

Capitolo 14

La teoria delle azioni privilegiate

Che la tipica azione privilegiata rappresenti una *forma* poco attraente di contratto di investimento è difficilmente discutibile. Da un lato, il suo valore capitale e il rendimento in termini di reddito sono entrambi limitati, dall'altro, il proprietario non ha alcun diritto fisso ed esecutivo al pagamento sia del capitale sia del reddito. Si può dire che le azioni privilegiate combinano i limiti dell'essere creditore (obbligazioni) con i rischi della partnership (azioni ordinarie). Eppure, nonostante queste forti obiezioni teoriche, le azioni privilegiate si sono evolute diventando un fattore importante nel nostro schema finanziario, e sono evidentemente riuscite a diventare raccomandabili per l'investitore americano. Nel 1939 c'erano circa 420 diverse emissioni preferenziali quotate alla Borsa di New York contro circa 830 azioni ordinarie. Nel 1929 il valore delle azioni privilegiate quotate superava gli 8,5 miliardi di dollari ed era circa la metà di quello delle obbligazioni societarie quotate.¹

Il verdetto del mercato. Nel successivo crollo del mercato, il prezzo di queste azioni ha subito una drastica contrazione, un'esperienza che si è ripetuta su scala minore nel 1937-1938. Le seguenti cifre comparative raccontano una storia interessante:

1. Alla fine del 1939 il valore di tutte le azioni privilegiate quotate era di circa 6.250.000.000 dollari, rispetto ai circa 14.250.000.000 dollari di tutte le obbligazioni societarie quotate (totali della Borsa di New York).

Media di tutte le azioni quotate alla Borsa di New York

Tipo di Attività Finanziaria	Prezzo massimo 1929	Prezzo minimo 1932	Prezzo massimo 1937	Prezzo minimo 1938	Prezzo al 30 dicembre 1939
Obbligazioni societarie staunittensi	95,33	52,68	90,89	65,82	74,60
Azioni privilegiate	84,99	25,38	75,15	46,5	61,55
Azioni ordinarie	89,94	10,59	43,29	20,44	30,16

Queste cifre stabiliscono il fatto che, sebbene sia le obbligazioni sia le azioni privilegiate si siano dimostrate vulnerabili alle condizioni avverse, non vi può essere alcun dubbio sul fatto che le azioni privilegiate nel loro complesso siano soggette a un calo percentuale maggiore. Certamente esiste un contrasto, da un lato, tra la debolezza teorica e la performance insoddisfacente delle azioni privilegiate e, dall'altro, per la loro diffusa accettazione popolare. Sembrerebbe necessaria un'analisi approfondita, al fine di determinare i veri meriti delle azioni privilegiate come mezzo pratico di investimento.

Differenza di base tra azioni privilegiate e obbligazioni. La differenza essenziale tra azioni privilegiate e obbligazioni è che il pagamento dei dividendi privilegiati è interamente discrezionale da parte degli amministratori, mentre il pagamento degli interessi sulle obbligazioni è dovuto. I dividendi privilegiati devono effettivamente essere pagati fintantoché vengono effettuati esborsi (per pagare dividendi, N.d.T.) sulle azioni ordinarie. Ma poiché gli amministratori hanno il potere di sospendere i dividendi ordinari in qualsiasi momento, il diritto al reddito dell'azionista privilegiato, in fondo, è del tutto contingente. Tuttavia, se gli utili di una società sono regolarmente di gran lunga superiori alla domanda di dividendi privilegiati, si può dare per scontato che solitamente il pagamento venga effettuato e, in tali casi, l'assenza di un diritto procedibile ai dividendi non sembra avere una reale importanza. Ciò spiega l'esistenza di un numero relativamente piccolo di emissioni privilegiate di alta qualità, che sono considerate equivalenti in termini qualitativi alle obbligazioni solide e quotate a prezzi comparabili.

All'estremo opposto ci sono i casi in cui le società *non sono in grado di pagare nulla*, che si tratti di obbligazioni o azioni privilegiate. In tali situazioni, il diritto legale del detentore delle obbligazioni a ricevere interessi non si traduce in un pagamento ma in bancarotta. Come abbiamo sottolineato in precedenza, il valore pratico di questo rimedio è

dubbio e, nella maggior parte dei casi, si può ragionevolmente affermare che la posizione di un'obbligazione in default è di poco migliore di quella di un'azione privilegiata che non paga dividendi senza avere davanti a sé obbligazioni il cui pagamento abbia la priorità.

A entrambi gli estremi, quindi, la superiorità contrattuale delle obbligazioni sulle azioni privilegiate non ha un valore sostanziale. Questo fatto ha portato molti investitori a credere che, *di norma generale*, la forma obbligazionaria non presenti alcun reale vantaggio rispetto alla forma azionaria privilegiata. Il loro ragionamento è il seguente: "Se la società è buona, le sue azioni privilegiate sono buone quanto un'obbligazione; e se la società è cattiva, le sue obbligazioni sono cattive quanto un'azione privilegiata".

Debolezza dovuta al diritto discrezionale di omettere i dividendi.

Questo punto di vista è estremamente inesatto, perché non tiene conto dell'ampia regione intermedia occupata da società né incondizionatamente "buone" né incondizionatamente "cattive", ma soggette a variazioni e incertezze in entrambe le direzioni. Se si potesse presumere che gli amministratori pagheranno sempre dividendi privilegiati quando possibile (e quindi sospenderanno il pagamento solo in condizioni che costringerebbero al mancato pagamento degli interessi se il titolo fosse un'obbligazione), allora anche nelle situazioni intermedie lo *status* dell'azionista privilegiato non sarebbe di molto inferiore a quello dell'obbligazionista. Ma in realtà non è così, perché gli amministratori esercitano spesso la loro discrezione per trattenere i dividendi privilegiati quando il pagamento non è affatto impossibile, ma semplicemente scomodo o inopportuno. È considerata una politica finanziaria accettata quella di sacrificare il reddito corrente da azionista privilegiato sull'altare di ciò che gli viene descritto come il suo benessere futuro; in altre parole, trattenere nella tesoreria denaro disponibile per i dividendi, per far fronte a future emergenze o persino per una futura espansione.

Anche se si ammettesse che tale pratica, in ultima analisi, potrebbe essere vantaggiosa per l'azionista privilegiato, resta il fatto che sottopone il suo reddito a un rischio non presente in una situazione simile nel caso di un'obbligazione. Se tale rischio è presente del tutto, rende automaticamente inadatta l'emissione privilegiata come investimento a valore fisso, perché sta nell'essenza di tali investimenti che il reddito debba essere considerato del tutto affidabile. Per dirla in modo più concreto, qualsiasi azione privilegiata soggetta a un reale pericolo di riduzione o sospensione dei dividendi fluttuerà ampiamente nel suo

valore di mercato. È un punto degno di nota quello secondo cui in tutti i casi in cui il dividendo *potrebbe* essere pagato con continuità, ma invece viene trattenuto “per il bene del futuro vantaggio degli azionisti”, il prezzo di Borsa subisce un forte calo, indicando che il mercato degli investimenti non concorda con i manager su ciò che è realmente il migliore interesse degli azionisti privilegiati.

Conflitti di interessi. Quasi tutti gli investitori preferirebbero che il loro reddito continuasse a essere distribuito, anche a rischio del futuro dell'azienda. C'è evidentemente un disaccordo di base, che equivale quasi a una contraddizione logica, tra ciò che l'investitore considera come il suo vantaggio individuale (vale a dire, la continuazione a tutti i costi della percezione del suo reddito) e ciò che sembra disposto ad ammettere possa essere una sana politica aziendale (vale a dire, la sospensione dei dividendi per il bene del futuro). In questo contesto, il possibile conflitto di interessi tra gli azionisti privilegiati e quelli ordinari è di indubbia importanza. Il trattenimento dei dividendi privilegiati è legalmente tenuto a tutelare gli interessi di tutti gli azionisti in modo imparziale, ma poiché, in realtà, gli amministratori sono più spesso eletti dagli azionisti ordinari, tendono ad agire principalmente per conto di questi ultimi. Gli amministratori hanno anche preso l'abitudine di considerare gli interessi dell'impresa stessa come un'entità separata dagli interessi dei suoi proprietari, ovvero gli azionisti, e spesso perseguono politiche con l'apparente scopo e risultato di rafforzare la società di fatto a spese dei suoi proprietari. Questo punto di vista paradossale può forse essere spiegato in parte dalla consueta stretta connessione tra gli amministratori aziendali e i funzionari stipendiati.²

La forma del contratto da azione privilegiata comporta spesso nella realtà uno svantaggio. Qualunque sia la ragione o la giustificazione, resta il fatto che gli azionisti privilegiati sono soggetti al rischio di interruzione dei pagamenti dei dividendi in condizioni che non minaccerebbero seriamente il pagamento degli interessi obbligazionari. Ciò significa che la forma del contratto da azionista privilegiato comporterà spesso uno svantaggio nella realtà.

Esempio: un esempio lampante di questo fatto è fornito dal caso dell'azione privilegiata di United States Steel Corporation, che è proba-

2. Si veda la nostra ulteriore discussione su questo punto nel Capitolo 44 sulle relazioni tra azionisti e manager.

bilmente la più grande emissione di azioni senior al mondo, ed è stata per molti anni pienamente rappresentativa di quelle azioni privilegiate che godevano di un elevato rating da investimento. Nel 1931, nonostante la depressione fosse in stato ben avanzato, questa emissione veniva scambiata a un prezzo che rendeva solo il 4,67% e si pensava che occupasse una posizione inespugnabile a seguito dell'accumulo nei precedenti trent'anni di enormi somme di denaro provenienti dagli utili e del loro impiego per il miglioramento degli impianti di produzione, dell'ampliamento del capitale circolante e del ritiro di quasi tutto il debito obbligazionario. Tuttavia, subito dopo, un solo anno di perdite operative mise a repentaglio il dividendo privilegiato a tal punto da distruggere quasi due terzi del suo prezzo di mercato e minare completamente la sua reputazione di investimento eccellente. L'anno successivo il dividendo fu ridotto a 2 dollari l'anno.

Questi sviluppi disastrosi erano dovuti, ovviamente, alle perdite senza precedenti del 1932-1933. Ma se non fosse stato per la debolezza della *forma* di azioni privilegiate, il detentore di queste azioni avrebbe avuto poche ragioni per temere la cessazione del suo reddito. In altre parole, se avesse posseduto un diritto fisso a percepire interessi invece di un diritto condizionato ai dividendi, avrebbe potuto contare con fiducia sulle enormi risorse di cui disponeva la società per far fronte ai suoi obblighi. A sostegno di questa affermazione, è qui riportato un breve confronto tra l'andamento del mercato delle obbligazioni Inland Steel 4½% (discusso in precedenza) e le azioni privilegiate United States Steel.

Azioni privilegiate U.S. Steel
Obbligazioni Inland Steel 4½% scadenza 1978

Periodo	Prezzo	Rendimento %	Prezzo	Rendimento %
Prezzo massimo, 1931	150	4,67	97¾	4,62
Prezzo minimo, 1932	51½	13,59	61	7,54
Prezzo massimo, gennaio 1933	67	10,45	81	5,67

Entrambe queste emissioni erano soggette alle stesse avverse condizioni commerciali, ma la debolezza *contrattuale* della privilegiata United States Steel era causa della perdita dello *status* da investimento che le obbligazioni Inland erano in grado di mantenere senza gravi difficoltà (tranne per un breve periodo di totale demoralizzazione nel mercato obbligazionario).

Diritti di voto: una potenziale salvaguardia ma generalmente inefficace. La debolezza contrattuale delle azioni privilegiate rispetto alle obbligazioni potrebbe essere notevolmente ridotta se gli azionisti privilegiati esercitassero un *effettivo controllo di voto* sull'impresa non appena i dividendi o gli accantonamenti al fondo di ammortamento fossero sospesi. Nei nostri capitoli successivi sulle disposizioni di salvaguardia sottolineeremo che tale controllo di voto, correttamente esercitato, potrebbe costituire il miglior dispositivo di protezione sia per le obbligazioni sia per le azioni privilegiate. Ciò implicherebbe che, *date le opportune clausole di protezione intelligentemente utilizzate*, la posizione concreta degli obbligazionisti e degli azionisti privilegiati non sarebbe significativamente diversa. A nostro avviso, buona parte dell'attuale forte inferiorità concreta delle azioni privilegiate rispetto alle obbligazioni è attribuibile al fallimento degli azionisti privilegiati nell'ottenere prontamente il controllo del voto o nell'esercitarlo in modo intelligente, dopo la sospensione dei dividendi. Tuttavia, la nostra analisi dello *status* da investimento delle azioni privilegiate deve basarsi sul fatto indubbio che, date le condizioni attuali, il singolo detentore di azioni privilegiate non può fare affidamento sui suoi diritti di voto per ottenere la piena protezione dei suoi interessi.

Rendimento e rischio. Tornando all'effettiva performance delle emissioni privilegiate nell'ultimo decennio, il loro record insoddisfacente come classe potrebbe ben sollevare la domanda sul fatto che dovrebbero essere completamente evitate come strumento di investimento a valore fisso. Ma in obiezione a questo assunto, si può sottolineare che un piccolo numero di emissioni privilegiate ha mantenuto un rating da investimento anche nei momenti peggiori del 1932, e un numero molto più grande durante la grave recessione del 1938. I sostenitori delle azioni privilegiate obietteranno, inoltre, che in presenza di *normali* variazioni delle condizioni di business il rendimento più elevato di questo gruppo compenserà l'inferiorità che grava sulla loro sicurezza rispetto alle obbligazioni. Questo è un argomento che attrae sempre l'investitore nei periodi buoni, quando l'aumento del reddito è una realtà e il rischio sul capitale sembra una remota contingenza. Nei periodi cattivi c'è forse la disposizione opposta a considerare solo la contrazione del capitale subita e a dimenticare il reddito più elevato ricevuto negli anni precedenti.

Per presentare una visione più ampia di questo argomento, torniamo alla nostra precedente discussione sulle obbligazioni con vari gradi di sicurezza, in cui siamo giunti al principio che il rischio e il rendimento

del reddito sono *incommensurabili* verso il basso. Se questa affermazione è valida per le obbligazioni, deve applicarsi con altrettanta forza alle azioni privilegiate. Ciò significa che non è una procedura corretta acquistare un'azione privilegiata a un prezzo da investimento (per esempio, vicino alla pari) quando si riconosce la presenza di un rischio sostanziale per il capitale ma si prevede che tale rischio venga compensato da un rendimento dei dividendi interessante. Da questo principio deriverebbe che l'unica azione privilegiata che può essere correttamente acquistata per investimento sarebbe quella che, a giudizio dell'acquirente, non comporta alcun rischio apprezzabile di sospensione dei dividendi.

Qualifica delle azioni privilegiate di alta qualità. Quali devono essere le qualità di un'azione privilegiata del genere? In primo luogo, deve soddisfare tutti i requisiti minimi di un'obbligazione sicura. In secondo luogo, deve superare tali requisiti minimi in misura pari a un certo margine che viene aggiunto per compensare la caratteristica discrezionale nel pagamento dei dividendi; vale a dire, il margine di sicurezza deve essere così ampio che ci si può sempre aspettare che gli amministratori paghino il dividendo come routine. In terzo luogo, l'identificazione di una stabilità intrinseca nel business stesso deve essere più rigorosa rispetto al caso di un investimento obbligazionario, perché una società soggetta ad alternanza tra grandi profitti e perdite temporanee è probabile che sospenda i dividendi privilegiati durante questi ultimi periodi, anche se i suoi utili medi possono superare di gran lunga il fabbisogno annuale (per pagare il dividendo privilegiato, N.d.T.).

Il ragionamento precedente suggerisce conclusioni che corrispondono al comportamento effettivo delle azioni privilegiate nel 1932-1933. Queste conclusioni non affermano che le azioni privilegiate debbano, *di per sé*, essere escluse dalla categoria di investimento, ma piuttosto che debbano essere imposti loro requisiti specifici così severi da rendere il numero di emissioni ammissibili relativamente piccolo. L'elenco mostrato nella pagina che segue comprende tutte le azioni privilegiate quotate alla Borsa di New York che hanno mantenuto un prezzo corrispondente a un rendimento del 7% o inferiore in ogni momento durante il 1932 e il 1933.³ Sono presentati anche alcuni dati quantitativi relativi al grado di sicurezza di cui gode ciascuna di queste emissioni.

3. Escludiamo le privilegiate Standard Oil Export Corporation 5%, Pittsburgh, Fort Wayne and Chicago Railway 7% e altre emissioni privilegiate garantite, poiché occupano sostanzialmente la posizione di un'obbligazione del garante.

Azioni privilegiate quotate che hanno mantenuto un livello di prezzo da investimento per tutto il periodo 1932-1933									
Nome della società	Prezzo minimo nel 1932-1933	Tasso in dollari	Rendimento % al prezzo minimo	Debito finanziario	Numero di volte in cui i dividendi privilegiati (e gli oneri fissi) sono stati coperti dagli utili nel periodo 1927-1931		Rapporto di copertura al valore di mercato minimo di azioni ordinarie, privilegiate e obbligazionarie nel loro complesso		
					Media	Minimo			
General Electric nominale 10\$ (Cum.)	105/3	0,60	5,6	Si	19,19	13,75	5,09		
Eastman Kodak (Cum.)	1043/4	6,00	5,7	No	51,91	36,25	12,30		
Duquesne Light (cum.)	85	5,00	5,9	Si	3,67	3,19	*		
Public Service Electric & Gas (cum.)	83	5,00	6,0	Si	2,58	2,02	†		
United States Tobacco (Non-cum.)	115	7,00	6,1	No	9,00	6,67	8,42		
Procter & Gamble (privilegiata 2° livello) (Cum.)	81	5,00	6,2	Si	17,96‡	15,35‡	4,59		
Norfolk & Western R.R. (Non-cum.)	65	4,00	6,2	Si	5,96	4,57	0,69		
G.W. Helme (Non-cum.)	1132/3	7,00	6,2	No	8,12	7,67	2,61		
American Tobacco (Cum.)	951/4	6,00	6,3	Si	10,48§	7,26§	3,87		
Ingersoll-Rand (Cum.)	94	6,00	6,4	No	39,5	(def.)	6,06		
Standard Brands (Cum.)	110	7,00	6,4	No	18,00¶	15,86	9,90		
Kansas City Power & Light (Cum.)	901/2	6,00	6,6	Si	2,92	1,99	**		
Otis-Elevator (Cum.)	90	6,00	6,7	No	17,25	11,32	3,08		
American Snuff (Non-cum.)	90	6,00	6,7	No	8,46	7,98	2,55		
National Biscuit (Cum.)	101	7,00	6,9	No	11,31	9,37	4,76		
Consolidated Gas Co. Of New York (Cum.)	721/2	5,00	6,9	Si	2,92	2,70	0,70		
Liggett & Myers (Cum.)	100	7,00	7,0	Si	7,06	6,20	2,09		
Brown Shoe (Cum.) azione devolvibile	100	7,00	7,0	No	5,63	5,04	1,65		
Pacific Telephone Refining (Cum)	851/2	6,00	7,0	Si	1,96	1,61	0,72		
Corn Products Refining (Cum.)	991/2	7,00	7,0	Si	6,9	5,73	2,18		
Island Creek Coal (nominale 1\$) (Cum.)	85	6,00	7,06	No	13,58	9,28	2,62		

*Non calcolato. Tutte le azioni ordinarie sono di proprietà della Philadelphia Company. Non scambiate sul mercato.

† Non calcolato. Tutte le azioni ordinarie sono di proprietà della Public Service Company of New Jersey.

‡ Anni fiscali terminati il 30 giugno. Incluso l'anno terminato il 30 giugno 1932, la media sarebbe stata 14,75 e il minimo 6,34.

§ Considerando la locazione annuale di 2.500.000\$ pagabile alla Tobacco Products Corporation (N.J.) come una spesa operativa. Considerandola come un onere fisso, la media sarebbe stata 6,33 e il minimo 4,52.

|| Obbligazioni Tobacco Products Corporation (N.J.) al 6½%, scadenza 2022, garantite dalla locazione di marchi alla American Tobacco Company, non incluse nel debito finanziato di quest'ultima. Includendo questa voce come debito finanziato della American Tobacco, il rapporto tra debito e valore azionario sarebbe 2,31 a 1.

¶ Media per 2½ anni dalla costituzione della società. ** Non calcolato. Tutte le azioni ordinarie sono di proprietà di Continental Gas and Electric Corporation

Emissioni privilegiate solide come eccezione. Questo elenco di azioni privilegiate comprende solo il 5% del numero totale di emissioni quotate alla Borsa di New York nel 1932. Questa piccola percentuale conferma la nostra tesi secondo cui un'azione privilegiata sana, pur non essendo un'impossibilità, è un fenomeno eccezionale. Può essere definito eccezionale non solo in senso numerico, ma anche da un punto di vista più teorico. Praticamente in ogni caso nell'elenco di cui sopra, l'azione privilegiata avrebbe potuto essere sostituita da un'emissione obbligazionaria senza influenzare in alcun modo materiale la solidità della struttura del capitale della società. Ciò significa che la società stessa non ha tratto alcun vantaggio importante dall'avere azioni privilegiate in circolazione anziché obbligazioni e, d'altro canto, ha subito importanti svantaggi attraverso l'onere dell'imposta sul reddito e anche a causa del costo più elevato del suo capitale senior.⁴ In altre parole, affinché un'azione privilegiata possa essere completamente sana, l'onere che impone deve essere così leggero che la società possa altrettanto facilmente sopportare tale onere sotto forma di un'obbligazione. Siamo quindi portati alla conclusione finale che non solo le azioni privilegiate sane sono eccezionali ma, in un certo senso, devono essere definite anomalie o errori, perché sono emissioni privilegiate che dovrebbero essere in realtà in circolazione come obbligazioni. Quindi la forma di azioni privilegiate manca di giustificazione di base, dal punto di vista dell'investimento, in quanto non offre vantaggi reciproci sia all'emittente sia al proprietario. Ovunque l'attività emittente tragga un beneficio reale dal suo diritto discrezionale di sospendere i dividendi, il proprietario non possiede un investimento a valore fisso. E viceversa, quando l'emissione è di alta qualità, l'emittente non trae tale beneficio.

Le azioni privilegiate di alta qualità sono solitamente emissioni datate. A sostegno della conclusione di cui sopra, si dovrebbe osservare che le emissioni privilegiate industriali di alta qualità hanno quasi sempre raggiunto questa posizione come risultato di molti anni di crescita prospera da parte della società *dopo* che le azioni privilegiate sono state create per la prima volta. Poche azioni privilegiate sono così fortemente radicate *al momento del collocamento originale* da soddisfare i

4. Gli interessi obbligazionari sono deducibili dagli utili prima di arrivare all'utile soggetto all'imposta sul reddito, ma i dividendi privilegiati potrebbero non essere dedotti in tal modo.

severi requisiti necessari per un completo rating da investimento. Infatti, quando una società è in grado di mostrare una situazione così forte come quella che richiediamo, preferirà quasi sempre effettuare il suo finanziamento tramite un'emissione obbligazionaria relativamente contenuta, a un tasso di interesse basso e con un sostanziale risparmio sulle imposte sul reddito. Ciò non si applica alle società di utility pubbliche poiché, per ragioni probabilmente legate allo stato di "investimento legale" delle loro emissioni obbligazionarie, preferiscono sostenere una parte del loro finanziamento senior sotto forma di azioni. (Quindi, quattro delle cinque azioni privilegiate di servizi di pubblica utilità di alta qualità incluse nell'elenco di cui sopra sono state emesse negli ultimi anni.) Ma le azioni privilegiate *industriali* in questo elenco presentano un quadro completamente diverso. Solo una delle 15 emissioni è stata effettivamente collocata al pubblico negli ultimi vent'anni, e persino questa eccezione (la privilegiata Procter and Gamble Company 5%) è stata lanciata per sostituire una vecchia emissione privilegiata a un tasso di dividendo inferiore. Le azioni senior della General Electric Company sono state il risultato di un piano di dividendi azionari, ma le altre tredici emissioni hanno avuto origine molto tempo fa e devono il loro *status* di investimento agli anni prosperi che seguirono.

Finanziamento con azioni privilegiate 1935-1938. La nostra opinione che la forma di azioni privilegiate manchi di logica intrinseca deve essere avanzata con l'avvertenza che non è condivisa dai banchieri d'investimento. I nuovi finanziamenti degli ultimi anni hanno incluso un numero considerevole di offerte di azioni privilegiate. Molte di queste sono state emissioni privilegiate (convertibili ecc.) e come tali esulano dalla presente discussione. Ci sono state anche delle emissioni di azioni privilegiate di società industriali ordinarie, e almeno otto di queste nuove emissioni sono state quotate alla Borsa di New York tra il 1935 e il 1938.⁵

Tutte tranne una di queste avrebbero soddisfatto i nostri rigorosi test di sicurezza e quindi non potevano essere contestate come insicure. Ma a nostro parere avrebbero potuto essere quotate altrettanto bene come obbligazioni.

Origine della popolarità delle azioni privilegiate. All'inizio di questa discussione, abbiamo fatto riferimento al ruolo di primo piano che le

5. Queste sono state emesse da Champion Paper and Fibre, Continental Can, Du Pont, General Foods, Loose-Wiles Biscuit, Monsanto Chemical, G. C. Murphy, Scott Paper.

azioni privilegiate hanno svolto nel finanziamento delle società americane. Ma se la nostra analisi successiva è corretta nel concludere che questa forma di investimento diretto è fundamentalmente non solida, ci si può chiedere perché questa mancanza di solidità non sia stata dimostrata in modo convincente dall'esperienza effettiva degli investitori molto tempo fa. La risposta è che la grande popolarità delle azioni privilegiate si è sviluppata durante un periodo di quindici anni, che ha favorito piuttosto accidentalmente il tipico azionista privilegiato rispetto al tipico obbligazionista. All'inizio di questo periodo, appena antecedente la Prima guerra mondiale, la maggior parte delle azioni privilegiate erano emissioni industriali e la maggior parte di queste erano certamente di natura speculativa, scambiate a sconti sostanziali rispetto alla pari. L'enorme prosperità e crescita delle nostre grandi imprese durante la guerra e durante gli anni successivi al 1922, hanno determinato un grande miglioramento nello stato e quindi nel prezzo di mercato di molte delle principali azioni privilegiate industriali. Nello stesso periodo, le obbligazioni ferroviarie e della trazione, che costituivano la parte principale dell'*elenco delle obbligazioni*, sono state soggette a influenze di carattere generalmente avverso. Gli investitori, osservando che le tipiche azioni privilegiate si comportavano meglio delle tipiche obbligazioni, hanno tratto la naturale ma errata deduzione che le azioni privilegiate in generale fossero intrinsecamente solide quanto le obbligazioni.

La scarsa performance mostrata da uno studio approfondito delle emissioni privilegiate. Un'indagine più dettagliata mostrerà che la popolarità delle azioni privilegiate si basava sull'eccellente performance di un *numero relativamente piccolo* di emissioni industriali datate e di rilievo. Durante l'ultima parte del periodo in esame, le nuove e molto più numerose quotazioni di azioni privilegiate industriali, vendute proprio sulla base di questa popolarità, non performarono altrettanto bene. Fu condotto uno studio sotto la direzione della Harvard School of Business Administration, che copriva tutte le nuove offerte di azioni privilegiate dal 1° gennaio 1915 al 1° gennaio 1920, comprese tra 100.000 dollari e 25.000.000 di dollari di valore complessivo (607 emissioni in tutto). Lo studio dimostrò che il prezzo medio di 537 emissioni per cui erano disponibili le quotazioni il 1° gennaio 1923, era sceso a un valore del 28,8% inferiore al prezzo di offerta originale (da 99 a 70½), così che i loro acquirenti avevano subito una contrazione del capitale maggiore del reddito totale ricevuto. Le conclusioni tratte da questo

studio induttivo erano altamente sfavorevoli alle azioni privilegiate come forma di investimento diretto.⁶

Uno studio più recente. Un'indagine più recente pubblicata dal Bureau of Business Research dell'Università del Michigan porta il suo autore a un'opinione completamente diversa.⁷ I suoi "test" sulle azioni privilegiate precedute in termini di prelazione da emissioni obbligazionarie (sia ferroviarie sia industriali) indicano chiaramente che le azioni dotate di seniority di questo tipo non costituiscono un mezzo di investimento soddisfacente. Ma per quanto riguarda le azioni privilegiate industriali non precedute da obbligazioni, i test dell'autore lo portano alla conclusione opposta. Di queste afferma che "sembrano soddisfare i test di investimento più esigenti" e anche che un investimento diversificato in tali emissioni sembrerebbe "fornire sia un grado di sicurezza per il capitale sia un rendimento del reddito maggiore di quello ottenuto dalle obbligazioni industriali o ferroviarie".

La deduzione che è meglio acquistare azioni privilegiate *senza* piuttosto che *con* obbligazioni davanti a esse è senza dubbio valida, poiché quest'ultimo gruppo è chiaramente più vulnerabile agli sviluppi avversi. Ma, a nostro avviso, i metodi seguiti in questa indagine sono aperti a certe obiezioni che diminuiscono notevolmente il valore pratico delle altre conclusioni.⁸ Una caratteristica dello studio, tuttavia, merita un commento particolare. Le cifre dettagliate mostrano in modo sorprendente che la *stabilità* di quasi tutte le azioni privilegiate considerate dipendeva direttamente da un *aumento* del valore delle azioni ordinarie. L'azionista privilegiato aveva un investimento soddisfacente solo fintantoché le azioni ordinarie si dimostravano una speculazione profittevole. Non appena un'azione ordinaria scendeva nel valore di mercato al di sotto del prezzo originale, le azioni privilegiate facevano lo stesso. Un investimento soggetto a tali condizioni è chiaramente po-

6. Non erano ottenibili quotazioni, nemmeno dalle case emittenti, per 70 delle 607 emissioni. Quindi la perdita per l'investitore era senza dubbio maggiore di quella indicata dai 537 casi studiati statisticamente. Per ulteriori dettagli su questo studio, si veda: Arthur S. Dewing, "The Role of Economic Profits in the Return on Investments", *Harvard Business Review*, Vol. I, pp. 451, 461-462; Arthur S. Dewing, *Financial Policy of Corporations*, Libro vi, Capitolo. 2, pp. 1198-1199, New York, 1926.

7. Rodkey, Robert G., *Preferred Stocks as Long-term Investments*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1932.

8. Per una breve illustrazione dell'approccio del dott. Rodkey e delle obiezioni a tale approccio, si veda nell'edizione del 1934 di questo lavoro la nota 25 dell'Appendice.

co saggio. È un caso di: “Testa, l’azionista ordinario vince; croce, l’azionista privilegiato perde”. Uno dei principi fondamentali dell’investimento è che la sicurezza di un titolo con rendimento limitato non deve mai basarsi principalmente sulla futura espansione dei profitti. Se l’investitore è sicuro che questa espansione avrà luogo, dovrebbe ovviamente acquistare le azioni ordinarie e partecipare ai suoi profitti. Se, come solitamente accade, non può essere così certo della prosperità futura, allora non dovrebbe esporre il suo capitale al rischio di perdita (acquistando azioni privilegiate), senza ottenere in contropartita opportunità di sviluppo.