissione era salito a $75\frac{7}{8}$ dal minimo di $3\frac{1}{2}$ nel 1935. Il prezzo massimo per l'emissione privilegiata già nel 1936 era 68.

NOTA 60

Il seguito di questo esempio (presentato come sopra nella nostra edizione del 1934) potrebbe risultare interessante per il lettore. L'aumento del prezzo dell'oro fece aumentare le vendite di Wright-Hargreaves a una cifra compresa tra 7 e 8 milioni e aumentò gli utili prima dell'esaurimento della miniera a circa 72 centesimi per azione in ciascuno degli anni 1934-1938. Il titolo salì a un massimo di 10,30 nel 1934 e fu venduto a $6\frac{1}{8}$ alla fine del 1939.

La ripresa dalla depressione fece aumentare le vendite di Barker Bros. a 14.314.000 dollari nel 1937. Nel 1936 gli utili netti raggiunsero 666.000 dollari, pari a 23,67 dollari per azione privilegiata e 3,36 dollari per azione ordinaria. Dopo i dividendi privilegiati regolari aggiustati

per riflettere la ricapitalizzazione del 1936, che smaltiva i dividendi privilegiati accumulati, questi utili erano equivalenti a 2,67 dollari per azione ordinaria. Il prezzo delle azioni privilegiate aumentò a 131 nel 1936 e all'equivalente di 140 nel 1937, mentre le azioni ordinarie raggiunsero un massimo di 32 nel 1937. Alla fine del 1939 le azioni ordinarie furono vendute a $8\frac{1}{8}$; le azioni privilegiate all'equivalente di 80. Si noti che le azioni privilegiate si dimostrarono una speculazione molto migliore delle azioni ordinarie – una caratteristica delle emissioni senior a basso prezzo in relazione alle loro azioni ordinarie.

NOTA 61

PREZZI, UTILI E VALORI DELL'ATTIVO DELLE AZIONI ORDINARIE INDUSTRIALI

UNO STUDIO COMPLETO DEL LISTINO DELLA BORSA DI NEW YORK NEL 1938

Alla conclusione del 1938, tutte le azioni ordinarie quotate alla Borsa di New York venivano scambiate al controvalore di circa 41 miliardi di dollari. Questo valore era appena a metà strada tra il massimo di 55 miliardi nel marzo 1937 e il minimo di 27 miliardi registrato un anno dopo. A quanto pare, a Wall Street vi era stata poca disposizione a considerare il livello dei prezzi di fine 1938 o troppo basso o troppo alto in relazione al valore intrinseco e, in effetti, i valori un anno dopo erano pressoché gli stessi. Di conseguenza, il mercato delle azioni ordinarie nel dicembre 1938 sembrerebbe prestarsi molto bene a uno studio degli standard di valore post-depressione, o – in ogni caso – delle relazioni esistenti in un momento non anomalo tra i prezzi di vari gruppi di azioni ordinarie e i loro utili e valori patrimoniali. Un'indagine di questo tipo, che copriva praticamente tutti i titoli industriali quotati alla Borsa di New York, fu condotta all'inizio del 1939 da studenti della Columbia University School of Business sotto la direzione degli autori. I risultati del loro lavoro sono riassunti e sottoposti a una breve analisi in questa nota.⁵

5. Cfr. l'interessante serie di analisi comparative di gruppi industriali emesse dalla SEC nel 1938-1940, intitolata *Survey of American Listed Corporations*. Queste si basano solo su voci di conto economico e di stato patrimoniale e non forniscono dati relativi ai valori di mercato.

Lo studio ha trattato 648 azioni ordinarie su un totale di 823 quotate in Borsa il 31 dicembre 1938. Oltre a 71 titoli ferroviari e 46 titoli di utility pubbliche, sono state escluse le azioni di 27 società finanziarie e 16 società estere, nonché 15 imprese dormienti o altrimenti impossibilitate. Le azioni industriali coperte dalla nostra analisi avevano un valore complessivo di 32,4 miliardi alla chiusura del 1938, ovvero quasi l'80% del valore di tutte le azioni ordinarie quotate (è interessante notare che il valore di tutte le azioni ferroviarie ordinarie, comprese le holding, era inferiore al 6% del totale di 41,3 miliardi).

TABELLA I.—VALORI TOTALI IN MILIONI RIGUARDANTI 648 AZIENDE INDUSTRIALI IN CONFRONTO CON LE 30 GRANDI AZIENDE DELL'INDICE DOW JONES¹

Voce	648 aziende	30 aziende nell'indice Industrial Dow Jones
31 dic. 1938:		
Valore di mercato dell'azione ordinaria	32.412\$	14.771\$
Attività tangibili per azione ordinaria	21.980	7.922
Attività correnti nette per azione ordinaria	2.606	811
Obbligazioni (valore nominale) e azioni privilegiate (valore di mercato)	8.029	2.727
Totale capitalizzazione	40.441	17.498
Anno 1938:		
Fatturato	27.460	7.896
Ammortamenti	1.198	433
Utile netto prima degli interessi obbligazionari	1.595	652
Interessi e dividendi delle azioni privilegiate	442	116
Saldo per le azioni ordinarie	1.153	536
Dividendi pagati alle azioni ordinarie	1.109	435
Media del saldo per le azioni ordinarie 1936-1938	1.953	850
media 1934-1938	1.642	722
Valore di mercato dell'azione ordinaria nel:		
massimo del 1937-1938	48.216	20.364
minimo del 1937-1938	19.898	9.299
Capitalizzazione totale al:		
massimo del 1937-1938	56.774	23.065

minimo del 1937-1938	26.862	11.552
31 dic. 1938:		
Attività liquide+A25:A38A2A25:A40	4.359	1.528
Crediti a breve termine	3.195	785
Riserve	6.073	2.165
Altre attività correnti	13	
Totale delle attività correnti	13.640	4.478
Totale delle passività correnti	2.694	926
Attività correnti nette	10.946	3.552
Attività fisse e altre attività	circa 20.000	8.236
Rapporti:		
al 31 dicembre 1938 tra prezzo di mercato delle azioni ordinarie e:		
attività tangibili per azione ordinaria	147%	186%
Utili delle azioni ordinarie nel 1938	28,1 volte	27,5 volte
Media degli utili delle azioni ordinarie dal 1936 al 1938	16,6 volte	17,4 volte
Media degli utili delle azioni ordinarie dal 1934 al 1938	19,8 volte	20,4 volte
Rapporto tra attività correnti e passività correnti	5,0 volte	4,8 volte
Rapporto tra ammortamenti e vendite	4,3%	5,5%

¹ Gli autori stimano che il prezzo di mercato complessivo delle 648 azioni ordinarie alla fine del 1939 fosse circa il 3% inferiore rispetto alla fine del 1938, ovvero circa 31½ miliardi di dollari; e che gli utili disponibili per le azioni ordinarie fossero circa 1.830 milioni. Sembra quindi che le azioni industriali ordinarie alla fine del 1939 venissero scambiate in totale a circa 17,2 volte i loro utili del 1939 e circa 18,8 volte i loro utili medi del 1934-1939.

TABELLA II - SUBTOTALI PER GRUPPI INDUSTRIALI

	(1)	Numero di aziende nel gruppo	Prezzo di mercato delle azioni ordinarie (in milioni)	Totale capitalizzazione (in milioni)	Attività tangibili per le azioni ordinarie (in milioni)	Rapporto in percentuale tra le colonne 5 e 3	Utili per azioni ordinarie (in milioni)				%utili sul prezzo delle azioni ordinarie nel 1938			Rapporto percentuale tra gli utili e le attività tangibili per le azioni e le obbligazioni 1934-1938	Rapporto percentuale tra gli utili e le attività tangibili per le azioni e le obbligazioni 1934-1938
							1934-1938	1936-1938	1938	1934-1938	1936-1938	1938	(12)	(13)	(14)
Gruppo industriale	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)			
Produttori di auto		11	2.657,50	2.897,10	1.087,3	40,9	174,6	208,8	87,2	6,6	7,9	3,3		16,1	14,1
Produttori di autocarri		8	99,6	114,9	106,5	107,0	2,9	3,6	3,7(d)	2,9	3,6	(d)		2,7	1,5
Fabbriche di accessori auto		39	601,9	656,0	352,2	58,6	38,6	41,4	2,8(d)	6,3	6,9	(d)		10,9	10,2
Acciaio		27	1.683,10	3.173,2	2.269,9	136,0	32,1	54,5	52,4(d)	1,9	3,2	(d)		1,4	2,9
Ferro		8	110,0	137,9	138,4	125,8	0,7	2,4	0,9	0,6	2,2	0,8		0,5	2,5
Chimica pesante		11	3.557,7	3.864,1	1.032,6	29,1	131,6	144,3	94,5	3,7	4,1	2,7		12,7	10,4
Olii vegetali		3	29,9	35,3	45,6	152,5	3,2	2,7	0,8	10,5	9,0	2,6		7,1	6,8
Sapone		3	393,9	450,7	137,1	35,0	17,4	16,4	16,9	4,4	4,2	4,3		12,7	11,9
Chimica varia		19	760,5	825,3	370,3	48,9	39,9	42,6	30,5	5,3	5,6	4,0		10,8	9,9
Produttori di fertilizzanti		5	27,2	45,0	43,4	160,0	0,9	1,0	0,2	3,3	3,7	0,6		2,1	3,2
Produttori di vetro		5	388,9	414,5	136,1	35,0	18,9	20,3	12,3	4,8	5,2	3,2		13,8	12,2
Farmaceutica e cosmetica		13	494,7	544,8	114,3	23,2	30,0	31,5	29,5	6,1	6,4	6,0		26,2	19,6
Produttori di attrezzatura elettrica pesante		4	1.685,5	1.722,10	607,6	35,9	52,6	66,2	40,0	3,1	3,9	2,4		8,7	8,7
Produttori di dispositivi elettrici leggeri (elettrodomestici inclusi)		10	94,4	122,2	50,3	53,3	4,3	5,0	1,9	4,5	5,3	2,0		8,5	7,4
Petrolio		38	4.766,60	6.091,70	5.395,80	113,0	297,8	389,9	271,2	6,2	8,2	5,7		5,5	5,1
Carni e pesce		8	170,9	448,5	379,8	222,0	12,3	5,1	17,3(d)	7,2	3,0	(d)		3,2	4,4

Latte e derivati del latte	4	168,2	252,1	211,8	125,7	17,0	19,8	19,3	10,1	11,7	11,5	8,0	7,4
Farine, cereali, pane	11	306,1	459,2	194,9	63,5	19,4	21,1	21,3	6,3	6,6	6,9	9,8	8,6
Zuccheo	11	111,9	204,9	208,2	186,5	12,9	13,4	4,2	11,5	11,9	3,7	6,2	6,5
Acque minerali e bevande analcoliche	3	539,9	577,6	48,5	9,0	19,1	22,6	24,6	3,6	4,2	4,6	39,4	39,8
Generi alimentari, cibo in lattina, e alimenti vari	12	611,9	751,2	285,9	46,7	43,2	41,3	28,9	7,0	6,7	4,7	15,1	11,4
Ortofrutta	1	189,7	189,7	170,9	90,0	11,7	12,1	10,3	6,2	6,4	5,4	6,9	6,9
Confetture	6	270,5	297,9	56,6	20,9	13,9	13,5	14,4	5,1	5,0	5,3	24,6	18,2
Birrerie e distillerie	8	165,0	261,2	160,0	95,2	26,7	26,6	24,2	16,2	16,2	14,7	16,7	13,6
Produttori di calze/maglieria	6	16,4	24,3	22,6	137,7	1,4	1,6	1,2	8,6	9,9	7,2	6,2	6,6
Produttori di prodotti in seta, rayon etc.	8	78,1	156,5	66,4	85,0	5,8	5,7	2,5	7,4	7,3	3,2	8,6	6,6
Fabbriche di cotone	2	38,0	38,0	69,6	182,6	2,0	1,7	0,3(d)	5,2	4,4	(d)	2,8	2,9
Lana, lana pettinata, tappeti, moquette	5	41,2	63,3	45,2	109,8	1,6(d)	1,3(d)	9,7(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	1,5
Produttori di indumenti	6	26,7	34,9	27,6	103,2	1,3	1,4	0,1	4,8	5,3	0,3	4,7	5,2
Attività varie	9	54,6	96,6	63,3	115,7	1,7	3,0	0,8	3,0	5,5	1,5	2,6	4,2
Attrezzature ferroviarie	15	509,5	616,9	539,20	106,0	8,4	17,0	4,6(d)	1,7	3,3	(d)	1,6	22,4
Macchinari per agricoltura	6	437,6	635,7	374,8	85,7	29,3	43,1	24,6	6,7	9,8	5,6	7,8	6,7
Prodotti e forniture per la casa	8	127,6	150,5	73,2	57,4	8,7	11,2	4,6	6,8	8,8	3,6	11,9	11,3
Industria dell'inscatolamento	2	370,5	465,0	178,0	47,4	23,4	21,4	17,0	6,2	5,7	4,6	13,1	9,8

TABELLA II - SUBTOTALI PER GRUPPI INDUSTRIALI

			Prezzo di mercato delle azioni ordinarie (in milioni)	Totale capitalizzazione (in milioni)	Attività tangibili per le azioni ordinarie (in milioni)	Rapporto in percentuale tra le colonne 5 e 3	Utili per azioni ordinarie (in milioni)				%utili sul prezzo delle azioni ordinarie nel 1938			Rapporto percentuale tra gli utili e le attività tangibili per le azioni ordinarie 1934-1938	Rapporto percentuale tra gli utili e le attività tangibili per le obbligazioni 1934-1938
							1934-1938	1936-1938	1938	(9)	(10)	(11)	(12)		
Gruppo industriale	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(14)		
Altri macchinari leggeri e prodotti in metallo		37	444,9	571,5	215,2	48,3	21,3	29,0	11,3	4,8	6,5	2,5	8,9		
Macchinari pesanti e prodotti in metallo		19	444,0	485,3	231,0	52,0	20,4	27,1	14,5	4,6	6,1	3,3	8,4		
Radio, fonografi, pianoforti		3	99,8	169,1	19,2(d)	0	3,5	5,9	5,0	3,5	5,9	5,0	11,5		
Industria cinematografica, teatri, stazioni radio		10	268,8	517,6	240,6	89,4	25,2	29,7	20,5	9,4	11,1	7,6	8,2		
Estrazione carbonifera		14	24,9	160,7	139,9	560,0	9,5(d)	12,8(d)	16,9(d)	(d)	(d)	(d)	(d)		
Estrazione del rame		15	1.578,0	1.721,2	1.551,3	98,3	81,9	108,3	73,7	5,2	6,9	4,7	5,2		
Estrazione aurifera		6	270,1	270,1	88,6	32,8	18,7	18,6	18,2	6,9	6,8	6,7	21,1		
Altri metalli non rameosi (tranne il ferro)		15	1,298,0	1431,0	532,7	40,9	55,2	68,4	53,3	4,3	5,3	4,1	10,6		
Produttori di carta e cartone		16	185,2	454,2	210,9	113,8	9,7	17,2	9,3	5,2	9,3	5,0	5,4		
Stampa e editoria		7	42,6	97,8	89,8	210,5	0,9	0,9	2,5(d)	2,2	2,0	(d)	7,0		
Drogherie		7	113,7	145,2	158,9	139,5	10,7	9,5	9,0	9,4	8,3	7,9	6,7		
Negozi di generi vari, da 5 e 10 centesimi ecc.		10	791,1	861,9	476,9	60,2	57,7	59,8	51,2	7,3	7,5	6,5	11,1		
Ristorazione		6	29,4	40,4	39,8	135,0	1,5	1,4	0,2	5,2	4,9	0,6	3,5		

Farmacie	2	30,7	40,9	19,7	64,1	3,2	3,2	2,4	10,4	10,4	7,9	16,2	12,2
Rivenditori vari	7	236,4	245,0	110,0	46,5	20,0	20,5	16,9	8,5	8,7	7,1	18,2	18,0
Grandi magazzini	24	291,2	559,3	336,6	115,6	14,9	21,2	12,1	5,1	7,3	4,2	4,4	5,1
Case di vendita per corrispondenza	4	704,0	755,9	437,5	62,2	42,8	49,3	43,0	6,1	7,0	6,1	9,8	9,0
Distributori vari	6	71,1	165,18	88,2	124,0	6,5	8,4	2,7	9,1	11,9	3,8	7,4	4,6
Aeroplani, linee aeree, aeroporti	13	523,8	559,11	160,0	30,6	4,9	9,6	16,1	0,9	1,8	3,1	3,1	4,6
Attrezzature per ufficio e aziende	9	389,5	448,8	173,9	44,7	26,4	22,8	19,3	6,8	5,9	5,0	15,2	11,7
Servizi di spedizione	5	5,9	41,1	41,7	697,0	1,0(d)	1,4(d)	1,6(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	3,2
Costruzione e gestione navale	7	36,8	69,9	64,2	175,0	0,9(d)	0,2(d)	0,2(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	1,4
Gomma e pneumatici	8	261,0	663,7	195,4	74,9	8,7	14,0	5,8	3,3	5,3	2,2	4,5	5,3
Sigarette	5	1.300,70	1.507,30	438,2	33,7	71,8	76,3	74,7	5,5	5,9	5,7	16,4	13,4
Sigari	7	27,7	44,1	29,7	107,1	0,2	0,6	1,5	0,6	2,2	5,5	0,7	6,3
Tabacco da frutto	3	117,5	132,5	45,5	38,8	6,5	6,4	6,0	5,6	5,5	5,1	14,3	12,9
Varie tabacco	3	18,2	28,2	13,3	73,0	1,4	1,6	1,5	7,8	8,5	8,2	10,7	9,8
Terreni, immobili e hotel	5	29,9	58,6	43,4	145,0	1,0(d)	1,0(d)	1,4(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	2,4
Cemento	4	91,1	108,02	95,4	105,0	2,0	4,0	3,0	2,2	4,4	3,3	2,1	3,9
Altri produttori di materiali da costruzione	21	889,5	1.020,30	501,6	56,3	26,1	34,1	8,7	2,9	3,8	1,0	5,3	5,1
Ingegneria e edifici (costruzione)	4	38,5	53,5	17,9	46,6	0,6(d)	0,1(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	7	
Scarpe	6	157,8	171,7	133,2	84,5	11,7	10,4	6,7	7,4	6,6	4,2	8,8	8,6
Pellame	5	11,2	19,8	11,8	105,3	0,8(d)	0,8(d)	4,2(d)	(d)	(d)	(d)	(d)	(d)

*Nessuna attività tangibile disponibile per le azioni ordinarie. Il rapporto in percentuale tra gli utili e le attività tangibili per le azioni ordinarie e privilegiate era dell'11,5%.

III TABELLA - TOTALI SUDDIVISI IN BASE
ALLA DIMENSIONE DELL'AZIENDA

A. DIMENSIONE MISURATA DAL PREZZO DI BORSA
DELL'AZIENDA ALLA FINE DEL 1938

Dimensione (1)	Numero di aziende nel grup- po (2)	Azione ordinaria al prezzo di mercato (in milioni) (3)	Attività tangibili per azione ordinaria (in milioni) (4)	Rapporto tra le co- lonne 4 e 3 in percen- tuale (5)	Rapporto in percentuale tra gli utili e il prezzo dell'azione ordinaria nel 1938			Rapporto in percentuale tra gli utili e le attività tangibili per azione ordi- naria nel periodo 1934-1938 (9)
					1934- 1938 (6)	1936- 1938 (7)	1938 (8)	
Sotto i 10 milioni	252	968,0	1.323,90	136,8	3,4	5,0	(d)	2,5
10-100 milioni	309	7.292,4	5.575,40	76,4	5,3	2,9	2,9	6,9
100-1000 milioni	82	17.016,10	11.368,40	66,7	5,3	6,2	4,5	7,9
Oltre un miliardo	5	7.135,90	3.712,40	52,0	4,6	5,5	2,9	8,9

B. DIMENSIONE MISURATA IN BASE AL NETTO DELLE ATTIVITÀ
TANGIBILI ALLA FINE DEL 1938

Dimensione (1)	Numero di aziende nel gruppo (2)	Azione ordinaria al prezzo di mercato (in milioni) (3)	Attività tangibili per azio- ne ordina- ria (in mi- lioni) (4)	Rapporto tra le colonne 4 e 3 in percen- tuale (5)	Rapporto in percentuale tra gli utili e il prezzo dell'azione ordinaria nel 1938			Rapporto in percentuale tra gli utili e le attività tangibili per azione ordi- naria nel periodo 1934-1938 (9)
					1934- 1938 (6)	1936- 1938 (7)	1938 (8)	
Sotto i 10 milioni	250	1.493,0	951,1	63,6	4,9	6,0	2,4	7,7
10-100 milioni	331	10.454,50	6.761,40	64,4	4,9	5,8	3,0	7,6
100-1000 milioni	64	16.303,50	11.321,60	69,4	5,1	6,0	4,2	7,3
Oltre un miliardo	3	4.161,40	2.946,0	70,8	5,5	6,7	3,0	7,8
Tutte le aziende	648	32.412,40	21.980,1	67,6	5,1	6,0	3,6	7,5

I due principali fattori trattati dal nostro studio sono stati i seguenti:

1. Rapporto tra prezzo di mercato e utili per il 1938, 1936-1938 e 1934-1938.
2. Rapporto tra prezzo di mercato e valori delle attività tangibili più valori delle attività correnti nette del 1938.

Oltre a questi elementi centrali, abbiamo compilato dati riguardanti:

3. La relazione tra vendite del 1938 (vale a dire, fatturato lordo) e prezzi delle azioni ordinarie e tra vendite del 1938 e utili.
4. Il rapporto con il capitale circolante, il rapporto tra capitale circolante e vendite, la suddivisione delle attività correnti tra attività liquide, crediti e scorte.
5. L'importo dei titoli senior in circolazione e gli oneri su di essi.
6. Il rapporto tra ammortamenti in relazione alle vendite e tra ammortamenti e immobilizzazioni.

TAVOLA VI. RANGE DEGLI UTILI DAL 1934 AL 1938 IN RAPPORTO
AL CAPITALE INVESTITO¹

ALL'INTERNO DI ALCUNI GRUPPI INDUSTRIALI

Gruppo industriale	Numero delle aziende nel gruppo	Percentuale degli utili sul capitale investito			
		Singoli membri del gruppo			Totale del gruppo
		Massimo	Minimo	Mediano	
Bevande analcoliche	3	59,4	5,3	5,5	39,8
Estrazione aurifera	6	33,4	9,8	15,4	21,1
Farmaceutica	13	30,7	(d)	12,9	19,6
Confetture	6	31,9	(d)	19,7	18,2
Rivenditori vari	19	22,8	(d)	17,9	18,0
Saponi	3	34,0	5,2	14,4	11,9
Industria estrattiva (eccetto oro, ferro e rame)	15	152,0	(d)	8,2	10,6
Macchinari leggeri	37	44,2	(d)	9,3	8,9
Chimica varia	19	42,3	(d)	9,9	9,9
Industria cinematografica	16	42,2	3,5	7,7	8,2
Camion	8	17,4	(d)	0,7	1,5

Lana e tappeti	5	14,7	(d)	3,2	1,5
Costruzioni navali e spedizioni	7	4,8	(d)	2,4	1,4
Ingegneria e edilizia	4	2,8	(d)	0,8	0,7
Pelle	5	6,1	(d)	1,5	(d)
Totale dei gruppi sopra	164				
Tutte le aziende	648	152,0	(d)	6,3	7,0

¹ Il capitale investito è rilevato alla fine del 1938 e rappresenta le attività materiali nette disponibili per obbligazioni e azioni.

In questa nota i dati raccolti sono stati raggruppati in base a due principi di suddivisione. Da un lato, abbiamo una separazione per settori, come nelle tabelle fornite mensilmente nel *New York Stock Exchange Bulletin*. Abbiamo ritenuto opportuno modificare in qualche modo le classificazioni del bollettino, spostando alcune singole società e suddividendo un certo numero di gruppi che altrimenti sarebbero troppo inclusivi per essere realmente informativi. Abbiamo anche suddiviso il nostro totale in gradazioni di dimensione, misurando quest'ultima (1) in base al capitale investito e in alternativa (2) in base al valore totale di tutti i titoli in circolazione.⁶ Questo raggruppamento ci fornisce quattro classi: piccole aziende, di valore inferiore a 10 milioni, aziende di medie dimensioni, di valore compreso tra 10 e 100 milioni, grandi aziende, di valore compreso tra 100 milioni e 1 miliardo e alcuni giganti, di valore superiore a un miliardo di dollari ciascuno.

Quasi tutte le informazioni da fornire in questo documento sono presentate nelle varie tabelle allegate, da I a VI. Oltre al corpo principale di dati, che utilizza i valori del 31 dicembre 1938 come base, abbiamo anche compilato i valori azionari massimi e minimi durante il periodo 1937-1938. L'ampia differenza tra questi estremi – che erano distanti solo 12 mesi nel tempo – e la relazione che presentavano con attività e utili possono fornire una luce interessante sul carattere del mercato azionario negli ultimi anni.

6. In tutti questi calcoli, le azioni ordinarie e privilegiate sono state valutate al prezzo di mercato, ma le obbligazioni sono state prese alla pari. Sebbene anche i prezzi di mercato delle obbligazioni avrebbero fornito una misura più esatta, la differenza in gioco non giustificava il lavoro aggiuntivo richiesto.

COMMENTI SUI TOTALI PER 648 SOCIETÀ

Forse il dato più sorprendente dell'intero studio è il totale delle attività tangibili disponibili per le azioni ordinarie (Tabella I). Esso ammonta a 22 miliardi, rispetto ai 32,4 miliardi di valore di mercato. Nonostante la sensazione generale che dal 1930 il business sia stato nel complesso insoddisfacente, nonostante i risultati decisamente scarsi del 1938 e nonostante la presunta mancanza di fiducia che è ampiamente indicata come la ragione del fallimento delle aziende americane nell'attrarre nuovi capitali, gli investitori nel 1938 e nel 1939 erano ancora disposti a pagare per le azioni ordinarie industriali nel loro complesso *circa il 50% in più del capitale tangibile che rappresentavano*.

Ma questa caratteristica dell'intera aggregazione non è affatto comune alla stragrande maggioranza delle singole aziende. Non meno di 307 aziende – ovvero il 47% del totale – venivano scambiate a un valore inferiore a quello delle attività tangibili. Lo stesso valeva per 28 suddivisioni industriali su un totale di 67.

Quando studiamo i raggruppamenti per dimensione (Tabella III), scopriamo che le piccole aziende, misurandole in base al loro *valore di mercato*, scambiano nel complesso a un prezzo molto inferiore a quello delle attività materiali, mentre le categorie più grandi scambiano a così tanto in più rispetto al valore delle attività da creare il premio del 50% per il totale complessivo di tutte le aziende di cui abbiamo detto sopra. Da queste cifre potrebbe sembrare che la piccola azienda, in quanto tale, sia sicuramente in svantaggio o a sconto. Curiosamente, non è così. Le piccole aziende, in termini di *attività tangibili*, in realtà, scambiano a un premio *più elevato* rispetto alle altre (Tabella IIIB). Ciò che è accaduto, in effetti, è che il gruppo che *scambia* a meno di 10.000.000 di dollari è sovrappesato da aziende con attività tangibili abbastanza grandi da scambiare a poco perché non hanno successo. In altre parole, il gruppo di piccole aziende, in termini di valore di mercato, ha un chiaro *sbilanciamento* verso utili bassi e conseguente basso valore di mercato in relazione alle attività. La spiegazione corretta del grande premio complessivo, di fronte a così tante aziende che scambiano a sconto, sembra essere semplicemente che il premio pagato per la tipica azienda di successo è in media molto più alto dello sconto registrato dalle aziende impopolari.

Si può notare anche che 54 singole aziende, ovvero l'8% del totale, alla fine del 1938 sono state scambiate a meno delle sole attività correnti nette. Ai minimi del 1937-1938 questo era vero per non meno di 133

aziende, ovvero 1 su 5. Ai massimi del 1937-1938 non c'era una sola azienda in questa situazione.

Il nostro studio sugli utili ha coperto i periodi di un anno, di tre e di cinque che si sono conclusi con il 1938. Se si deve arrivare al concetto di periodo "normale" o rappresentativo, gli utili quinquennali sembrano i più adatti – poiché il solo 1938 è stato realmente un anno povero e il triennio 1936-1938 potrebbe essere un po' troppo caratterizzato da condizioni di prosperità. Su questo punto il lettore deve trarre le proprie conclusioni. In ogni caso si vedrà che le azioni ordinarie industriali quotate erano valutate alla fine del 1938 a 19,5 volte i loro utili medi nei cinque anni precedenti (una base di utile del 5,1%) e a 16,6 volte la loro media triennale (una base del 6%). Solo sui risultati del 1938 il moltiplicatore sale a 28 volte e il rendimento degli utili scende al 3,6%. Ma, ancora una volta, l'analisi delle singole cifre mostrerà la tendenza, da parte dei prezzi generosi accordati alle azioni delle società di successo, a oscurare nei totali un gran numero di aziende che venivano scambiate a cifre molto modeste in relazione al loro storico degli utili.

CARATTERISTICHE DEI GRUPPI INDUSTRIALI

La suddivisione delle 648 aziende in categorie industriali deve necessariamente essere in buona parte una questione di scelta arbitraria. Il *New York Stock Exchange Bulletin* ha suddiviso queste aziende in 27 gruppi; abbiamo ritenuto opportuno suddividerle ulteriormente in 67 famiglie. Di queste, la più grande in termini di valore di mercato era il gruppo petrolifero, seguito dai prodotti chimici pesanti e dalle automobili. Le prime sette famiglie, comprendenti 111 aziende, valevano 19,3 miliardi, ovvero il 53% del totale. La Tabella II mostra in dettaglio l'ampia gamma di performance dei 67 sottogruppi. La seguente classificazione supplementare potrebbe essere di interesse:

TABELLA IV. GRUPPI INDUSTRIALI SUDDIVISI IN BASE AL RAPPORTO TRA PREZZO DI MERCATO E VALORE DEGLI ASSET

Rapporto tra prezzo di mercato e valore degli asset	Numero dei gruppi	Numero delle aziende all'interno del gruppo	Rapporto percentuale tra gli utili e il prezzo di mercato nel 1938		
			1934-1938	1936-1938	1938
Sopra il 400%	4	25	4,7	5,2	5,2
200-400%	17	166	4,8	5,4	3,6
100-200%	22	189	5,9	7,0	4,4
50-100%	20	234	4,9	6,7	3,0
Inferiore al 50%	4	34	1,1	def.	def.
Totale	67	648	5,1	6,0	3,6

Si noter  che i gruppi con prezzi molto pi  alti, in confronto ai valori patrimoniali, erano anche quotati pi  in alto *della media* di tutte le societ  in termini di utili, *fatta eccezione per i soli risultati del 1938*. La capacit  di queste societ  di fare meglio rispetto alla media quinquennale nell'ultimo anno misero   senza dubbio la chiave della loro popolarit . All'altro estremo dello spettro scopriamo, naturalmente, che le societ  che scambiano a prezzi molto bassi in relazione agli asset hanno mostrato nel complesso un pessimo storico degli utili. D'altro canto, i 20 gruppi che scambiano a un prezzo equivalente a una percentuale tra il 50% e il 100% del valore degli asset non hanno fatto sensibilmente peggio dal punto di vista degli utili rispetto ai gruppi che scambiano a premio, a meno che non si voglia porre particolare enfasi sulla performance del 1938. Abbastanza stranamente, i gruppi che scambiano tra due e quattro volte il valore degli asset hanno prodotto una prestazione peggiore dal punto di vista degli utili, in ogni periodo, rispetto a quelli che scambiano a un prezzo compreso tra una e due volte il valore degli asset. Si noti che i dati forniti nella Tabella IV si riferiscono solo ai totali del gruppo. Ognuno di questi pu  includere singole aziende che si discostano ampiamente dalle caratteristiche del totale.

TREND DEGLI UTILI

La variazione nei risultati per il periodo di uno, tre e cinque anni fornisce un test semplice e piuttosto persuasivo dei trend degli utili. Le aziende o i gruppi che soddisfano la formula $1938 > 1936-1938 > 1934-1938$ sarebbero eccezionali sul lato del miglioramento, mentre quelli che soddisfano la formula opposta $1938 < 1936-1938 < 1934-1938$ si distinguerebbero come regressivi. Quando si applica questo criterio, troviamo i seguenti candidati per onori o disonori speciali:

Gruppi con un buon trend	Gruppi con pessimo trend	Gruppi che mostrano 3 periodi in perdita per le azioni ordinarie
Aviazione Sigari Farina, pane, cereali Bevande analcoliche	Forniture per ufficio e aziende Produzione di lattine Prodotti in scatola Prodotti del cotone Carne Rayon Ristorazione Commercio al dettaglio di generi alimentari Calzaturifici Tabacchi da fiuto Olii vegetali Distellerie ¹ Oro ¹	Carbone Ingegneria e costruzione Terreni e alberghi Pellame Costruzioni navali Lana

¹ Trend ribassista molto lieve.

Gli studiosi del mercato riconosceranno alcuni gruppi relativamente popolari nell'elenco dei trend negativi e due gruppi impopolari nell'elenco dei trend positivi. Il valore principale di questo tipo di studio potrebbe essere quello di generare un sano scetticismo sull'affidabilità di un mero trend aritmetico in rialzo come base per un entusiasmo rialzista.

La seguente collezione (Tabella V) copre i cinque sottogruppi che mostrano i più alti rapporti tra gli utili e il prezzo di dicembre 1938 in

ciascuno dei tre periodi di test, rispetto a quelli che mostrano *il più basso* rapporto tra attività e prezzo.

TABELLA V. GRUPPI "A BASSO PREZZO" (SULLA BASE DEGLI UTILI)
CONFRONTATI CON GRUPPI
"AD ALTO PREZZO" (SULLA BASE DELLE ATTIVITÀ)

			Rapporto tra utili e valore delle azioni ordinarie del 1938			
	Numero delle aziende	Valore complessivo delle azioni ordinarie (milioni)	Asset %	Utili in %		
				1934-1938	1936-1938	1938
Gruppo ad alto rapporto di utili ¹	48	907,2	116,7	10,9	11,9	9,0
Gruppo a basso rapporto di attività ²	25	1.404,90	14,9	4,7	5,2	5,2

¹ Include: birrifici e distillatori, latte, tabacchi vari, pellicole cinematografiche, vendita al dettaglio di farmaci, vendita al dettaglio di generi alimentari, zucchero, oli vegetali.

² Include: produttori di farmaci, dolciumi, radio ecc. e bevande analcoliche.

Si noterà (dalla Tabella II) che nessuno dei gruppi che scambiavano a prezzi bassi in relazione agli utili medi ha fatto peggio del totale di 648 società nel misero anno 1938. Inoltre, il loro prezzo era anche basso rispetto ai valori delle attività. C'è quindi un netto contrasto tra questo insieme di società e quelle, già menzionate, che venivano scambiate a più di quattro volte il valore delle attività tangibili. Queste ultime includono radio (3 società), produzione di farmaci (13), dolciumi (6) e bevande analcoliche (3). Si noti che le azioni "più economiche" offrono 8 volte tanto in valore delle attività, per dollaro di prezzo, 2,3 volte tanto in utili del periodo 1934-1938 e persino 1,73 volte tanto in utili del 1938, come fanno le azioni con bassi utili. Statisticamente, l'unico vantaggio di quest'ultimo gruppo si riscontra nell'*aumento* dell'11% degli utili del 1938 rispetto alla media quinquennale, rispetto a una *diminuzione* del 17% per l'altro insieme. Ma va sottolineato che il miglioramento mostrato dai titoli "cari" è stato ampiamente attribuito a una società (Coca-Cola) e anche che gli utili del 1938 del gruppo "più economico" sono stati relativamente molto meglio mantenuti rispetto a quelli dell'intero mercato azionario.

Il contrasto offerto da questi due raggruppamenti è accentuato da alcune ampie somiglianze esistenti tra le categorie nell'uno e nell'altro. Radio e trasmissioni invitano al confronto con i film, la produzione di farmaci con le farmacie, i dolciumi con lo zucchero e le bevande analcoliche con latte e liquori. Il contrasto più evidente di tutti è presentato da Coca-Cola da un lato (che domina il settore delle bevande analcoliche) e da tutte le altre società di bevande quotate, che vendono latte, bevande analcoliche, birra e whisky. Queste 14 azioni ordinarie, prese insieme, valevano solo due terzi della sola Coca-Cola – ma le loro vendite del 1938 erano di 970 milioni contro 76 milioni, il loro utile netto del 1938 per le azioni ordinarie di 52,8 milioni contro 23,8 milioni e le loro attività materiali per le azioni ordinarie erano di 390 milioni contro soli 16 milioni.

UTILI SUL CAPITALE INVESTITO

Lo studio dei rapporti prezzo-utile può essere integrato dall'esame dall'utile in percentuale sul capitale investito, vale a dire le attività tangibili disponibili o per le azioni ordinarie o per tutti i titoli rappresentativi di capitale. A questo scopo abbiamo preso i risultati medi per il 1934-1938, come forse l'indice più rappresentativo, e li abbiamo confrontati con il capitale investito alla fine del 1938, incluso il debito finanziato. I risultati sono riassunti nella Tabella II per i vari gruppi industriali e nelle Tabelle IIIA e B per varie suddivisioni in base alle dimensioni dell'azienda.

Alcuni aspetti di queste situazioni meritano un commento. Poiché grandi guadagni sul capitale investito possono essere accettati come una delle migliori prove di un'attività prospera, è naturale analizzare questo rapporto per trovare un indizio sulla redditività relativa dei vari rami dell'industria.

Poiché i grandi profitti sul capitale investito possono essere accettati come una delle migliori dimostrazioni di un business prospero, è naturale esaminare attentamente questo rapporto per trovare un indizio sulla redditività relativa dei vari rami dell'industria. Prendendo i risultati aggregati di ciascuna delle nostre 67 suddivisioni, incontriamo davvero ampie variazioni, che vanno da un tasso del 39,8% sul capitale per le aziende di bevande analcoliche, a un deficit per le aziende di pelletteria.

Ma la variabilità all'interno dei singoli gruppi è sorprendente quanto questa diversità. Questo punto è evidenziato nella Tabella VI, che elenca le percentuali massime, minime e mediane all'interno, così co-

me il dato complessivo per i gruppi che mostrano le cinque percentuali più elevate sotto ogni voce (forniamo cifre simili che coprono i cinque totali di gruppo *più bassi*). Si noterà che molte delle divisioni che hanno ottenuto i risultati complessivamente migliori includono singole aziende che non guadagnano nulla o molto poco – e, in una certa misura, è vero anche il contrario.

Queste divergenze all'interno dei gruppi industriali dovrebbero contribuire a moderare la naturale inclinazione di investitori e analisti ad attribuire un merito o un demerito *prevalente* al settore di attività. Che il tipo di settore sia di grande importanza nel giudicare un'emissione di azioni ordinarie è ovvio, ma giudizi affrettati o estremi basati solo su questo fattore possono spesso rivelarsi infondati.

Quando la classificazione viene effettuata in base alle *dimensioni*, emergono alcuni fatti interessanti. Il punto principale è che gli utili medi sul capitale (vale a dire, sulle attività tangibili disponibili per obbligazioni e azioni) sono quasi identici per tutti e cinque i raggruppamenti, a partire dalle aziende inferiori a 10 milioni fino ai giganti che superano il miliardo di dollari. Inoltre, il gruppo più piccolo scambia effettivamente a un prezzo leggermente più alto rispetto agli altri gruppi in base al valore delle attività in bilancio.

Ma se applichiamo le identiche classificazioni ai valori di mercato, invece che ai valori delle attività materiali – come facciamo anche nella Tabella IIIA – si sviluppa una situazione completamente diversa. Le piccole aziende risultano essere le meno redditizie, sebbene abbiano proporzionalmente attività in bilancio e fatturati molto maggiori. La ragione non è lontana da vedere. Il loro valore di mercato è basso perché non sono profittevoli, e non *viceversa*. Queste due serie di confronti suggeriscono che la pressione sulle piccole imprese non è ancora diventata così seria da ridurre *nel complesso* il loro potere di redditività sul capitale al di sotto di quello dei loro concorrenti più grandi.⁷ Ma che la singola piccola impresa sia più vulnerabile alle avversità, e che la più ampia eterogeneità di prestazioni si trovi in questa classe, è difficilmente discutibile.

7. Si veda uno studio dettagliato di Simon N. Whitney, intitolato "Statistics Disprove Assertion that Giant Companies Squeeze Out Small Rivals", pubblicato in *Annalist*, 28 dicembre 1939; i suoi dati, che portano alla stessa conclusione di cui sopra, si basano in parte su quelli del censimento e quindi coprono un range più ampio. Per un punto di vista opposto, si veda E. V. Kennedy, *Dividends to Pay*, 1939.

NOTA 62

Di seguito è riportato un elenco rappresentativo di azioni privilegiate e ordinarie scambiate a un prezzo inferiore alle loro *attività correnti nette* in corrispondenza dei loro prezzi minimi nel 1931 e nei primi quattro mesi del 1932. La maggior parte di queste emissioni fu scambiata a prezzi ancora più bassi più avanti nel 1932.

Società	1931 - Aprile 1932		Valore delle attività correnti per azione privilegiata	Valore delle attività correnti per azione ordinaria	Prezzo minimo 1932-1933	
	Prezzo minimo dell'azione privilegiata	Prezzo minimo dell'azione ordinaria			Privilegiata	Ordinaria
Allis-Chalmers		6½		11\$		4
Amer.Agric. Chem.		4⅜		43		3½
California Packing		5⅜		8		4½
Diamond Match	19½	10⅝	48\$	14	20½	12
Endicott-Johnson	98⅜	23½	276	37	98	16
Liquid Carbonio		11¾		23		9
Mack Truck		12		36½		10
Mid-Continent Petrol		3¾		8		3¾
Montgomery Ward	59	6½	462	16	41	3½
Nat'l Cash Register		7⅞		15		5⅞
U.S. Indus. Alcohol		19¼		23½		13¾
U.S. Pipe & Foundry	12¼	8¾	26	10½	11½	6⅞
Wesson Oil	44¼	9½	74		40	
Westinghouse Air Brake		9½		11		9¼
Westinghouse Electric	60¼	19⅞	1.164	34½	52½	15⅝

Di seguito è riportato un elenco simile di azioni che, al loro prezzo minimo durante i primi cinque mesi del 1932, furono scambiate a un prezzo pari o inferiore alle loro *attività liquide* per azione (senza dedurre le passività correnti).

Società	Prezzo minimo gennaio- maggio 1932	Attività liquide per azione	Attività correnti per azione	Prezzo minimo 1932-1933
Amer. Car & Foundry*	20	50\$	108\$	15
Amer. Locomotive*	30¼	41	63	17⅞
Amer. Steel Foundries*	58	128	186	34
Amer. Woolen*	15½	30½	85	15½
Congoleum-Nairn	7	7	12	6½
Howe Sound	5¾	10	11	4⅞
Hudson Motor	2	5½	7	2
Hupp Motor	1½	5½	7½	1½
Lima Locomotive	8½	19	36	8½
Magma copper	4½	9	12	4¼
Marlin rockwel	5¾	11½	13	5¾
Motor Products	11	15½	19	73/8
Munsingwear	10	17	34	5
Nash Motors	8	13½	14	8
New York Air Brake	5	5	9	4¼
Oppenheim Collins	5	9½	15	2½
Reo Motor	1½	3	5½	1⅜
Standard Oil of Kansas	7	8½	14	7
Stewart Warner	1⅞	3½	7	1⅞
White Motor	7	11	34	6⅞

* Azioni privilegiate

Questi esempi sono stati tratti da diversi articoli di uno degli autori che si occupano di questo fenomeno (vedi Graham, "Inflated Treasuries and Deflated Stockholders", *Forbes*, 1° giugno 1932, pag. 11; "Should Rich Corporations Return Stockholders' Cash", *Forbes*, 15 giugno 1932, pag. 21; "Should Rich but Losing Corporations Be Liquidated", *Forbes*, 1° luglio 1932, pag. 13). I prezzi bassi del 1932-1933 sono aggiunti per completare il quadro.

NOTA 63

L'analista deve calcolare di frequente i valori relativi dei diritti di sottoscrizione e delle azioni ordinarie da essi coperte. Per facilitare questo calcolo, aggiungiamo due semplici formule.

Sia R = valore del diritto.

M = prezzo di mercato delle azioni.

S = prezzo di sottoscrizione delle azioni.

N = numero di diritti necessari per sottoscrivere un'azione.

Formula *A*, applicabile prima che le azioni vengano scambiate "ex-diritti" (vale a dire, quando l'acquirente delle azioni riceve anche i diritti).

$$R = \frac{M - S}{N + 1}$$

Formula *B*, applicabile dopo che le azioni vengono scambiate "ex-diritti" (vale a dire, l'acquirente delle azioni non ottiene i diritti, che sono mantenuti dal detentore registrato).

$$R = \frac{M - S}{N}$$

Esempio: vengono concessi diritti per acquistare un'azione a 50 per ogni cinque azioni possedute. Le azioni vengono scambiate a 64 "con diritti" ("diritti attivi" o "cum diritti").

$$\text{Valore del diritto} = \frac{64\$ - 50\$}{5 + 1} = 2,33\$$$

Esempio: Stessa offerta. Le azioni vengono scambiate "ex diritti" a 90.

$$\text{Valore del diritto} = \frac{90\$ - 50\$}{5} = 8\$$$

Tuttavia, questi calcoli sono soggetti alle modifiche necessarie per riflettere: (1) qualsiasi dividendo da ricevere dalle vecchie azioni ma non dalle nuove azioni; e, al contrario, (2) qualsiasi risparmio di inte-

ressi dovuto al fatto di non dover pagare le nuove azioni fino alla scadenza dei diritti.

NOTA 64

DUE ESEMPI DI PIRAMIDAZIONE AZIENDALE

Primo esempio: il carattere essenziale della piramide Insull può essere evidenziato dalla seguente sintesi parziale:

		Rapporto tra passività senior e azioni ordinarie (31 dicembre 1931)	
Società 1 (Società principale)	Corporation Securities Co. Una società di investimento di carattere specializzato. Le sue principali partecipazioni erano in Co.2—\$59.000.000 e Co.3—\$42.000.000, su un portafoglio totale di \$145.000.000.	Prestiti bancari, ecc	33.000.000\$
		Debito finanziato	24.000.000
		Azioni privilegiate	37.000.000
Società 2	Insull Utility Investments, Inc. Anch'essa una società di investimento specializzata. Le sue principali partecipazioni erano in Co. 3 —\$64.000.000 su un portafoglio totale di \$252.000.000. (Deteneva anche \$ 32.600.000 di azioni della Co.1.)	Prestiti bancari, ecc	53.000.000\$
		Debito finanziato	58.000.000
		Azioni privilegiate	46.000.000
Società 3	Middle West Utilities Co. Una holding di utility pubbliche che controllava un certo numero di sottosistemi. Il fatturato lordo del sistema nel 1931 era di 173.000.000 dollari. La sussidiaria principale era la Co.4.	Società madre:	
		Prestiti bancari, ecc.	35.000.000\$
		Debito finanziato	40.000.000
		Azioni privilegiate	61.000.000
		Nota: Titoli quotati posseduti:	
		Obbligaz. delle sussid. 2	83.000.000\$
Società 4	National Electric Power Co. Una holding di utility pubbliche che controllava diversi sottosistemi. Il fatturato lordo nel 1931 era di \$ 68.000.000. La sussidiaria principale era la Co.5.	Az. Priv. delle sussid	152.000.000
		Az. Ord. delle sussid	10.000.000
		Società madre:	
		Prestiti banc., ecc.	Non riportati separatamente
		Debito finanziato	10.000.000\$
		Azioni privilegiate e azioni di Classe A	.36.000.000

Società 5	National Public Service Corp. Una holding di utility pubbliche che controllava quattro sottosistemi. Il fatturato lordo nel 1931 era di 36.000.000\$. La sussidiaria principale era la Co.6.	Società madre: Prestiti bancari, ecc. Debito finanziato Azioni privilegiate e azioni di Classe A	Non riportati separatamente 20.000.000\$ 30.000.000
Società 6	Seaboard Public Service Co. Una holding di utility pubbliche che controllava sei sottosistemi. Il fatturato lordo nel 1931 era di 16.000.000\$. La sussidiaria principale era la Co. 7.	Società madre: Debito finanziato Azioni privilegiate	Nessuno 9.000.000\$
Società	Virginia Public Service Co. Una società di gestione e holding di servizi pubblici. Il fatturato lordo nel 1931 è stato di 7.600.000\$.	Società madre: Debito finanziato Azioni privilegiate	37.000.000\$ 10.000.00

Si noti che una struttura piramidale di sei holding successive è stata costruita sopra le varie società operative in questo sistema. Il crollo completo di questa struttura è dimostrato dal fatto che ognuna di queste sei holding sovrapposte è stata messa in bancarotta. Per una descrizione, grafici e discussione dell'Insull Group, si veda James C. Bonbright e Gardiner C. Means, *The Holding Company*, pp. 108–113, New York, 1932.

Secondo esempio: la configurazione della United States and Foreign Securities Corp. fornisce una dimostrazione abbastanza semplice del funzionamento di una struttura piramidale nel campo generale dei trust di investimento.

Questa società fu costituita nel 1924. Il pubblico acquistò 25.000.000 di dollari di azioni privilegiate di primo livello da 6 dollari alla pari (la società ricevette 24.000.000 di dollari) e i banchieri organizzatori hanno acquistato 5.000.000 di dollari 6\$ Second Preferred alla pari. Il milione di azioni ordinarie, che rappresentavano un investimento puramente nominale (10 centesimi per azione), fu suddiviso così: il 25% al pubblico e il 75% agli organizzatori. Così questi ultimi fornirono un sesto del capitale, subordinato agli altri cinque sest, e ricevettero tre quarti dei diritti ai profitti in eccedenza. Verso la fine del 1928, la forma di holding company di piramide fu utilizzata dalla costituzione di una seconda società, U.S. & International Securities Corp., un'impresa da 60.000.000 di dollari. Il pubblico contribuì con 50.000.000 di dollari di capitale, ricevendo 5 azioni privilegiate di primo livello a 100, più un quinto delle azioni ordinarie. United States & Foreign Securities Corp. contribuì con 10.000.000 di dollari, ricevendo 5 azioni privilegiate di

secondo livello a 100, più quattro quinti delle azioni ordinarie. Questo accordo dette agli organizzatori della società originaria il controllo sui fondi aggiuntivi sottoscritti senza ulteriori investimenti da parte loro. A causa di una rivalutazione di 30.000.000 di dollari nelle risorse di U.S. & Foreign Securities Corp., alla fine del 1928 i contributori dei 5.000.000 di dollari originali ora controllavano 110.000.000 di dollari di capitale (incluse le sottoscrizioni richiamabili dalla società) e avevano diritto a circa il 78% dei profitti in eccesso o in crescita.

A. PERIODO 1924-1928

Voce	Totale	Per il pubblico	Per gli organizzatori
Investimento iniziale	30.000.000*\$	25.000.000\$	5.000.000\$
Valore di libro dicembre 1928	60.000.000	32.000.000	27.000.000
Incremento percentuale del valore di libro	100%	30%	450%
Masimo valore di mercato della capitalizzazione negli Stati Uniti e all'estero†	100.000.000	42.000.000	57.000.000
Incremento percentuale del valore di mercato	233%	70%	1.040%

* La società ricevette 29.000.000 di dollari.

† Privilegiati di primo livello a 100; privilegiati di secondo a circa 80; ordinarie a 70.

B. PERIODO 1928-1939

I risultati, espressi per ogni 100 dollari di investimento iniziale, sono ottenuti considerando la diminuzione (dovuta ai riacquisti effettuati dalla società) delle azioni privilegiate di prima serie in circolazione".

Data	Investimento del pubblico	Investimento degli organizzatori
Valore di libro:		
31 Dic. 1928	130\$*	
31 Dic. 1932	100*	550\$
31 Dic. 1933	100*	35
31 Dic. 1939	108*	96†
		215

* Privilegiati di primo livello al valore nominale, più il valore di liquidazione dell'ordinaria a esse attaccate.

† Esclusiva del diritto ai dividendi accumulati delle privilegiate di secondo livello.

Data	Investimento del pubblico*	Investimento degli organizzatori*	Privilegiate di primo livello	Privilegiate di secondo livello	Ordinarie
Prezzo di mercato:					
Massimo nel 1929	170\$	1.150\$	100	80	70
Minimo nel 1932	27½	11½	26	10	1
Al dic. 1933	73	170	65	50	8
Al dic. 1939	87	165	80	60	7

* Per 100\$.

Il funzionamento effettivo di questo accordo – sia dal punto di vista del valore contabile (“valore di frazionamento”) sia da quello delle quotazioni di mercato – è mostrato dalla precedente tabulazione.

Queste cifre mostrano i risultati tipici per una struttura di capitale altamente speculativa in condizioni favorevoli o sfavorevoli. Si noterà che le variazioni nel valore contabile o di frazionamento sono state notevolmente intensificate nel mercato dall’eccessivo ottimismo e pessimismo dell’atteggiamento del pubblico nei confronti dei titoli dei trust di investimento. È significativo osservare anche che quando fu ristabilito un valore di libro pressoché uguale all’investimento originale per azione, nel 1933, il mercato registrò un sostanziale deprezzamento per la parte pubblica del capitale e un premio corrispondente per le quote degli organizzatori.

NOTA 65

Ecco alcuni esempi di controllo societario con investimenti relativamente piccoli:

1. Un investimento inferiore a 20.000.000 di dollari da parte della posizione in titoli di Van Sweringen diede il controllo di otto ferrovie di Classe I con attività complessive di oltre 2.000.000.000 di dollari. Quindi un investimento inferiore all’1% controllò l’intero sistema. Si veda F. I. Shaffner, *The Problem of Investment*, pag. 38, New York, 1936. Si veda anche pp. 666–667 supra per ulteriori dettagli sulla piramide

Van Sweringen. Successivamente i signori Ball e Tomlinson acquistarono questo controllo in fase fallimentare per 3.000.000 di dollari.

2. Prima del 1935 Henry L. Doherty & Co. aveva il 27% dei diritti di voto di Cities Service Co. mediante la proprietà di 1.000.000 di azioni privilegiate del valore nominale di 1 dollaro che avevano diritti di voto multipli rispetto alle azioni ordinarie. Questa disposizione, più una struttura di capitale piramidale, permise a 1.000.000 di dollari di azioni privilegiate di controllare una società con attività complessive di oltre 1.250.000.000 dollari. Si veda James C. Bonbright e G. C. Means, *The Holding Company*, pp. 113-114, New York, 1932.

3. Prima del 1930, la Standard Gas and Electric System con attività totali pari a 1.200.000.000 di dollari era controllata da H. M. Byllesby & Co., principalmente attraverso la proprietà di 1.000.000 di azioni privilegiate del valore nominale di 1 dollaro simili a quelle della Cities Service Co. Successivamente si verificò un rimpasto della struttura del capitale e, da quel momento, una quota azionaria di 3.000.000 di dollari o meno ebbe un controllo più completo su questo sistema di utility pubbliche da 1.200.000.000 di dollari.

4. Azioni per un valore contabile di 8.000.000 di dollari e un valore di mercato ancora inferiore un tempo controllavano il sistema Associated Gas & Electric da miliardi di dollari. Nel corso delle udienze che precedettero l'emanazione del Public Utility Holding Company Act del 1935, fu rivelato che H. C. Hopson e J. I. Mange, che occupavano una posizione a monte di coloro che avevano il controllo di questo sistema, ottennero attraverso il dispositivo della holding piramidale un rendimento medio annuo, durante il periodo 1923-1929, del 60,82%, applicabile al loro investimento totale di 298.318 dollari. Si veda *Hearings on H. R. 5423, before the House Committee on Interstate and Foreign Commerce*, pt. 2, 74th Congress and 1st Session, pp. 1473-1476, Washington, D. C., 1935.

5. Attraverso sei livelli di holding company, la posizione in titoli di Insull controllava la Tide Water Power Co. con un investimento di solo lo 0,02% totale in quest'ultima società, come derivante dal valore contabile dei suoi titoli in circolazione. Ciò equivaleva al controllo di 5.000 dollari su un investimento di 1 dollaro. Analogamente, un investimento di 2,50 dollari a monte da parte degli interessi Insull consentiva loro di controllare un investimento di 5.000 dollari alla base della piramide in Florida Power Corp. attraverso sei livelli di società holding. Si veda *Utility Corporations*, Sen. Doc. 92, parte 1. 72-A, 70° Congresso e 1° Sessione, pp. 159-161, Washington, D. C., 1935.

NOTA 66

ANALISI DELLE OBBLIGAZIONI FONDIARIE GENERALI DELLA CHICAGO,
MILWAUKEE, ST. PAUL E PACIFIC RAILWAY (VARIE SERIE),
SCADENZA 1989

PREZZO MEDIO NEL 1939 CIRCA 25 DOLLARI

Questa emissione, con vari tassi di interesse, ammonta a 139.000.000, escluse le obbligazioni in garanzia. A 25, l'intera emissione viene scambiata a circa 35 milioni. Le obbligazioni hanno un primo privilegio su 6.000 miglia di strada ferrata, su un totale di sistema di 11.000 miglia; inoltre, sono garantite da attrezzature e altri beni. La subordinazione degli utili del sistema (inclusa la divisione Terre Haute), in conformità con i vari privilegi ipotecari, indica che, dopo aver tenuto conto delle spese di trust per attrezzature, circa il 60% degli utili rimanenti sono applicabili a questa emissione. Quindi, in breve, vediamo che un prezzo di 25 per le obbligazioni ipotecarie generali equivale a un valore totale di circa 60 milioni per tutte le proprietà di St. Paul, soggette a 29 milioni di obbligazioni per attrezzature, valutate dal mercato alla pari (i privilegi junior non inclusi in questo totale avrebbero al massimo un diritto molto limitato nei confronti delle attività).

Questo valore indicato di circa 90 milioni per le proprietà di St. Paul si confronta con il costo di sostituzione meno l'ammortamento di non meno di 660 milioni; con una capitalizzazione totale, al valore nominale, di 739 milioni; con un fatturato lordo medio nel 1934-1938 di 99 milioni; con un utile netto medio disponibile per gli interessi in quei cinque anni di circa 8.100.000 dollari. Se si deducono gli interessi sui trust per attrezzature (come equivalente a un onere operativo), il saldo di circa 7.000.000 di dollari equivale a quasi il 12% sul prezzo di mercato delle varie emissioni fondiari di primo livello.

Questa visione sintetica della posizione delle obbligazioni fondiari generali indica che, *a meno che le prospettive future della St. Paul non siano fosche*, devono valere più di 25 centesimi per dollaro. Quanto di più? Sono disponibili due metodi di valutazione e per ciascuno useremo la media 1934-1938 come misura del futuro potere reddituale.

Metodo A. Valutazione generale, indipendente da uno specifico piano di ristrutturazione. Supponiamo che un utile netto di 8.000.000 di dollari sosterrà solidamente 4.000.000 di dollari di oneri fissi, equivalenti a 100

milioni di obbligazioni di prima ipoteca al 4% del valore nominale. Il saldo di 4.000.000 di dollari di utile può essere capitalizzato all'8%, per fornire 50.000.000 di dollari di capitale proprio junior alle obbligazioni di prima ipoteca. Ciò si traduce in un valore di sistema di 150 milioni, o 120 milioni in più rispetto alle emissioni di trust per le attrezzature. A sua volta, ciò significa un valore di 72 milioni per l'obbligazione ipotecaria generale, o il 52% del valore nominale, rispetto a un prezzo di mercato di 25.

Questo calcolo conciso è soggetto alle seguenti domande e qualifiche:

1. Gli 8 milioni di utili netti medi possono essere correttamente utilizzati come misura dell'utile netto futuro? Questa cifra è di 2 milioni in più rispetto a quanto guadagnato nel 1938, ma è di circa 1.400.000 dollari in meno rispetto ai risultati del 1939. Le stime fatte nel gennaio 1938 di "utili normali" per il futuro li hanno fissati a 15.800.000 dollari. I risultati dell'ultimo decennio sono variati tra 30 milioni nel 1929 e meno di 1 milione nel 1932. Il rapporto di manutenzione nel 1934-1938 era ben al di sopra della media di altre strade ferrate. Nel complesso, quindi, la stima di 8.000.000 di dollari deve essere considerata prudente, sebbene il futuro dei profitti ferroviari sia tutt'altro che certo.

2. Parte del valore attribuito al sistema deve essere allocato a emissioni junior e quindi dedotto dalla quota delle fondiarie generali. Una recente tecnica di ristrutturazione indica che questa deviazione di valore sarà relativamente piccola.

3. Più importante è la questione se 8 milioni di profitti giustifichino 150 milioni di valore di mercato nel modo in cui abbiamo calcolato. Un punto cruciale qui è la questione delle future spese in conto capitale, che potrebbero dover essere finanziate con gli utili, riducendo così l'importo distribuibile ai detentori di titoli. Vari piani di ristrutturazione hanno suggerito di utilizzare tra 2½ e 5 milioni all'anno per questo scopo, dopo aver fornito 4 milioni per oneri fissi senior. Se si segue questa politica, è improbabile che 8 milioni di utili totali si traducano in un valore di 50 milioni per i titoli junior, poiché poco o nulla potrebbe essere pagato in interessi su di essi.

Riassumendo quanto sopra, la nostra valutazione potrebbe essere ritenuta troppo liberale se è necessaria una grande provvista finanziaria per oneri di capitale; d'altro canto, potrebbe benissimo rivelarsi basato su una stima eccessivamente bassa degli utili futuri.

Metodo B. Derivato da uno specifico piano di ristrutturazione. A questo scopo utilizzeremo il piano di ristrutturazione proposto nel novembre 1938 dall'I.C.C. Examiner e cercheremo di valutare i nuovi titoli assegnati alle obbligazioni ipotecarie generali. Il piano prevede 3.865.000 dollari di oneri fissi, basati sugli attuali trust per attrezzature più 77 milioni di nuove obbligazioni di primo livello $3\frac{1}{2}\%$ F. Segue una detrazione compresa tra $2\frac{1}{2}$ e 5 milioni (come stabilito dai dirigenti) per oneri di capitale; quindi 3.600.000 dollari di interessi obbligazionari da rendita sull'obbligazione Serie A $4\frac{1}{2}\%$; quindi 1.100.000 dollari di interessi obbligazionari da rendita sull'obbligazione Serie B $4\frac{1}{2}\%$; dopo di che, viene un fondo di ammortamento e poi i nuovi titoli azionari privilegiati e ordinari.

I titoli fondiari generali riceveranno circa 350 dollari ciascuno in obbligazioni di primo livello $3\frac{1}{2}\%$ e serie A $4\frac{1}{2}\%$ e circa 240 dollari ciascuno in obbligazioni serie B $4\frac{1}{2}\%$ e azioni privilegiate. Dopo essere state sul mercato per un po' di tempo, le obbligazioni $3\frac{1}{2}\%$ potrebbero raggiungere un valore di mercato finale di 90. Gli utili di 8 milioni copriranno nominalmente l'intero interesse sui titoli di serie A $4\frac{1}{2}\%$ ma la distribuzione dipenderà dall'assegnazione del fondo di capitale. Prezzi di mercato, diciamo, di 40 per i titoli di serie A $4\frac{1}{2}\%$, 20 per i titoli di serie B $4\frac{1}{2}\%$ e 5 per i titoli privilegiati sembrano ragionevoli – gli ultimi due rappresentano principalmente possibilità speculative. Questi indicherebbero un valore totale di 51 per le obbligazioni fondiarie generali, molto vicini (come dovrebbero essere) al risultato raggiunto dal primo metodo.⁸

Conclusione. Le obbligazioni fondiarie generali St. Paul sono chiaramente sottovalutate a 25, a meno che il futuro delle ferrovie non sia così cupo che praticamente tutti i titoli dei vettori siano ora sopravvalutati. In ogni caso, queste obbligazioni dovrebbero rivelarsi una partecipazione migliore rispetto alle obbligazioni junior e alle azioni privilegiate di varie ferrovie solventi, ma non fortemente radicate.

8. Il "Final Reorganization Plan", emesso dall'I.C.C. nel febbraio 1940, contiene una serie di deviazioni dal Piano dell'Esaminatore, ma i cambiamenti non avrebbero influenzato materialmente la conclusione raggiunta sopra.

UN CONFRONTO CON MISSOURI, KANSAS & TEXAS E ST. LOUIS-SAN FRANCISCO (Circolare emessa nel gennaio 1922)

Introduzione. I nuovi titoli della Missouri, Kansas & Texas Railway presentano una serie di opportunità interessanti sia per l'investitore sia per lo speculatore. Il piano di ristrutturazione in arrivo, che è stato recentemente dichiarato operativo, riduce le spese fisse del sistema a una cifra molto prudente, in modo tale che l'interesse sulle obbligazioni dovrebbe essere regolarmente coperto con un margine sostanziale. Inoltre, l'eccellente andamento della ferrovia nelle attuali condizioni avverse promette un sostanziale potere reddituale a disposizione per i titoli junior.

La prolungata amministrazione controllata della M. K. & T. alla fine si scoprirà aver rafforzato la solidità delle nuove emissioni. Infatti, durante questo periodo sono state effettuate grandi spese per la riabilitazione materiale di ogni parte del sistema ferroviario. Il conseguente miglioramento della strada ferrata e delle attrezzature ha a sua volta portato a una maggiore efficienza operativa, tanto che i costi di trasporto durante l'anno passato sono stati notevolmente inferiori alla media di altre ferrovie.

TABELLA I

	St. Louis-San Francisco				Missouri, Kansas & Texas			
	Tasso %	Scadenza	Prezzo circa	Rendimento, %	Tasso %	Scadenza	Prezzo circa	Rendimento, %
Obbligazioni a rimborso prioritario	4	1950	69½	6,35	4	1970	65	6,35
	5	1950	83½	6,25	5	1970	78	6,50
	6	1928	96½	6,55	6	1932	92	7,15
Obbligazioni di ristrutturazione†	6	1955	73	8,16	5	1967	45	11,11*
Obbligazioni da rendita†	6	1960	55½	10,81				
Azioni privilegiate	(6)		38		(7)		25½	
Azioni ordinarie			21½				8¼	

*Ipotizzando che venga pagato l'interesse per intero.

†Rendimenti semplici offerti

Nell'analizzare il valore dei nuovi titoli M. K. & T., è inevitabile che venga fatto un confronto con la St. Louis-San Francisco. I due sistemi sono molto simili per posizione, natura del traffico e struttura finanziaria. Infatti, la ristrutturazione di Missouri, Kansas & Texas è stata strettamente modellata su quella della 'Frisco, che è stata completata nel 1916.

La somiglianza della capitalizzazione delle due ferrovie è illustrata dalla Tabella I, che confronta il prezzo corrente e i rendimenti di varie emissioni.

Nelle pagine seguenti discutiamo la situazione generale delle due società, rispetto alla capitalizzazione e ai risultati operativi e, quindi, presentiamo un confronto dettagliato delle corrispondenti emissioni di titoli. La nostra analisi indica che M. K. & T. avrà due vantaggi di base rispetto alla St. Louis-San Francisco:

- I. Le sue spese fisse sono inferiori in proporzione agli utili lordi.
- II. La sua efficienza operativa è maggiore.

Grazie a questi importanti punti di superiorità, M. K. & T. dovrebbe essere in grado di fornire un grado maggiore di protezione per le sue obbligazioni e una maggiore capacità relativa di profitto per le sue azioni. Basando le nostre conclusioni su uno studio dei due sistemi, raccomandiamo i seguenti cambi di titolo ai detentori di titoli St. Louis-San Francisco:

1. Dalle obbligazioni 'Frisco primo privilegio 4%, 5% e 6% alle corrispondenti emissioni M. K. & T. Prior Lien, grazie ai loro prezzi più bassi.
2. Dalle obbligazioni da rendita 'Frisco 6% a 55½ alle obbligazioni di ristrutturazione M. K. & T. 5% a 45.
3. Dalle azioni ordinarie 'Frisco a 21½ alle azioni privilegiate M. K. & T. a 25½.

Inoltre, giudicando le emissioni M. K. & T. in base alle loro qualità individuali, consideriamo le obbligazioni di primo privilegio come investimenti ad alto rendimento ben garantiti, e le obbligazioni di ristrutturazione, le azioni privilegiate e le azioni ordinarie come opportunità speculative interessanti. La Missouri, Kansas & Texas e la St. Louis-San Francisco operano negli stessi Stati e in molti punti sono in stretta competizione. Quindi la natura del traffico dei due sistemi è abbastanza simile, tranne per il fatto che la 'Frisco trasporta considerevolmente più

carbone e legname e proporzionalmente meno petrolio. Le tariffe per miglio sia per il trasporto merci sia per quello passeggeri sono quasi identiche. La M. K. & T., tuttavia, ha in media un carico di treni sostanzialmente più pesante e un tragitto più lungo.

TABELLA II. - CHILOMETRAGGIO OPERATO IL 31 DICEMBRE 1920

Stato	M.K. & T.	St. Louis- San Francisco
Missouri	544	1.720
Kansas	487	626
Texas	1.721	495
Oklahoma	1.036	1.571
Altri stati	19	898
Totale	3.807	5.256

TABELLA III.- ANNO SOLARE 1920

Voce	M.K. & T.	St. Louis-San Francisco
Carico medio del treno per fatturato	442 Ton	398 Ton
Trasporto medio per tonnellata di fatturato	248 miglia	187 miglia

Questi due vantaggi senza dubbio spiegano in buona parte i costi di trasporto molto più bassi della M. K. & T. nel 1921.

TABELLA IV. - CAPITALIZZAZIONE COMPARATA

Voce	M.K. & T.	Frisco
Attrezzature e beni sottostanti	7.248.000\$	86.782.000\$
Obbligazioni a rimborso prioritario	93.073.000	121.748.000
Obbligazioni di ristrutturazione	57.500.000	39.220.000
Obbligazioni da reddito		35.192.000
Azioni privilegiate	24.500.000	7.500.000
Azioni ordinarie	783.155 quote (senza valore nominale)	504.470 quote (valore nominale 100\$)
Oneri fissi per interessi	4.917.717	9.248.374
Oneri di interessi condizionati	2.875.000	4.750.912
Totale oneri per interessi	7.792.717\$	13.999.286\$

Capitalizzazione. I problemi di sicurezza delle due società saranno confrontati come segue.

Le cifre sopra riportate per St. Louis-San Francisco sono tratte dall'ultimo bilancio disponibile, quello al 31 dicembre 1920. Quelle per M. K. & T. si basano sul presupposto che tutti i vecchi titoli siano scambiati ai sensi delle disposizioni del Piano di Ristrutturazione. È probabile, tuttavia, che alcuni degli attuali privilegi senior, in particolare le obbligazioni di primo livello al 4%, in scadenza nel 1990, rimangano ancora in sospeso. In tal caso, l'importo delle obbligazioni sottostanti, come abbiamo affermato poco sopra, aumenterebbe e quello delle emissioni con privilegio precedente diminuirebbe – ma l'aggregato rimarrebbe praticamente invariato. Le previsioni sono che gli oneri di interesse fisso ammontino, in realtà, a un po' meno del totale indicato nel Piano, poiché la società risparmierà metà dell'1% all'anno su quei 40.000.000 di dollari di obbligazioni di primo livello al 4% che non vengono concambiati.

Gli "Oneri di Interesse Condizionati" rappresentano i requisiti delle obbligazioni da reddito e di ristrutturazione, che devono essere pagati solo se coperti dagli utili. Questa disposizione flessibile è una fonte di forza per entrambe le ferrovie, poiché consentirà loro di ridurre i pagamenti per gli interessi negli anni critici, senza subire turbative finanziarie.

TABELLA V. - UTILI LORDI COMPARATI E ONERI PER INTERESSI PER MIGLIO OPERATO

	M.K. & T.		Frisco	
	Per miglio	% lordo	Per miglio	% lordo
Utili lordi*	16.870\$	100,0	16.730\$	100,0
Interessi fissi	1.300	7,7	1.790	10,7
Interessi condizionati	760	4,5	920	5,5
Interesse totale	2.060\$	12,2	2.710\$	16,2

*Dati stimati al dicembre 1921

La Tabella V indica il vantaggio che verrà ottenuto da M. K. & T. attraverso la drastica riduzione dei suoi interessi fissi. Questi ultimi richiederanno solo 7,7 centesimi per ogni dollaro di entrate, un rappor-

to così basso da garantire un ampio margine di sicurezza per le obbligazioni di primo privilegio in condizioni ordinarie. A questo proposito, M. K. & T. sembra godere di un importante vantaggio rispetto alla St. Louis-San Francisco, i cui interessi – sia fissi sia condizionati – sono proporzionalmente inferiori.

Capacità reddituale. Nel confrontare la capacità reddituale di due imprese è consuetudine prendere una media bilanci che copra un certo numero di anni. Nel caso presente, tuttavia, l'influenza inquietante del controllo federale rende impraticabile tale procedura. Infatti, i dati degli anni precedenti sono troppo remoti e quelli dal 1917 al 1920 sono troppo anomali per fornire una solida base per l'analisi. È necessario, pertanto, porre l'enfasi principalmente sui risultati operativi più recenti. Sono appena state pubblicate le dichiarazioni per gli undici mesi terminati il 30 novembre 1921. Aggiungendo un undicesimo a queste cifre, l'approssimazione al conto economico dell'intero anno può essere mostrata nella Tabella VI.

TABELLA VI. - UTILI DELL'ANNO SOLARE 1921 (UN MESE STIMATO)

	M.K. & T.		Frisco	
	Utile	% lordo	Utile	% lordo
Distanza in miglia operata	3.784		5.165	
Fatturato lordo	63.842.000\$	100,0	86.521.000\$	100,0
Spese di Manutenzione	24.635.000	38,6	26.874.000	31,1
Altre spese operative	25.072.000	39,3	37.275.000	43,1
Tasse	2.731.000	4,3	3.790.000	4,4
Locazioni, etc. meno altri redditi	1.654.000	2,6	1.065.000*	1,2
Saldo disponibile per gli interessi	9.750.000	15,2	17.517.000	20,2
Interessi fissi	4.918.000	7,7	9.248.000	10,7
Interessi condizionati	2.875.000	4,5	4.750.000	5,5
Saldo disponibile per le azioni ordinarie	1.957.000	3,0	3.519.000	4,0
Fabbisogno per i dividendi delle azioni privilegiate	1.715.000	2,7	450.000	0,5
Saldo disponibile per le azioni ordinarie	242.000	0,3	3.069.000	3,5

*Dati del 1920 parzialmente utilizzati.

Nell'analizzare le cifre di cui sopra, è necessario prestare particolare attenzione alle spese molto più ingenti per la manutenzione effettuate da M. K. & T. Su ogni dollaro di entrate, quest'ultima ferrovia ha dedicato 38,6 centesimi alla manutenzione, contro solo 31,1 centesimi nel caso di 'Frisco. È ben noto che gli importi spesi per la manutenzione sono in gran parte una questione di determinazione arbitraria da parte del management e quindi costituiscono un metodo per controllare più o meno artificialmente gli utili netti. Rispetto ad altre strade ferrate nello stesso territorio, sembrerebbe che 'Frisco sia stata sotto-manutenuta e M. K. & T. sovra-manutenuta durante l'anno passato. Il risultato di questa politica differente è stato far apparire gli utili netti di St. Louis-San Francisco notevolmente più grandi e quelli di "Katy" notevolmente più piccoli, rispetto a una normale base di spesa di manutenzione. Se nel caso di entrambe le ferrovie quest'ultima fosse stata presa al 35% del lordo, apparentemente una cifra ragionevole, gli utili netti di M. K. & T. sarebbero stati *maggiori* di 2.300.000 dollari e quelli di 'Frisco sarebbero stati *minori* di 3.280.000 dollari rispetto ai risultati effettivamente riportati. Quanto radicalmente una tale revisione avrebbe influenzato la posizione dei vari titoli è mostrato dalla analisi pèresente nella Tabella VII.

TABELLA VII. CAPACITÀ REDDITUALE 1921

Voce	Risultati effettivi		Risultati rettificati (rapporto di manutenzione parificato al 35%)	
	M.K. & T.	'Frisco	M.K. & T.	'Frisco
Interessi fissi maturati	1,94 volte	1,89 volte	2,51 volte	1,54 volte
Totale interessi maturati	1,25 volte	1,25 volte	1,55 volte	1,02 volte
Utile per azione privilegiata	8,00\$	46,92\$	17,39\$	3,19\$
Utile per azione ordinaria	0,30	6,08	3,25	Nessuno

Le obbligazioni a rimborso prioritario. Sebbene le emissioni a rimborso prioritario M. K. & T. vengano scambiate a diversi punti in meno rispetto alle corrispondenti obbligazioni 'Frisco, la tabella sopra mostra che sono meglio garantite. Infatti, nonostante la spesa di manutenzione molto più elevata di "Katy", nel 1921 i suoi fabbisogni di interesse fisso sono stati coperti dagli utili con un margine altrettanto ampio. Se si tiene conto della differenza di manutenzione, allora la prestazione superiore di M. K. & T. diventa molto marcata.

Le obbligazioni da rendita e di ristrutturazione. L'interesse sulle obbligazioni di ristrutturazione M. K. & T. 5% sarà cumulativo dopo il 1925, mentre le obbligazioni da rendita St. Louis-San Francisco 6% sono permanentemente non cumulative. Durante i prossimi tre anni, almeno la metà dell'utile disponibile per le M. K. & T. di ristrutturazione deve essere pagata in interessi. Sulla base degli utili del 1921, è probabile che i detentori di obbligazioni da rendita riceveranno l'intero 5% per quest'anno.

Queste emissioni M. K. & T. e 'Frisco offrono lo stesso rendimento, se viene pagato l'intero interesse. Le obbligazioni "Katy" sono più vicine ai binari (hanno più probabilità di essere coperte in caso di liquidazione delle attività fisse, N.d.T.), essendo direttamente subordinate alle emissioni a rimborso prioritario, mentre le obbligazioni da rendita 'Frisco 6% sono soggette anche all'ammortamento di ristrutturazione. Come indicato dalla Tabella VII, le M. K. & T. di ristrutturazione dovrebbero godere del vantaggio di una capacità reddituale notevolmente maggiore in normali condizioni operative.

Azioni privilegiate M. K. & T. 7%. (Cumulative dopo il 1° gennaio 1928). A causa della somiglianza nel prezzo di mercato, questa emissione è paragonabile alle azioni ordinarie 'Frisco piuttosto che alle privilegiate 'Frisco. L'azione privilegiata M. K. & T. fa un'eccellente figura per quanto riguarda gli utili correnti e sembra non solo nettamente preferibile all'ordinaria St. Louis-San Francisco ma anche un acquisto speculativo attraente indipendentemente.

Azioni ordinarie M. K. & T. Sebbene i dividendi sull'emissione siano senza dubbio molto improbabili, dovrebbe rapidamente riflettere sul mercato qualsiasi miglioramento nella situazione generale delle ferrovie o nella posizione in Missouri, Kansas e Texas. Al suo prezzo attuale di 8¼ dollari per azione, possiede opportunità speculative insolite come titolo ferroviario a basso prezzo.

UN CONFRONTO CON ATCHISON, SOUTHERN PACIFIC A
ND NEW YORK CENTRAL
(Circolare emessa nell'aprile 1922)

Introduzione. Le ultime settimane hanno visto una ripresa dell'interesse per le azioni ferroviarie di alta qualità. Questa attività è di particolare importanza perché si basa sia su considerazioni di investimento sia su stime speculative. Il continuo rialzo delle obbligazioni è stato prima seguito da una corrispondente forza delle azioni privilegiate e ora sta dirigendo l'attenzione sulla parte da investimento delle azioni ordinarie – vale a dire quelle con uno storico di dividendi consolidati.

Anche dal punto di vista speculativo, le azioni ferroviarie della classe migliore stanno diventando sempre più attraenti. Le indicazioni denotano chiaramente un grande miglioramento degli utili netti nel 1922, rispetto al 1921. Sono già stati segnalati aumenti sostanziali nei carichi medi per vagone e il miglioramento dovrebbe essere intensificato dalla ripresa industriale prevista più avanti nell'anno. Di importanza ancora maggiore è la continua riduzione delle spese operative, che sta gradualmente portando a un ritorno verso un normale rapporto tra utili netti e fatturato lordo. Le azioni ordinarie ferroviarie di alta qualità, quindi, meritano di essere prese in considerazione sia dagli investitori sia dagli speculatori. Presentiamo qui i risultati di un esame dello stato attuale e dello storico recente di tre delle principali emissioni di questo tipo: Atchison, Southern Pacific e New York Central. Alcuni dei dati più importanti sono riassunti nella seguente breve tabella.

AZIONE ORDINARIA

Ferrovia	Prezzo circa	Tasso di dividendo, %	Utile %	Utili per azione		Rapporto di copertura delle spese fisse da parte degli utili nel 1921
				1921	Media dal 1914 al 1921	
Atchison	100	6	6,00	14,69\$	12,89\$	4,00 volte
Southern Pacific	90	6	7	7,25*	8,35*	2,13* volte
New York Central	91	5	5,50	8,92	6,64	1,44 volte

* Parzialmente stimate. Si veda il testo.

Queste cifre indicano chiaramente la preminenza di Atchison dal punto di vista della capacità reddituale e della solidità finanziaria. Rispetto a New York Central, mostra un rendimento dei dividendi più elevato, utili maggiori e una quota di debito obbligazionario molto più piccola. Mentre Southern Pacific e Atchison pagano entrambe il 6% in dividendi, Atchison ha mostrato una superiorità così pronunciata nella capacità reddituale da giustificare pienamente la sua quotazione di dieci punti più alta.

Oltre al suo notevole storico degli utili, le seguenti caratteristiche nella situazione di Atchison meritano una nota speciale:

1. La sua salute in termini di attività liquide.
2. Le sue preziose proprietà petrolifere.
3. Il suo debito finanziato basso e in costante diminuzione.

L'andamento storico delle tre società è analizzato più in dettaglio nelle pagine successive. Sulla base di uno studio attento dei dati disponibili, presentiamo le seguenti conclusioni:

1. Atchison dovrebbe essere acquistata ora, sia come investimento interessante sia per un profitto speculativo conservativo.
2. Atchison è intrinsecamente più desiderabile di Southern Pacific, in virtù della sua capacità reddituale sostanzialmente maggiore.
3. Le partecipazioni da investimento in New York Central potrebbero essere scambiate con Atchison, al fine di ottenere un rendimento da dividendi più elevato, una capacità reddituale media più elevata e una maggiore stabilità finanziaria.

Dal punto di vista speculativo, è opportuno sottolineare che la piccola quantità di azioni New York Central, in relazione al suo debito obbligazionario e ai ricavi lordi, può comportare un aumento più rapido degli utili per azione in condizioni favorevoli. Al contrario, tuttavia, un calo relativamente piccolo degli utili netti può ridurre seriamente le disponibilità contabili per le azioni.

Struttura aziendale. Nell'analizzare la posizione di una compagnia ferroviaria, è spesso necessario considerare non solo le sue operazioni ma anche quelle delle linee sussidiarie o affiliate in cui detiene un investimento sostanziale. Atchison e Southern Pacific pubblicano bilanci che coprono i risultati dell'intero sistema, ma New York Central pos-

siede grandi partecipazioni azionarie in una serie di linee importanti che pubblicano separatamente i risultati della loro operatività. Il chilometraggio complessivo di queste società controllate supera nella realtà quello della New York Central vera e propria. Ogni anno le sussidiarie accantonano un importo sostanziale nella riserva da utili, una buona parte del quale, in realtà, si accumula nelle azioni della New York Central ma non si riflette nel rendimento della società madre. Per fornire una base adeguata a giudicare il valore delle azioni della New York Central, analizzeremo la sua capacità reddituale come indicato sia dal suo stesso bilancio sia da un bilancio consolidato che abbracci tutte le sue sussidiarie. Un ulteriore motivo per utilizzare quest'ultimo metodo si trova in una recente dichiarazione secondo cui la New York Central intende acquisire le azioni di minoranza in circolazione delle società controllate, al fine di fondere le loro operazioni con le proprie. La seguente tabella elenca le sussidiarie gestite separatamente della New York Central, insieme al loro chilometraggio e alla percentuale di azioni detenute all'interno del sistema.

NEW YORK CENTRAL SYSTEM

Società	Chilometraggio in miglia	% di azioni possedute
N.Y. Central R.R.	6.069	
Cincinnati Northern	245	56,9
C.C.C. & St. Louis	2.421	50,1
Indiana Harbor Belt	120	60,0
Kanawha & Michigan	176	100,0
Lake Erie & Western	738	50,1
Michigan Central	1.865	89,8
Pittsburgh & Lake Erie	224	50,1
Toledo & Ohio Central	492	100,0
Intero sistema	12.350	

Anche per quanto riguarda Southern Pacific, la situazione degli anni precedenti deve essere rivista, al fine di riflettere gli aggiustamenti che sono seguiti alla recente segregazione delle proprietà petrolifere. Si de-

ve tenere conto dell'eliminazione del precedente reddito petrolifero, del concambio di obbligazioni convertibili in azioni e dell'incasso di 43.000.000 di dollari in contanti derivante dalla vendita delle azioni Pacific Oil.

Capacità reddituale. Particolare interesse è attribuito ai risultati del 1921, perché sono i più recenti disponibili e anche perché rappresentano il primo anno completo di attività indipendente. Di seguito illustriamo una sintesi del conto economico per il 1921.

CONTO ECONOMICO DEL 1921
(IN MIGLIAIA DI DOLLARI)

Voce	Atchison	Southern Pacific	N.Y. Central R.R	N.Y. Central System
Chilometraggio (in miglia)	11.678	11.187	6.077	12.350
Ricavo lordo	228.925\$	269.494\$	322.538\$	535.821\$
Utile netto dopo le locazioni	41.268	39.823	56.679	90.615
Altri utili	11,802	8.000*	15.665	17.251
Totale degli utili	52,350\$	47.823\$	72.344\$	107.866\$
Oneri fissi ecc.	13.018	22.800*	50.048	71,519
Dividendi delle azioni privilegiate	6,209			500
Di pertinenza e azioni di minoranza				4.302
Totale per le azioni ordinarie	33.123	25.023	22.296	31.545
Per azione	14,69	7,25	8,91	12,62†

* Stimato. Si veda il testo.

† Per quota di azioni N.Y. Central.

UTILI ANNUALI PER AZIONE ORDINARIA 1914-1921

Anno solare	Atchison		Southern Pacific*		N.Y. Central R.R		N.Y. Central System	
	Base op.	Base gar.	Base op.	Base gar.	Base op.	Base gar.	Base op.	Base gar.
1921	14,69\$		7,25\$		8,92\$		12,62\$	
1920	12,54	13,98\$	1,89	8,61\$	12,34(d)	5,49\$	14,65(d)	9,68\$
1919	15,41	16,55	7,03	8,40	6,23	7,97	10,73	8,62
1918	10,59	9,98	10,63	8,38	6,59	7,16	13,39	8,34
1917	14,50		13,96		10,24		13,25	
1916	15,36		11,00		18,26		23,50	
1915	10,99		8,90		11,08		13,80	
1914	9,03		6,01†		4,10		3,69	
Media:								
Base operativa		12,89\$	8,33\$	6,64\$	9,54\$			
Base garantita		13,14	9,06	9,16	11,69			

* Si veda il testo.

† Anno terminato al 30 giugno

Le spese fisse e il reddito non operativo della Southern Pacific sono stimati sulla base del bilancio del 1920, rettificato per riflettere la segregazione dei terreni petroliferi.

Si noterà subito che Atchison presenta la miglior situazione, non solo in termini di utili per azione ma, soprattutto, per il basso rapporto tra spese fisse e reddito disponibile. Il conto economico aggregato della New York Central e delle sue sussidiarie indica utili per azione molto consistenti, ma qui bisogna tenere in debita considerazione la grande proporzione della sua capitalizzazione totale, rappresentata da obbligazioni e contratti di locazione.

Le conclusioni indicate dai dati del 1921 sono confermate da uno studio dello storico di ciascuna società dal 1914. Forniamo il dato sugli utili annuali per azione durante questo periodo, come mostrato in fondo alla pagina 832. Per il 1918, il 1919 e il 1920, vengono presentati due risultati, basati sia sulle operazioni effettive sia sul canone e sulla garanzia governativi. I dati della Southern Pacific sono stati modificati come indicato a pagina 832.

Caratteristica della suddetta esposizione non meno degna di nota è la regolarità con cui l'utile netto di Atchison è stato mantenuto a un tasso elevato dal 1915, nonostante le condizioni insolite che hanno inte-

ressato i vettori nel loro complesso durante buona parte di questo periodo. Il contrasto con la New York Central e la Southern Pacific è particolarmente acuto nell'anno di transizione 1920.

Un'altra caratteristica significativa è il sostanziale aumento del reddito non operativo di Atchison, che è salito da 4.311.000 dollari nel 1918 a 15.100.000 dollari nel 1919 e 9.842.000 dollari nel 1920. Una buona parte di questi profitti è derivata dalle sue proprietà petrolifere, la cui importanza sembra essere stata insufficientemente riconosciuta.

Statistiche operative. La maggior capacità reddituale di Atchison rispetto sia alla Southern Pacific sia alla New York Central, si basa in una certa misura su una minore capitalizzazione in relazione alle entrate lorde ma, più in particolare, su spese operative inferiori. La prossima tabella mostra chiaramente il vantaggio di cui gode Atchison nel campo dei costi di trasporto.

ANALISI DELLE SPESE OPERATIVE

Percentuale delle entrate lorde spese per:	Atchison			Southern Pacific			N.Y. Central R.R		
	1921	1918-20	1913-17	1921	1918-20	1913-17	1921	1918-20	1913-17
Manutenzione	36,9	36,0	30,1	33,9	34,3	25,4	31,9	36,3	29,9
Trasporto ecc.	38,7	39,6	34,1	45,0	45,1	38,8	34,1	47,6	40,0
Totale delle spese operative	75,6	75,6	64,2	78,9	79,4	64,2	77,0	83,9	69,9

Si osserverà che Atchison è stata costantemente generosa nelle sue spese di manutenzione. Rispetto alla Southern Pacific, che si trova in una posizione simile, Atchison ha regolarmente dedicato una percentuale maggiore dei suoi ricavi alla manutenzione e una percentuale molto più piccola alle spese di trasporto.

Struttura della capitalizzazione. La proporzione di azioni rispetto alle obbligazioni è maggiore per Atchison e minore per New York Central. La capitalizzazione di quest'ultimo sistema appare piuttosto sbilanciata, per cui variazioni relativamente piccole nel reddito netto determinano ampie fluttuazioni nel saldo disponibile per ogni azione. Negli

anni prosperi, questa preponderanza di debito obbligazionario determina una grande capacità di guadagno apparente per le azioni, ma in periodi di depressione può costituire un serio onere.

ATTIVITÀ FINANZIARIE DETENUTE DAL PUBBLICO (DATI IN MIGLIAIA)

Classe di emissione	Atchison (31 dic. '21)	% sul totale	Southern Pacific (14 gen. '21)	% sul totale	N.Y. Central Rail Road (31 dic. '20)	% sul totale	N.Y. Central System (31 dic. '20)	% sul totale
Obbligazioni e azioni garantite	289.888\$	45,3	473.644\$	57,9	840.110*	77,1	1.156.261\$*	77,5
Azioni privilegiate	124.173	19,40					9.998	0,9
Azioni di minoranza							74.302	4,9
Azioni ordinarie	225.398	35	344.780,00	42,1	249.597,00	22,9	249.577	16,7
Totale	639.459\$	100,0	818.424\$	100,0	1.089.707\$	100,0	1.490.158\$	100,0

* Include titoli di società in leasing e 66.700.000 dollari per affitti in contanti capitalizzati al 5%.

Conclusione. Lo *status* unico di Atchison nel settore ferroviario è forse meglio illustrato dalla sua posizione di tesoreria. Nonostante il fatto che la società non abbia venduto praticamente alcuna obbligazione negli ultimi otto anni, al 31 dicembre scorso deteneva oltre 52.700.000 dollari in liquidità e obbligazioni governative, mentre le sue passività correnti ammontavano a 28.279.000 dollari.

La combinazione di una grande capacità reddituale e di una solida condizione finanziaria giustifica l'aspettativa di un eventuale aumento del tasso di dividendo.

NOTA 67

Quanto segue è tratto dalle pagine 594-595 dell'edizione del 1934 di quest'opera:

“Un esempio attuale. La Fox Film Corporation, dopo le grandi perdite del 1931-1932, si ricapitalizzò a partire dall'aprile 1933, convincendo i detentori di circa il 95% del suo debito ad accettare in cambio azioni ordinarie. Di conseguenza, i suoi prestiti bancari furono eliminati e la sua emissione di obbligazioni a breve termine, in scadenza nell'aprile 1936, fu ridotta da 30.000.000 di dollari a meno di 1.800.000 dollari. Nel dicembre 1933 le obbligazioni a breve termine al 6% furono scambiate

a 75, offrendo così un rendimento alla scadenza di oltre il 20%. Il valore di mercato delle azioni ordinarie era di circa 35.000.000 di dollari e le attività correnti nette erano di circa 10.000.000 di dollari. I segnali quantitativi spingevano certamente verso la conclusione che l'emissione di obbligazioni a breve termine era ampiamente protetta e, di conseguenza, a buon mercato al prezzo di 75.

"Quanto era affidabile questa conclusione? È certamente attendibile affermare che o il titolo non valeva neanche lontanamente 35.000.000 di dollari o che l'emissione di titoli da 1.800.000 dollari doveva essere del tutto sicura. Ma un'affermazione di questo tipo è meno conclusiva di quanto sembri, perché di solito non c'è modo di trarre vantaggio da una discrepanza tra i prezzi relativi di un titolo altamente speculativo e un'emissione senior di grado da investimento.⁹ L'analista deve decidere se l'emissione è un acquisto interessante se viene considerato di per sé. Se l'attività è altamente instabile, anche un ampio capitale junior potrebbe scomparire del tutto e l'emissione di titoli non riuscire a essere rimborsata nonostante le sue limitate dimensioni. Nel caso della Fox Film abbiamo da un lato un fattore importante in un settore importante, che dovrebbe sostenere una stabilità sufficiente almeno per garantire l'adempimento di questo piccolo obbligo. Dall'altro lato, il settore cinematografico è stato altamente speculativo e lo storico della Fox Film dal 1930 non è stato fonte di fiducia.

"La nostra conclusione, tuttavia, deve essere che il supporto quantitativo straordinariamente ampio nel dicembre 1933 per queste obbligazioni a breve termine ha ridotto il rischio di mancato pagamento a proporzioni molto minori. Sottolineando ancora una volta l'elemento di diversificazione come salvaguardia in tutte queste operazioni, esprimiamo l'opinione secondo cui un certo numero di acquisti di questo tipo si rivelerà, con ogni probabilità, nel complesso abbastanza soddisfacente. Che si verificheranno alcune perdite è ovvio, ma la quota di tali perdite dovrebbe essere senza dubbio molto più bassa in un periodo ragionevolmente normale come il 1923-1927, rispetto ad anni catastrofici come il 1930-1933".

9. "Nel caso della Fox Film, le obbligazioni a breve termine al 6% erano ancora convertibili in azioni sulla base del piano di ricapitalizzazione, vale a dire a 18,90 dollari per azione. Se questo fosse stato un privilegio contrattuale anziché semplicemente di conversione volontaria, le obbligazioni a breve termine della Fox sarebbero state dimostrabilmente superiori a 75 rispetto alle azioni della Fox a 14, *da tutti i punti di vista*".

Sequel. La società coprì quasi sei volte le sue spese fisse con gli utili nel saldo del 1933, in seguito alla ricapitalizzazione. Coprì le sue spese quasi cinque volte nel 1934, quasi dieci volte nel 1935 e oltre trentotto volte nel 1936. Le obbligazioni a breve termine furono rimborsate alla pari alla scadenza, il 4 aprile 1936.

NOTA 68

MEMORANDUM PER I DETENTORI DI OBBLIGAZIONI VICTORY

(Circolare emessa a maggio 1921)

Desideriamo sottolineare ai possessori delle obbligazioni Victory $4\frac{3}{4}\%$ (le obbligazioni United States Victory, di cui al Capitolo 51, N.d.T.), con scadenza 1° giugno 1923, il vantaggio che si può ottenere tramite il loro scambio a prezzi correnti in una quantità equivalente di obbligazioni Liberty Fourth $4\frac{1}{4}\%$ (anch'esse citate nel Capitolo 51, N.d.T.), con scadenza 1938.

Al momento in cui scrivo, le Victory $4\frac{3}{4}\%$ vengono scambiate a circa 97,70 dollari e le Liberty $4\frac{1}{4}\%$ a circa 87,20 dollari. Il rendimento netto di entrambe le emissioni è lo stesso: 4,86%. In altre parole, ogni 400 dollari di obbligazioni Victory può essere scambiato con 450 dollari di Liberty Fourth $4\frac{1}{4}\%$, su una base uniforme di costo e rendimento.

Ma le obbligazioni Liberty hanno un grande vantaggio sulle Victory dal punto di vista del potenziale del mercato. Il possibile rialzo delle Victory Notes è strettamente limitato a due punti, poiché la loro scadenza vicina (1923) impedisce la loro vendita a un premio considerevole. Tuttavia, le obbligazioni Liberty vengono scambiate con uno sconto così sostanziale rispetto alla pari (oltre il 12,5%) che non solo è possibile ma anche molto probabile che si verifichi un importante rialzo nei prossimi anni. Per usare forse un esempio estremo, se supponiamo che entro il 1923 tutte le obbligazioni Victory e Liberty siano tornate alla pari, l'aumento delle obbligazioni Fourth Liberty ammonterebbe a oltre dodici punti contro i soli due punti delle Victory. Effettuando lo scambio proposto, l'investitore realizzerebbe quindi 450 dollari per ogni 400 dollari di Victory ora possedute. In ogni caso, le Liberty $4\frac{1}{4}\%$ devono avanzare solo di due punti nei prossimi due anni per rendere redditizio lo scambio suggerito.

A questo proposito, vorremmo sottolineare che tutte le indicazioni favoriscono un imminente avanzamento nei prezzi delle obbligazioni

di alta qualità. La tendenza verso tassi di interesse più bassi è già evidente, come è dimostrato dalla riduzione del tasso di sconto federale. Per questo motivo, gli investimenti a lungo termine sono ora generalmente preferiti alle obbligazioni a breve termine e, di conseguenza, il rendimento cedolare ottenibile sui primi è notevolmente inferiore a quello delle obbligazioni con scadenze vicine. Ma nel caso dell'emissione Victory, queste obbligazioni a breve termine possono essere scambiate con obbligazioni Liberty a lungo termine senza alcuna riduzione del rendimento cedolare.

La liquidazione nelle emissioni Liberty è stata drastica e, fino a poco tempo fa, continua, ma questo periodo ora sembra quasi concluso. Le obbligazioni acquistate con denaro preso in prestito sono state per la maggior parte pagate o vendute; le partecipazioni deboli sono state quasi eliminate e le emissioni Liberty possono ora essere ritenute in gran parte nelle mani di investitori reali. Questa posizione tecnica notevolmente migliorata dovrebbe comportare un sostanziale aumento del prezzo, in risposta a qualsiasi attività di acquisto.

Un ulteriore vantaggio che si può ottenere dallo scambio proposto risiede nell'esenzione delle obbligazioni Liberty (fino a certi limiti) dalla sovrattassa e dalle normali imposte, mentre le obbligazioni Victory sono esenti solo dalle normali imposte. Per queste due importanti ragioni, ovvero prospettive di un apprezzamento molto maggiore e una esenzione fiscale più elevata, raccomandiamo che le partecipazioni in titoli Victory siano ora trasferite entro un importo equivalente di titoli Liberty Fourth 4¼%. Saremo lieti di fornire ulteriori informazioni in merito a questo suggerimento e, in particolare, di discutere con i singoli investitori l'effettivo risparmio fiscale che si otterrà dallo scambio.

NOTA 69

I principi fondamentali della Teoria di Dow sono:

1. Ci sono tre tipi di fluttuazioni mostrate dagli indici azionari:
 - a. *Movimenti primari*, che sono tendenze ampie e di base, di tipo rialzista o ribassista, che si estendono, per periodi inferiori a un anno, fino a diversi anni. La corretta determinazione di tali movimenti è l'obiettivo principale dei teorici di Dow.
 - b. *Movimenti secondari*, che durano da tre settimane a diversi mesi, ma vanno contro la tendenza primaria.

- c. *Fluttuazioni quotidiane* in entrambe le direzioni, di carattere minore e di poca importanza, tranne che per determinare se si stanno formando delle "linee". Devono essere tracciate e studiate, tuttavia, poiché definiscono i movimenti a lungo termine.

2. Gli indici dei titoli industriali e dei titoli ferroviari devono confermarsi a vicenda se si vogliono poter trarre inferenze affidabili sulla natura del movimento in corso. Sebbene, in generale, un mercato rialzista sia quello in cui i massimi successivi di ogni indice superano i massimi precedenti e i minimi successivi sono più alti dei minimi precedenti (e viceversa per i mercati ribassisti), ogni tipo di movimento importante è soggetto a interruzione da parte di contromovimenti di carattere secondario. Si suppone che questi movimenti secondari ritraccino generalmente da un terzo a due terzi della variazione primaria del valore degli indici da quando è terminato il movimento secondario precedente. È evidente che il problema di determinare di giorno in giorno o di settimana in settimana se un movimento apparentemente in corso sia secondario o un'inversione di una tendenza importante presenta un compito difficile.

3. Quando i movimenti di diverse settimane o più di entrambi gli indici sono limitati a un intervallo di circa il 5%, si dice che si è formata una "linea" che suggerisce accumulazione o distribuzione. Se entrambi gli indici superano la linea simultaneamente, se ne deduce l'accumulazione e si prevedono prezzi più elevati. Se gli indici superano la linea simultaneamente, se ne deducono le conclusioni inverse. Se una media rompe una linea senza essere confermata da un'azione simile da parte dell'altra, l'indicazione è di carattere negativo (non è affidabile, N.d.T.).

4. Un mercato ipercomprato diventa fiacco nei rialzi e attivo nei ribassi. I mercati ipervenduti sono fiacchi nei ribassi e attivi nei rialzi. Un volume elevato caratterizza la conclusione di un mercato rialzista e i mercati rialzisti iniziano con attività contenuta.

5. I titoli attivi tendono a muoversi in accordo con gli indici, ma singole emissioni possono riflettere condizioni peculiari a loro che causeranno deviazioni dal percorso degli indici.

La precedente affermazione dei principi fondamentali della Teoria di Dow non indica necessariamente molti dettagli importanti o il modo pratico di operare secondo la teoria. Per enunciazioni più complete della teoria e delle sue applicazioni, si vedano W. P. Hamilton, *The Stock Market Barometer*, New York, 1922; Robert Rhea, *The Dow Theory*, New York, 1932; Charles A. Dice, *The Stock Market*, pp. 486–506, New York,

1926; Floyd F. Burtchett, *Investments and Investment Policy*, pp. 672–688, New York, 1938. Per quanto riguarda la lettura dei grafici in generale, si veda R. W. Schabacker, *Stock Market Theory and Practice*, pp. 591–692, New York, 1930.

NOTA 70

“Investors Guide Stock Reports,” un dipartimento della Standard Statistics Co., Inc., ha pubblicato i due bollettini seguenti nell’ottobre e nel dicembre 1933.

B (N.Y.S.E.)			BALDWIN LOCOMOTIVE WORKS		
Azione	Rating	Dividendo	Prezzo	Data	Rendimento
Ordinarie	Mantenere II	Nessuno	11½	21/12/33	Nessuno
Privilegiate 7\$	Mantenere, P.S.*	Nessuno	347½		Nessuno
Warrants	Mantenere II		7		

*P.S.= Privilegiate-Speculative.

CONSIGLIO: Gli sviluppi costruttivi in vista servono a neutralizzare l’effetto negativo sulle **ordinarie** dell’eventuale esercizio dei warrant di acquisto di azioni. Le **privilegiate** hanno un’attrazione speculativa a lungo termine.

POSIZIONE E PROSPETTIVE: Sebbene le spese operative di Baldwin siano state mantenute al minimo, la mancanza di ordini di locomotive nel 1933 probabilmente si rifletterà in un’altra perdita netta per l’anno. Gli ordini totali hanno recentemente mostrato un’espansione moderata e le prospettive per il 1934 per la società sono state notevolmente migliorate dai prestiti, che sono stati concessi a diverse strade ferrate dalla PWA per l’acquisto di nuove attrezzature, tra cui 30 locomotive. Sono ora in attesa altre domande da parte di altri vettori per prestiti per attrezzature che includeranno 133 locomotive. Pertanto, ci sono chiare indicazioni che i vettori hanno iniziato a modernizzare la loro potenza di trazione, un programma che probabilmente entrerà in pieno svolgimento più avanti nel 1934. Baldwin, con la sua forte posizione commerciale, potrebbe ottenere una buona quota del business. Sebbene gli utili concreti sulle azioni ordinarie siano ancora lontani,

soprattutto perché il titolo è passibile di una notevole diluizione per l'indicato eventuale esercizio dei warrant attaccati alle obbligazioni ipotecarie consolidate, che consentono la sottoscrizione, a 5 dollari di 480.000 azioni ordinarie aggiuntive, sembra che le perdite per azione ordinaria debbano mostrare una progressiva riduzione d'ora in poi. La **posizione finanziaria** è solida.

BACKGROUND: Baldwin Loco. Works è uno dei due maggiori costruttori di locomotive a vapore. Produce anche forgiati e fusioni, macchinari idraulici e speciali, motori, unità di aria condizionata, apparecchiature di refrigerazione ecc. La società ha una quota azionaria in General Steel Castings e possiede immobili di valore a Philadelphia.

CAPITALIZZAZIONE: Debito finanziato, 15.500.000 dollari, 200.000 azioni privilegiate cumulative 7% (100 dollari di valore nominale), redimibili a 125 dollari. 843.000 azioni ordinarie (senza valore nominale). Attualmente, l'accumulo di dividendi privilegiati ammonta a 17,50 dollari per azione.

	Utili		Dividendi		Range di prezzo	
	Ordinarie	Privilegiate	Ordinarie	Privilegiate	Ordinarie	Privilegiate
1933	Est. 5,24\$(d)	Est. 15,50\$(d)	Nessuno	Nessuno	17 $\frac{5}{8}$ -3 $\frac{1}{2}$	60-9 $\frac{1}{2}$
1932	6,50(d)	20,39(d)	Nessuno	Nessuno	12-Feb	35-8
1931	6,55(d)	20,61(d)	0,87 $\frac{1}{2}$ \$	3,50\$	27 $\frac{7}{8}$ -4 $\frac{5}{8}$	104 $\frac{1}{2}$ -15
1930	1,94	15,18	1,75	7,00	38-19 $\frac{3}{8}$	116-84

Attenzione: queste informazioni sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non sono garantite.

BRY			BEATRICE CREAMERY CO.			
Azione	Rating	Dividendo	Prezzo	Data	Rendimento	
Ordinarie	Scambiare	Nessuno	12 $\frac{1}{2}$	17/10/33	Nessuno	
Privilegiate 7\$	Scambiare	7\$	72		9,9%	

CONSIGLIO: In vista delle incertezze a breve termine, le partecipazioni in azioni ORDINARIE e PRIVILEGIATE dovrebbero essere trasferite in emissioni con prospettive più promettenti. **POSIZIONE E PROSPETTIVE:** Le attività casearie rimangono sotto l'handicap della sfavorevole posizione statistica del settore. La produzione di latte è ben al di sopra delle esigenze di consumo e questa situazione non solo ha

portato all'accumulo di scorte record di burro e formaggio, ma ha anche impedito una forza dei prezzi sostenuta in queste materie prime. Gli aumenti dei prezzi del latte liquido, stimolati principalmente da commissioni di controllo statali del latte o accordi di marketing AAA, sono stati trasferiti quasi interamente agli agricoltori. Inoltre, gli utili della società per i sei mesi conclusi il 31 agosto scorso sono stati influenzati negativamente dall'aumento dei costi ai sensi dell'NRA e dalle vendite insoddisfacenti di gelato durante i mesi di punta di luglio e agosto. I rendimenti delle azioni per il periodo sono ammontati a 4,47 dollari sulle privilegiate e 0,28 dollari sulle ordinarie, contro 6,34 dollari e 0,82 dollari, rispettivamente, per lo stesso intervallo dell'anno precedente. A causa di fattori stagionali, si prevede un profitto ancora più ridotto per la seconda metà. La ripresa promette di essere lenta finché non saranno eliminate le scorte eccessive di latte. La **posizione finanziaria** è solida. BACKGROUND: Beatrice è la terza unità più grande nel settore dei prodotti lattiero-caseari. In precedenza ricavava la maggior parte dei suoi guadagni dal burro, ma negli ultimi anni la società ha notevolmente ampliato le sue attività nel settore del gelato e del latte; inoltre, distribuisce formaggio, uova e pollame. Le proprietà sono situate principalmente nel Middle West ma è stata effettuata anche un'estensione nei mercati orientali e della costa del Pacifico.

CAPITALIZZAZIONE: Debito finanziato, nessuno. 107.851 azioni privilegiate cumulative 7% (100 dollari di valore nominale). 377.719 azioni ordinarie (25 dollari di valore nominale).

	Utili*		Dividendi†		Range di prezzi‡	
	Ordinarie	Privilegiate	Ordinarie	Privilegiate	Ordinarie	Privilegiate
1933	0,84\$(d)	4,03\$	Nessuno	7,00‡	27-7	85-45
1932	3,54	19,3	2,50\$	7,00	43	95-62
1931	7,12	32,49	4,00	7,00	81-37	111-90
1930	7,31	34,02	4,00	7,00	92-62	109¼-101¼

*Anni terminati a febbraio 1928.

†Anno solare.

‡Possibile continuità.

INVESTOR'S GUIDE STOCK REPORTS

(Copyright e pubblicazione di Standard Statistics Co., Inc., 345 Hudson St., N.Y.)

LA NOSTRA DISCUSSIONE NELL'EDIZIONE DEL 1934

È evidente che il consiglio di detenere Baldwin Locomotive e di vendere azioni Beatrice Creamery si basava principalmente sulla visione che le prospettive del settore delle locomotive erano buone e quelle del settore lattiero-caseario erano scarse. Per quanto riguarda il primo, è implicito che il miglioramento continuerà per un certo numero di anni; nel caso di Beatrice Creamery non è chiaro se l'affermazione secondo cui "la ripresa promette di essere lenta" preannunci un ritardo di mesi o di anni.

L'approccio dell'analista di attività finanziarie nei confronti di queste due emissioni, se basato sui principi e sulla tecnica sviluppati in questo libro, sarebbe molto diverso da quello indicato negli "stock reports" sopra riportati – di fatto, quasi l'esatto opposto. Il ragionamento iniziale dell'analista riguardo a Beatrice Creamery sarebbe più o meno il seguente: "È risaputo che le condizioni attuali sono sfavorevoli e anche le prospettive a breve termine sono generalmente considerate sfavorevoli. Il prezzo delle azioni è diminuito sostanzialmente. È possibile che le azioni possano avere un valore intrinseco o permanente notevolmente superiore al basso prezzo attuale, che è regolato dalla situazione corrente?".

Nel caso di Baldwin Locomotive, il suo ragionamento potrebbe benissimo andare nella direzione opposta: "Le prospettive della società sono decisamente migliori per il 1934 rispetto al 1933 e al 1932. Tuttavia, le azioni vengono scambiate a cinque volte il prezzo minimo del 1932. Queste prospettive sono abbastanza favorevoli e affidabili da rendere le azioni ordinarie attraenti al loro prezzo attuale, alla luce dell'andamento molto insoddisfacente degli ultimi dieci anni?".

Nello sviluppare la risposta a queste domande, un'analisi statistica più o meno lungo le seguenti linee sarebbe opportuna (questi dati non vengono presentati come un "confronto" tra Baldwin e Beatrice nel senso comune del termine ma piuttosto come un aiuto per giungere a conclusioni analitiche *separate* riguardo a ciascuna emissione).

Voce	Baldwin Locomotive	Beatrice Creamery
<i>A. Capitalizzazione:</i>		
Obbligazioni valore nominale	15.500.000\$	
Azioni privilegiate, al prezzo di mercato	7.000.000	7.750.000\$
Totale emissioni senior	22.500.000\$	7.750.000
Azioni ordinarie prezzo di mercato	9.400.000	4,700.000
Warrant al prezzo di mercato	3.400.000	
Totale emissione delle azioni ordinarie	12.800.000	
Totale capitalizzazione	35.300.000	12.450.000
<i>B. Conto economico recente:</i>		
Vendite	7.730.000	44.045.000
Utile netto prima degli ammortamenti e degli interessi	1.000.000(d)	1.831.000
Deprezzamento	1.850.000	1.605.000
Interessi	1.160.000	
Fabbisogno per i dividendi delle azioni privilegiate	1.400.000	750.000
Totale per le azioni ordinarie	5.410.000(d)	524.000(d)

*C. Storico degli utili (espressi in migliaia):**

Anno	Baldwin Locomotive			Beatrice Creamery			
	Vendite	Utili sul capitale totale	Utili per le azioni ordinarie	Vendite	Utili sul capitale totale	Utili per le azioni ordinarie	Utile per azione ordinaria
1933	7.730\$	2.850\$(d)	5.410\$(d)	44.045\$	226\$	524\$(d)	(d)\$
1932	10.579	2.941(d)	5.478(d)	46.254	434	323(d)	(d)
1931	20.346	2.982(d)	5.523(d)	54.059	2,101	1.363	3,54\$
1930	49.872	4.202	1.637	82.811	3.354	2.626	7,12
1929	42.797	3.093	900	83.682	2.489	1.971	7,31
1928	37.214	600	1.104(d)	53.307	1.523	1.103	6,31
1927	49.011	3,4	1.685	52.744	1.223	890	6,66
1926	65.569	5.800	4.049	33.974	1.006	735	5,97
1925	27.876	500(d)	2.225(d)	35.050	1.003	760	6,18

*Baldwin: anno concluso il 30 settembre 1933 e anni solari precedenti. Le cifre sono su base comparabile, eccetto quelle del 1925. Le cifre per il 1925-1928 sono corrette per riflettere l'ammortamento medio di 1.022.000\$ all'anno, come discusso nel Capitolo 34. Gli utili sul capitale totale per il 1928 sono approssimativi.

Beatrice: 1933 significa anno concluso il 31 agosto 1933. 1932 significa anno concluso il 28 febbraio 1933 e similmente per il 1925-1931. L'utile di 389.000\$ sulla vendita di titoli effettuata da Beatrice nel 1928 è escluso.

D. Risultati per il “Periodo Normale” 1925–1930:

Utili medi per la capitalizzazione totale di Baldwin Locomotive works	circa 2.900.000\$
Utili medi per le azioni ordinarie e i warrant di Baldwin	824.000
Utile medio per azione ordinaria Baldwin (ipotizzando l’esercizio dei warrant e il 6% incassato sull’ammontare ricevuto dalla società)	0,73\$
Utile massimo per azione ordinaria Baldwin (come rettificato)	3.17\$
Utile medio per azione ordinaria Beatrice	6,59\$
Utile massimo per azione ordinaria Beatrice	7,31\$

Nota: a causa della continua espansione della Beatrice Creamery tra il 1925 e il 1932, che ha comportato l’emissione di azioni aggiuntive, gli utili *per azione* ordinaria devono essere considerati più significativi degli importi totali guadagnati per le azioni ordinarie.

E. Dati dello Stato Patrimoniale (31 dic. 1932):

Voce	Baldwin	Beatrice
Attività correnti	13.900.000\$	9.410.000\$
Passività correnti	1.200.000	748.000
Attività correnti nette	12.700.000\$	8.662.000\$
Valore del patrimonio tangibile per azione ordinaria	26,50\$	48,75\$

Nota: le cifre del capitale circolante di Baldwin sono state modificate per escludere l’interesse di minoranza degli azionisti della Midval Company. Il valore patrimoniale dell’azione ordinaria Baldwin è stato modificato in base all’ipotesi che i warrant siano esercitati. Il valore patrimoniale dell’azione ordinaria Beatrice non è stato modificato per una svalutazione delle immobilizzazioni nel 1933, il cui importo non era stato segnalato.

Uno studio di queste esposizioni quantitative non fornisce alcuna ragione per credere che le azioni ordinarie di Baldwin Locomotive siano intrinsecamente interessanti a circa 11 dollari. Gli unici elementi decisamente favorevoli sono gli utili del singolo anno 1926 e il valore contabile ma nessuno di questi può essere considerato particolarmente significativo. A livello superficiale, l’emissione sembra possedere un fattore di “leva finanziaria” – o struttura di capitalizzazione speculativa – basata sulla presenza di una grande quantità di titoli senior. In

realtà, tuttavia, questa leva finanziaria potrebbe diventare di valore reale solo se i profitti superassero qualsiasi cifra realizzata dal 1926.

Nel caso di Beatrice Creamery, l'evidenza statistica è impressionante per due importanti motivi. Il primo è l'utile per azione costantemente elevato nei sei anni 1925-1930, che ammonta regolarmente a quasi il 50% sul prezzo corrente di 12½. Il secondo è l'ingente fatturato dell'impresa per dollaro di azioni ordinarie al prezzo di mercato. Anche ai minimi di prezzo dei prodotti caseari nel 1933 vi erano 9 dollari di fatturato per ogni dollaro di azioni ordinarie. Nel 1929 il rapporto era di circa diciotto a uno. È evidente che basta un profitto molto piccolo per dollaro di fatturato per produrre una grande percentuale di utile sul prezzo corrente delle azioni.

Alcune altre caratteristiche analitiche della situazione di Beatrice sono di interesse, vale a dire:

1. La struttura di capitalizzazione conferisce alle azioni ordinarie possibilità speculative particolarmente favorevoli dal punto di vista tecnico. Tutto il capitale senior (relativamente grande) è rappresentato da azioni privilegiate, che non comportano alcun pericolo di disagio finanziario.

2. L'ampio valore delle attività tangibili in relazione al prezzo di mercato non è privo di significato. Sebbene questo punto non debba essere preso troppo sul serio, ha un impatto sull'interrogativo se la società possa guadagnare una cifra ragionevole sulle azioni ordinarie nel lungo periodo. Sebbene fosse in considerazione una svalutazione delle attività fisse, questa conclusione sarebbe valida anche sulla base rettificata.

3. Supponendo che la svalutazione sia giustificata, ciò implicherebbe che le spese di ammortamento negli ultimi anni siano state maggiori del necessario. Nell'anno conclusosi a febbraio 1934, l'addebito per ammortamento è stato ridotto a circa 1.400.000 dollari, rispetto a 1.900.000 dollari nell'anno precedente. Se questa aliquota fosse stata applicata per i dodici mesi conclusi a febbraio 1933, la società avrebbe mostrato un certo utile per le sue azioni ordinarie in quell'anno.

4. La posizione del capitale circolante è solida per questo tipo di impresa e in relazione al prezzo di mercato delle sue azioni.

Considerazioni qualitative. A. *Baldwin Locomotive*: sembrerebbe difficile trarre conclusioni affidabili sulle prospettive a lungo termine o sul normale potere profittuale di questa impresa. Il settore è di base e il tasso estremamente basso di acquisto di locomotive negli ultimi anni

indicherebbe senza dubbio un'ampia domanda accumulata. Tuttavia, il business si è dimostrato estremamente irregolare e le opinioni sulle sue performance future devono essere più di natura congetturale che di previsione intelligente.

B. *Beatrice Creamery*: l'attività di questa azienda sembrerebbe possedere una stabilità di fondo e anche una permanenza. La domanda di prodotti lattiero-caseari non è certamente soggetta alle variazioni esistenti nella domanda di locomotive. Mentre i periodi di sovrabbondanza possono influenzare drasticamente i prezzi di vendita, le difficoltà risultanti non sono più gravi di quelle riscontrate in innumerevoli altri settori aziendali. C'è motivo di credere che l'industria lattiero-casearia crescerà nel lungo futuro come ha fatto nel lungo passato. La recessione della domanda nel periodo 1929-1933 fu un fenomeno naturale di profonda depressione, e difficilmente sembrerebbe avere un significato minaccioso per gli anni a venire. Beatrice Creamery non è così favorevolmente posizionata come le due aziende più grandi (Borden's e National Dairy Products), che godono di una maggiore diversificazione e di un business redditizio nei marchi registrati. Tuttavia, le probabilità indicherebbero fortemente una ripresa della capacità reddituale di Beatrice Creamery a un livello vicino a quello precedentemente consolidato, quando le condizioni generali saranno di nuovo propizie.

Una previsione singola di questo tipo potrebbe andare fuori strada, perché in una certa misura deve essere alla mercé del futuro. Ma siamo dell'opinione che le conclusioni basate su questo tipo di ragionamento produrranno risultati più redditizi – in media e nel lungo periodo – rispetto a quelle del tipo di “consulenza sul mercato” rappresentata dai bollettini citati all'inizio di questa nota finale.¹⁰

Sequel. Le condizioni per entrambe le società si svilupparono in gran parte come l'analista avrebbe potuto prevedere (anche se non profetizzare) alla fine del 1933. Nel caso di Baldwin, nonostante le presunte migliori prospettive, la perdita per il 1934 fu praticamente la stessa del 1933 e altre perdite furono dichiarate ogni anno fino al 1939. Nel 1935 la società entrò nelle procedure 77B e il prezzo dell'azione ordinaria

10. La nostra critica di alcuni metodi individuali seguiti dalla Standard Statistics Company, Inc., non deve essere interpretata come diretta in generale al lavoro di questa eccezionale organizzazione. Al contrario, merita grandi elogi per l'accuratezza e la completezza dei suoi resoconti e per l'intraprendenza e l'apertura mentale che ha sempre dimostrato nello sviluppare il suo ambito e la sua tecnica.

scese a 1½. Alla fine del 1939 veniva scambiata all'equivalente di 3 in termini di nuovi titoli ricevuti nella ristrutturazione. Beatrice Creamery riportò un profitto per le sue azioni ordinarie nell'anno conclusosi a febbraio 1935. I suoi utili aumentarono costantemente da allora in poi (con l'eccezione di un anno) fino a raggiungere 3,81 dollari per azione ordinaria per i 12 mesi conclusi a novembre 1939. Alla chiusura di quell'anno il titolo veniva scambiato a 27½.

NOTA 71

La tesi di Mead e Grodinsky può essere riassunta nel seguente paragrafo.

Tutti i settori alla fine declinano, dopo un'espansione per un periodo più o meno lungo. Una volta iniziato, il declino raramente si inverte. In qualsiasi momento, tutti i settori possono essere divisi in quelli in espansione e quelli in declino. L'inizio del decadimento può essere rilevato dai seguenti sintomi: domanda stazionaria, ricorso a miglioramenti anziché ad aggiunte, tentativi di aumentare i prezzi e prestiti di denaro. Un investimento sano deve essere strettamente limitato alle industrie in espansione e preferibilmente alle aziende che mostrano qualità in progresso attraverso l'attività di ricerca. Deve necessariamente includere azioni ordinarie, poiché l'offerta di obbligazioni e azioni privilegiate in tali gruppi è molto limitata.

Per far fronte a future regressioni, l'investitore deve costituire riserve di ammortamento traendole dal suo reddito e i suoi profitti principali.

Non si può negare che questo punto di vista rifletta importanti verità sottostanti gli affari aziendali e l'esperienza di investimento. Ma se – nella forma indicata o in qualsiasi approssimazione – fornisca un modello di investimento sano e praticabile è una questione completamente diversa. Si possono notare alcune implicazioni di questa tesi:

1. Gli investimenti in settori in crescita e gli switch da settori in declino devono essere effettuati indipendentemente dai prezzi correnti. Se una grande percentuale di azionisti seguisse questo principio, il prezzo delle azioni "buone" aumenterebbe in modo sensazionale, mentre le azioni poco promettenti scenderebbero quasi a zero – indipendentemente dai loro utili e dalle loro attività in bilancio. La negazione del fattore prezzo in questa teoria deve riflettere la convinzione che il prezzo non faccia alcuna differenza o che, in media, gli investito-

ri non debbano di fatto pagare un differenziale troppo elevato per le buone azioni. La prima alternativa è chiaramente insostenibile, la seconda è più che dubbia. Il comportamento del mercato nell'ultimo decennio tradisce già l'influenza di questa filosofia nei premi elevati pagati per le azioni in crescita. Il suo ulteriore proseguimento potrebbe creare scompiglio.

2. Il metodo prescritto non è affatto così semplice come sembra, tranne che per le situazioni in cui si deve evitare un titolo. L'investimento accettato deve soddisfare sia i test del settore sia una serie di requisiti applicabili alla singola azienda. Il detentore deve quindi stare attento ai segnali inevitabili di un imminente decadimento ed essere pronto a vendere nonostante utili soddisfacenti o – al contrario – una quotazione di mercato insoddisfacente.

Questo metodo generale presenta il dilemma secondo cui o il numero di settori in crescita ammissibili è così limitato che qualsiasi grande concentrazione di investimenti in questi settori diventa del tutto impraticabile, oppure una generosa concessione del giudizio di conformità si tradurrà in molti errori o in rapide inversioni. Mead e Grodinsky hanno avuto il coraggio di dividere *tutti* i settori nelle categorie "in espansione" o "in contrazione" – elencandone 61 della prima e 50 della seconda. Certamente devono esserci molti casi limite: in effetti dovremmo immaginare che un gruppo intermedio molto ampio rientrebbe nella fascia degli indecisi e che un giudizio fiducioso sarebbe limitato, per esempio, ai quartili superiore e inferiore (si può dare un giudizio sufficientemente attendibile solo ai casi estremi, N.d.T.).

Più seria è la possibilità che la crescita si concluda senza un adeguato preavviso e prima che l'investitore possa raccogliere la sua ricompensa. Una sorprendente tendenza a invertirsi del trend si riscontra confrontando le variazioni negli utili netti dei gruppi industriali dal 1926 al 1930 (o 1928-1930) con l'ulteriore variazione fino al 1936. I dati per tale studio possono essere trovati nelle tabelle di Mead e Grodinski o nelle raccolte della Standard Statistics Company degli utili netti dei gruppi industriali dal 1926 in poi.

3. Il consiglio di evitare obbligazioni di settori in declino a favore di azioni di settori in espansione, fornito in modo sorprendentemente categorico,¹¹ può essere contestato per ulteriori motivi. Gli stessi consulenti si sforzano di sottolineare (pagine 461-462) che il dispositivo del

11. "I dati storici e la situazione attuale dimostrano che, per quanto riguarda la sicurezza, le azioni ordinarie delle società di successo dei gruppi industriali in espansione che non emet-

fondo di ammortamento può ritirare il capitale senior di imprese non in espansione prima che vengano travolte dal crollo finale e inevitabile. Inoltre, per proteggersi dallo stesso tragico destino che attende anche l'azienda in crescita – ma dopo un intervallo più lungo – Mead e Grodinsky insistono (pagine 465-467) sul fatto che l'investitore nelle sue azioni ordinarie deve creare un proprio fondo di ammortamento con i dividendi ricevuti o gli utili realizzati, in modo che solo una parte di essi sia realmente reddito. Dovremmo pensare che le obbligazioni di Swift & Co. (in un "settore in declino") meritino di essere definite sicure, per ovvie ragioni quantitative, anche tenendo conto di un ridotto consumo pro capite di carne in futuro. Ma come le azioni ordinarie di Johns Manville – un'emissione di primo piano in un "settore in espansione" – possano essere definite "sicure", indipendentemente dal fatto che l'investitore abbia acquistato a 155 nel 1937 o a 58 nel 1938, va oltre la nostra comprensione.

4. Gli elaborati studi su cui Mead e Grodinsky basano il loro principio di investimento suggeriscono altre conclusioni che dovrebbero essere di grande valore per gli azionisti. Potrebbe essere vero che in molti casi l'inizio del declino preannunci la perdita completa della capacità profittuale e/o la perdita quasi completa del capitale azionario, e che il management, per quanto competente e intraprendente, non sia in grado di impedire il disastro. Ma se così fosse, i proprietari dell'azienda potrebbero avere altre alternative oltre a vendere semplicemente le loro azioni sul mercato aperto per qualsiasi cifra possano ricavare. Esattamente lo stesso ragionamento (che cerca di convincere il singolo azionista a vendere le sue azioni) non potrebbe essere più logicamente impiegato per convincere *tutti* gli azionisti a liquidare i loro beni aziendali prima che vengano dissipati? Riteniamo che *The Ebb and Flow of Investment Values* contenga un argomento potente a sostegno della nostra tesi (sviluppata nei Capitoli 43 e 44), vale a dire che la persistenza del prezzo di mercato al di sotto del valore di liquidazione è un segnale che reclama di essere ascoltato, che sfida gli azionisti a scoprire se il loro interesse richiede che l'azienda continui come prima, che cambi le sue politiche, che venga venduta o che venga parzialmente o completamente liquidata. E che, infine, la risposta a questa domanda cruciale non dovrebbe essere cercata dal manage-

tono obbligazioni sono più sicure delle obbligazioni delle società di successo dei gruppi industriali in declino". *The Ebb and Flow of Investment Values*, p. 298, New York, 1939.

ment – con i suoi pregiudizi e interessi particolari – ma da un’agenzia esterna competente e imparziale.