

## Capitolo 16

# Obbligazioni di reddito e titoli garantiti

### Obbligazioni da rendita

La posizione contrattuale di un'obbligazione da rendita (talvolta chiamata obbligazione da supporto) si colloca a metà strada tra quella di un'obbligazione semplice e di un'azione privilegiata. Praticamente tutte le obbligazioni da rendita hanno una scadenza definita, per cui il detentore ha un diritto incondizionato al rimborso del suo capitale a una data fissa. Da questo punto di vista, la sua posizione è interamente quella del normale detentore di obbligazioni. Tuttavia, va sottolineato che alle obbligazioni da rendita viene quasi sempre assegnata una data di scadenza lontana, per cui è improbabile che il diritto al rimborso abbia importanza pratica nel tipico caso studiato. In effetti, abbiamo scoperto solo un caso in cui i detentori di obbligazioni da rendita abbiano effettivamente ricevuto il rimborso del loro capitale per intero in virtù della scadenza.<sup>1</sup>

1. Si trattava di un'emissione da rendita da 500.000 dollari di Milwaukee Lake Shore e Western al 6%, emessa nel 1881, assunta dalla Chicago e dalla Northwestern nel 1891 e rimborsata alla scadenza nel 1911. L'obbligazione da rendita al 6% e l'obbligazione da supporto al 6% della St. Louis-San Francisco Railway Company furono entrambe richiamate alla pari nel 1928, ovvero 32 e 27 anni, rispettivamente, prima della loro scadenza. Ciò si rivelò una fortuna per gli obbligazionisti, poiché la ferrovia entrò in amministrazione controllata nel 1932. La storia della *Frisco* tra la sua uscita dall'amministrazione controllata nel 1916 e la sua successiva ricaduta in amministrazione controllata nel 1932

### **Il pagamento degli interessi a volte è completamente discrezionale.**

Per quanto riguarda i pagamenti degli interessi, alcune obbligazioni da rendita sono quasi esattamente nella posizione di un'azione privilegiata, perché agli amministratori viene data praticamente completa discrezionalità sugli importi da pagare ai detentori di obbligazioni. I regolamenti di emissione richiedono che gli interessi siano pagati nella misura in cui il profitto è disponibile, ma molti regolamenti di emissione consentono agli amministratori di accantonare qualsiasi quota del profitto desiderino per spese in conto capitale o altri scopi, prima di arrivare al saldo "disponibile". Nel caso delle obbligazioni da rendita della Green Bay and Western Railroad Company "Serie B", gli importi pagati tra il 1922 e il 1931 inclusi ammontavano solo al 6%, sebbene gli utili fossero pari solo a poco meno del 22%. I contratti più recenti (per esempio, le obbligazioni da rendita Colorado Fuel and Iron Company 5%, scadenza 1970) tendono a porre limiti definiti alla percentuale di utili che può essere trattenuta in questo modo dai detentori di obbligazioni da reddito, ma un notevole grado di libertà è solitamente riservato agli amministratori. Si può dire che si possono trovare singole emissioni di obbligazioni da reddito che possano illustrare quasi ogni livello all'interno del range tra azioni privilegiate e obbligazioni ordinarie.

**Basso rating di investimento delle obbligazioni da reddito come classe.** Poiché i diritti contrattuali delle obbligazioni da reddito sono sempre più o meno superiori a quelli delle azioni privilegiate, si potrebbe pensare che una quota maggiore di obbligazioni da reddito rispetto alle azioni privilegiate meriti un rating da investimento. Tuttavia, non è così. Infatti, conosciamo solo un'obbligazione da reddito che ha mantenuto ininterrottamente un rating da investimento per un certo periodo di tempo, vale a dire l'obbligazione da supporto Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company Adjustment 4%, scadenza 1995.<sup>2</sup> Abbiamo qui un contrasto tra teoria e realtà, il motivo, ovvia-

---

è uno straordinario esempio della negligenza sia degli investitori sia degli speculatori, che furono indotti da un moderato miglioramento, mostrato in pochi anni di prosperità generale, ad attribuire un rating elevato ai titoli di una ferrovia con un pessimo storico precedente e una struttura di capitale sbilanciata verso l'alto (cioè verso il debito, N.d.T.).

2. Dopo oltre quarant'anni di pagamenti di interessi ininterrotti, questa emissione è temporaneamente decaduta dalla grazia nel 1938. L'interesse del 1° maggio (sulle obbligazioni con diritto a interessi semestrali) è stato differito, ma sei mesi dopo è stato pagato. Il prezzo è sceso da  $103\frac{3}{4}$  a  $75\frac{1}{8}$  ma poi è risalito a  $96\frac{1}{4}$ , il tutto nell'anno 1938.

mente, è che le obbligazioni da reddito sono state emesse quasi esclusivamente in relazione a ristrutturazioni aziendali e sono state quindi associate ad aziende con un merito creditizio secondario. Il fatto stesso che i pagamenti degli interessi dipendano dagli utili implica la probabilità che questi ultimi possano essere insufficienti. I dividendi delle azioni privilegiate dipendono ugualmente dagli utili, ma la stessa implicazione non può essere associata a loro. Quindi lo *status* da investimento generale delle obbligazioni da reddito come classe è da vedere come governato dalle circostanze in cui vengono emesse piuttosto che dai diritti legali che si collegano a esse. Per usare un'analogia: se fosse stata prassi generale qui, come in Inghilterra, evitare le emissioni di obbligazioni ipotecarie ovunque possibile, utilizzandole solo dove un credito dubbio rendeva necessaria questa protezione, allora scopriremmo che, in generale, le obbligazioni ipotecarie occuperebbero una posizione di investimento nettamente inferiore a quella delle obbligazioni obbligazionarie.<sup>3</sup>

**Probabile aumento del volume delle obbligazioni da reddito.** Guardando avanti, potrebbe essere vero che in futuro le obbligazioni da rendita mostreranno una quota maggiore di emissioni da investimento rispetto a quelle che si troveranno tra le azioni privilegiate. Le numerose ristrutturazioni sorte dalla depressione del 1930-1933 e la continua debolezza degli utili delle ferrovie hanno creato una grande nuova messe di obbligazioni da rendita, e alcune di queste società potrebbero

Questa ripresa è una chiara dimostrazione dell'appetito degli investitori per le cosiddette "obbligazioni prime". Alcune obbligazioni garantite da reddito di ferrovie in leasing hanno mantenuto un elevato standing da investimento, simile a quello delle azioni ferroviarie garantite.

*Esempio:* obbligazioni da reddito Elmira and Williamsport Railroad 5%, scadenza 2862, garantite dalla Pennsylvania Railroad e da un'importante sussidiaria. (Si noti la scadenza a 1.000 anni.) Si osservi anche la posizione superiore dell'obbligazioni da reddito Chicago, Terre Haute and Southeastern 5%, garantite dalla Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad, nella riorganizzazione di quel sistema (infra p. 209).

All'interno della più recente generazione di obbligazioni da reddito, una è stata qualificata come un'emissione di investimento quasi dall'inizio: Allied Owners Corporation 4%-5%, virtualmente garantita da Loews, Inc. Secondo l'opinione degli autori, non c'era alcun motivo per renderla un'obbligazione da reddito nella riorganizzazione del 1936.

3. Questo si è effettivamente rivelato il caso nel finanziamento *industriale* del 1937-1939. Praticamente tutte le emissioni obbligazionarie erano non garantite e venivano collocate a tassi di interesse insolitamente bassi. Si può dire, crediamo, che le obbligazioni non garantite *industriali* ora denotano un tipo di sicurezza più elevato rispetto alle obbligazioni ipotecarie industriali.

in seguito migliorare la loro posizione, al punto da riuscire a posizionare le loro obbligazioni da reddito nella classe da investimento, come è successo ad Atchison, Topeka and Santa Fe dopo la sua ristrutturazione nel 1895. C'è anche il punto, finora quasi trascurato, che le obbligazioni da reddito determinano un risparmio sostanziale nelle imposte sulle società rispetto alle azioni privilegiate, senza importanti svantaggi compensativi. Alcune società forti un giorno potrebbero essere indotte a sostituire le loro attuali azioni privilegiate, o a effettuare il loro nuovo finanziamento, con obbligazioni da reddito, per godere il beneficio di questo risparmio fiscale, nello stesso modo in cui ora stanno creando valori nominali artificialmente bassi per le loro azioni per ridurre le imposte di trasferimento su di esse. Uno sviluppo di questo tipo in futuro potrebbe dare luogo a un numero considerevole di emissioni obbligazionarie da reddito degne di essere classificate come investimenti a valore fisso.<sup>4</sup>

**Calcoli dei margini di sicurezza per le obbligazioni da reddito.** La tecnica di analisi della situazione di obbligazioni da reddito è identica a quella per un'azione privilegiata. I calcoli degli utili sull'emissione presa separatamente devono, ovviamente, essere rigorosamente evitati, sebbene tali calcoli siano forniti dalle agenzie statistiche.

Suggeriamo che la copertura minima da parte degli utili raccomandata nel capitolo precedente per le azioni privilegiate sia richiesta anche per le obbligazioni da reddito quando vengono selezionate come investimenti a valore fisso.

*Esempio:* la seguente analisi del conto economico della Missouri-Kansas-Texas Railroad Company per il 1930 illustrerà il metodo appropriato per gestire tutti i titoli senior di una società con obbligazioni da supporto. Mostra anche come i due metodi di calcolo delle spese fisse di un sistema ferroviario (discussi nel Capitolo 12) devono essere

4. La Associated Gas and Electric Company ha utilizzato il dispositivo delle "obbligazioni" convertibili in azioni privilegiate a discrezione della società e ha ottenuto questo risparmio fiscale senza l'onere di un obbligo obbligazionario fisso. La forma di obbligazione da reddito sarebbe stata molto meno fuorviante per l'investitore ordinario di questa straordinaria invenzione. Le obbligazioni da reddito sono state favorite rispetto alle azioni privilegiate nelle ristrutturazioni ferroviarie a causa delle restrizioni legali sulle compagnie di assicurazione che avrebbero impedito loro di detenere azioni privilegiate al posto delle loro vecchie obbligazioni. Presumibilmente queste considerazioni, così come il risparmio fiscale, potrebbero indurre le società a effettuare nuovi finanziamenti tramite obbligazioni di reddito al posto delle azioni privilegiate.

applicati all'analisi delle obbligazioni da reddito e delle azioni privilegiate. Si noti che gli interessi sui titoli da reddito o da supporto non fanno parte degli oneri totali per interesse quando si calcola la copertura per i titoli a tasso fisso. A questo proposito, la posizione di un titolo da reddito è esattamente quella di un'azione privilegiata. Si noti, inoltre, che l'affermazione fatta dai servizi statistici secondo cui il 57,29% dell'interesse è stato coperto dall'utile sulle obbligazioni da supporto M-K-T 5% (vale a dire, che "l'interesse è stato coperto" più di undici volte) è priva di valore o fuorviante.

*Significato di queste cifre per l'investitore all'inizio del 1931.* Gli utili del 1930 erano leggermente inferiori alla media decennale e potevano, quindi, essere considerati apparentemente una giusta indicazione del normale potere reddituale della M-K-T. La copertura per le azioni privilegiate era chiaramente inadeguata per l'investimento da qualsiasi punto di vista la si guardasse. La copertura per gli interessi dei titoli da supporto su una base più prudente (il metodo delle deduzioni nette) era al di sotto del nostro requisito minimo di  $2\frac{1}{2}$  volte, quindi questa emissione non avrebbe potuto essere qualificata per l'investimento. La copertura per gli interessi obbligazionari fissi era sostanzialmente superiore al nostro minimo e indicava un grado soddisfacente di protezione.

**Missouri-Kansas-Texas Railroad Company, anno solare 1930**  
(Tutti i valori in dollari sono in migliaia)

Ricavi lordi	45.949\$
Reddito operativo ferroviario (netto dopo le imposte)	13.353
Reddito lordo (netto dopo le locazioni, più altri redditi)	12.009
Oneri fissi (interessi fissi e altri addebiti)	4.230
Saldo per interessi dell'obbligazione da supporto	7.779
Interessi dell'obbligazione da supporto	696
Saldo per dividendi (utile netto)	7.083
Dividendi azioni privilegiate	4.645
Saldo per azione ordinaria	2.438

Il netto dopo le imposte supera il reddito lordo.  
Quindi utilizzate il test delle deduzioni nette.

Deduzioni nette = differenza tra netto dopo le imposte  
e saldo per interessi da supporto  
= 13.353\$ - 7.779\$.

**Rapporto di copertura da parte degli utili**

Addebiti netti	= 5.574\$	$\frac{13.353\$}{5.574\$}$	=2,40
Addebiti netti e interessi da supporto	= 6.270	$\frac{13.353\$}{6.270\$}$	=2,14
Addebiti netti e interessi da supporto, e dividendi delle azioni privilegiate	=10.915\$	$\frac{13.353\$}{10.915\$}$	=1,22

Naturalmente il disastroso calo degli utili nel 1931-1933 non poteva essere previsto e non ci si sarebbe potuti proteggere completamente. Il prezzo di mercato delle obbligazioni fisse M-K-T ne soffrì gravemente nel 1932, ma poiché la struttura del debito della società era relativamente conservativa, non si avvicinò così tanto all'insolvenza come la maggior parte degli altri vettori. In effetti, gli interessi del 1932-1934 sulle obbligazioni da supporto furono pagati, sebbene tale pagamento non fosse obbligatorio.

Vale la pena descrivere gli sviluppi successivi per la loro incidenza pratica sugli investimenti obbligazionari. La seguente tabella dovrebbe rivelarsi istruttiva:

Anno	Saldo degli interessi	Rapporto di copertura tra utili netti e addebiti	Intervallo per anno	
			Obbligazioni 4½%, scadenza 1978	Obbligazioni da supporto 5%
1930	11.999.000	2,40	92½-101	86- 108½
1931	5.579.000	1,22	43½-98	34 - 95
1932	4.268.000	1,01	36- 70¾	13- 60
1933	3.378.000	0,86	55-77½	32¾-65
1934	2.093.000	0,65	63⅜-83¾	29- 62½
1935	2.457.000	0,71	28½-64	11¼-36½
1936	4.773.000	1,09	52½ - 83	30¾-74¾
1937	3.274.000	0,86	38-79¾	18½-80
1938	1.120.000	0,49	25-45¾	10- 24

Si vedrà che gli utili del 1930 non si sono di fatto dimostrati una guida per il normale potere reddituale futuro di M-K-T. Tuttavia, que-

sto errore non avrebbe dovuto risultare molto costoso per un singolo investitore che ha acquistato le obbligazioni a tasso fisso nel 1931. Nonostante il calo degli utili e della qualità dell'investimento, quest'ultimo ha avuto diverse opportunità di venderlo vantaggiosamente durante i successivi sei anni. Come sottolineeremo più avanti (Capitolo 21), una corretta tecnica di investimento avrebbe imposto tale vendita, in vista della modifica della situazione societaria.

Dopo il 1934, gli interessi sulle obbligazioni di aggiustamento sono stati pagati solo nel 1937.

La fascia di prezzo di tale emissione è interessante principalmente come riflesso della negligenza degli acquirenti di obbligazioni. Si noti che ai massimi del 1937 pagarono lo stesso prezzo per gli adjustment 5s come per i 4<sup>1/2</sup>s, nonostante la copertura degli utili totalmente inadeguata e nonostante il fatto che nel 1932, 1934 e 1935 l'emissione senior fosse stata venduta a più del doppio degli adjustment.

**Obbligazioni senior da reddito.** Ci sono alcuni casi di obbligazioni da reddito che sono senior nel loro privilegio su altre obbligazioni con interessi fissi. Le obbligazioni da supporto Atchison 4% sono l'esempio più noto, seguite dalle emissioni obbligazionarie a interesse fisso al 4%, che sono state scambiate a un prezzo inferiore, tranne che per un breve periodo nel 1938. La situazione rimane vera anche per quanto riguarda le obbligazioni da reddito di secondo livello 4% della St. Louis Southwestern Railway Company.<sup>5</sup>

5. I vari piani di ristrutturazione per questa ferrovia (1936-1939) riservano tutti alle obbligazioni da reddito di secondo livello 4% un trattamento molto migliore rispetto alle emissioni a tasso fisso junior. Un caso insolito è offerto dalle obbligazioni da reddito non garantite cumulative Wabash Railway 6%, scadenza 1939, i cui interessi erano pagabili "dall'utile netto". Sebbene siano chiamate obbligazioni, sono garantite da un privilegio diretto e hanno la priorità sulle obbligazioni ammortizzabili ipotecarie Wabash Railroad. Sebbene dessero diritto, in base ai loro termini, solo a interessi non cumulativi dipendenti dagli utili, questi interessi furono pagati regolarmente dal 1916 al 1938, nonostante il fatto che la società fosse entrata in amministrazione controllata nel 1931 e fosse inadempiente sull'interesse ipotecario junior (fisso) nel 1932. Questa emissione ricevette anche un trattamento migliore nei vari piani di riorganizzazione per la Wabash presentati fino alla fine del 1939.

Mentre lo *status* teorico di tali obbligazioni è piuttosto confuso, la procedura pratica richiesta è, ovviamente, quella di trattare gli interessi su di esse come parte delle spese fisse della società, quando si tratta del sistema nel suo complesso.

## II. Emissioni garantite

Nessuna qualità speciale da investimento è associata alle emissioni garantite in quanto tali. Gli investitori inesperti potrebbero immaginare che la parola "garantito" comporti una sicura garanzia di sicurezza ma, inutile dirlo, il valore di qualsiasi garanzia dipende strettamente dalla condizione finanziaria del garante. Se il garante non ha nulla, la garanzia è inutile. In contrasto con l'atteggiamento del novizio della finanza, Wall Street mostra una tendenza a *sottovalutare* il valore di una garanzia, come è dimostrato dai prezzi più bassi spesso correnti per le emissioni garantite rispetto alle obbligazioni o persino alle azioni privilegiate del garante. Questa sofisticata sfiducia nelle garanzie risale al caso Kanawha and Hocking Coal and Coke Company del 1915, quando la ferrovia garante cercò di sfuggire alla propria responsabilità, sostenendo che la garanzia, concessa nel 1901, era al di là dei suoi poteri aziendali e quindi nulla. Questo tentativo di evasione, incoraggiato dall'esito delle cause antitrust nei tribunali federali e dell'Ohio, alla fine si è rivelato completamente infruttuoso, ma ha gettato un'ombra sul valore di tutte le garanzie, dalle quali non sono ancora del tutto emerse nemmeno dopo venticinque anni.<sup>6</sup> Non conosciamo alcun caso importante in cui un'azienda solvente sia sfuggita alle conseguenze della sua garanzia attraverso cavilli legali.<sup>7</sup>

**Stato delle emissioni garantite.** Se una società garantisce interessi, dividendi o pagamenti del capitale, il mancato rispetto di tale obbligo la esporrà all'insolvenza. Il credito nei confronti del garante equivale a un debito non garantito della società, quindi le emissioni garantite meritano la stessa valutazione di un'obbligazione del garante e una valutazione migliore delle sue azioni privilegiate. Un'emissione garantita

6. Si veda la nota 29 dell'Appendice per una cronologia sintetica di questo famoso caso.

7. Tuttavia, la forma oscura di "insolvenza" prevista nel Cap. XI del Chandler (Federal Bankruptcy) Act è stata utilizzata per indurre i titolari di emissioni garantite a modificare il loro contratto senza sacrificio da parte della società garante e per forzare l'accettazione dei termini modificati da parte dei titolari di minoranza. *Esempio:* modifica della garanzia sulle Trinity Building 5½% da parte di United States Realty and Improvement, proposta nel marzo 1939. Confronta questo con il pagamento integrale, nell'ottobre 1932 della quota non acquistata delle obbligazioni non garantite Savoy Plaza Corporation 5½%, che era stata anche garantita da United States Realty and Improvement. A quel tempo le obbligazioni di prima ipoteca non garantite di Savoy Plaza erano state vendute a un prezzo basso, fino addirittura a 5. Si noti anche il pagamento completo nel 1939 delle obbligazioni di primo livello Utica, Clinton and Binghamton Railroad First 5% tramite fondi forniti da Delaware and Hudson Railroad, il garante, sebbene Delaware and Hudson non gestisse la linea da molti anni.

può anche avere diritto a una valutazione da investimento in base alla propria posizione in termini di seniority e al proprio potere reddituale indipendente dalla garanzia. In tali casi, la garanzia può aumentare la propria sicurezza, ma non può diminuirla, anche se la società garante stessa si trova in cattive acque.

*Esempi:* le Brooklyn Union Elevated Railroad 5% (si veda il Capitolo 2) erano garantite dalla Brooklyn Heights Railroad Company, che era entrata in amministrazione controllata nel 1919, ma l'obbligazione è uscita indenne dalla ristrutturazione in virtù della propria posizione privilegiata nel Brooklyn Rapid Transit System. Allo stesso modo, i dividendi privilegiati della U. S. Industrial Alcohol Company erano garantiti dalla Distilling Company of America; quest'ultima è fallita, ma la Alcohol Company è stata facilmente in grado di continuare a distribuire il dividendo con i propri guadagni e, in seguito, di ritirare l'emissione privilegiata a un prezzo di 125.

Un'azione ordinaria o privilegiata completamente garantita da un'altra società possiede lo *status* di un'emissione obbligazionaria per quanto riguarda il garante. Se la garanzia si rivelasse priva di valore, tornerebbe naturalmente alla posizione di un'azione, solitamente un'emissione debole ma possibilmente forte, come nel caso della privilegiata U. S. Industrial Alcohol Company appena menzionata. Una situazione simile si verifica per le obbligazioni da reddito di una società garantite da un'altra società (per esempio, obbligazioni da reddito Chicago, Terre Haute e Southeastern Railway Company 5%,<sup>8</sup> garantite dalla Chicago, Milwaukee, St. Paul e Pacific Railroad Company).

Il valore di una garanzia è talvolta molto evidente quando parte di un'emissione è garantita e parte no. Esempio:

### **Obbligazioni di primo livello Anacostia e Potomac River Railroad 5%, Scadenza 1949**

500.000\$ garantiti da Washington Ry. & Elec. Co  
2.100.000\$ non garantiti

prezzo 110 nel 1939  
prezzo 80 nel 1939

8. L'interesse è stato pagato con continuità su queste obbligazioni da reddito (fino al 1939), nonostante la liquidazione della società garante nel 1935 e l'inadempienza di tutti i suoi obblighi. Ciò non fu dovuto alla garanzia, ma all'importanza strategica e ai guadagni sostanziali della divisione Terre Haute. Si noti che in questo caso un'obbligazione da reddito di seconda ipoteca divisionale ha avuto un andamento sostanzialmente migliore della prima ipoteca sulla ferrovia principale del sistema. *Non i termini, ma i fatti determinano la performance dell'investimento.*

In questo caso la copertura degli utili della società Anacostia era inadeguata (1,36 volte nel 1938), ma quella della società garante era elevata (oltre 4 volte nel 1938 su base consolidata e oltre 11 volte in quell'anno su base solo della società madre, inclusi gli interessi per i quali era condizionalmente responsabile).

**I termini esatti della garanzia sono importanti.** I termini esatti di una garanzia hanno ovviamente un'influenza vitale sul suo valore. Una garanzia sui soli interessi è probabile che sia molto meno significativa di una garanzia di capitale.

*Esempi:* Obbligazioni di primo livello Philippine Railway Company 4%, scadenza 1937, era garantita solo per gli interessi dal governo filippino. Gli utili della strada ferrata stessa erano scarsi. Gli interessi furono pagati prontamente fino alla scadenza ma per il capitale vi fu inadempimento. Il prezzo dell'obbligazione rifletteva questa situazione, non avendo scambiato a più di 39 dal 1929.<sup>9</sup>

Obbligazioni di primo livello Minneapolis, St. Paul and Saulte Saint Marie Railroad 4% e 5%, scadenza 1938: tutte le obbligazioni al 4% e circa metà delle obbligazioni al 5% erano garantite solo per gli interessi dalla Canadian Pacific Railway. Sul capitale vi fu inadempimento alla scadenza, la Canadian Pacific cessò di pagare gli interessi e il prezzo delle obbligazioni scese a 6.<sup>10</sup>

D'altro canto, le obbligazioni di primo livello ammortizzabili 5½%, Serie B, con scadenza 1978, di questa società – con un privilegio junior – erano anch'esse garantite per gli interessi dalla Canadian Pacific e, in conformità con la garanzia, continuarono a ricevere interessi dopo che il privilegio senior fu inadempiente. Queste obbligazioni furono scambiate a 64 nel 1939, mentre le emissioni senior furono scambiate a 6. Si noti che nel 1931 venivano trattate a un prezzo minimo pari a 35, mentre le consolidate garantite di primo livello 5%, in scadenza nel 1938, furono scambiate a 45 e le obbligazioni non garantite della Canadian Pacific furono scambiate a 56½. È chiaro che il valore della garanzia a

9. Gli sforzi fatti da un comitato di protezione per indurre il governo filippino ad acquistare i titoli o ad assumersi la responsabilità del capitale hanno portato solo a uno scandalo e a una condanna al carcere per il presidente del comitato nel 1939. I titoli scambiarono a 7 nel 1939.

10. I detentori di titoli hanno intentato un'azione legale nel 1939 per costringere la Canadian Pacific a continuare a pagare gli interessi fino a quando il capitale non fosse stato estinto.

*lungo termine* della Canadian Pacific non venne pienamente apprezzato nel 1931.

Uno svantaggio simile si riscontra in una garanzia sui dividendi che valga per un periodo limitato. *Esempi:* l'effettivo funzionamento di una tale situazione è stato dimostrato nel caso delle azioni ordinarie della American Telegraph and Cable Company, sulle quali era garantito il 5% di dividendi (solo) per cinquant'anni dal 1882 dalla Western Union Telegraph Company, in base a un contratto di locazione che terminava nel 1932. A causa della lunga storia di dividendi pagati, gli investitori alla fine hanno iniziato a considerare il dividendo come un elemento fisso e, ancora nel 1922, le azioni venivano scambiate a 70. Ma nel frattempo il valore strategico o commerciale delle proprietà telegrafiche in locazione stava rapidamente diminuendo, quindi era probabile che il valore delle azioni alla scadenza del contratto di locazione fosse molto basso.

Nel 1930 venne raggiunto un accordo con la Western Union, in base al quale gli azionisti della American Telegraph and Cable riceverebbero l'equivalente di circa 20 dollari per il capitale delle loro azioni.<sup>11</sup>

Un esempio piuttosto insolito dell'importanza dei termini esatti di una garanzia venne fornito dall'azione privilegiata Pratt and Whitney (ritirata nel 1928). Secondo i manuali di attività finanziarie, il dividendo su questa emissione era "garantito" dalla sua società madre, Niles-Bement-Pond. Ma, in realtà, la società Niles accettò di recuperare i dividendi non pagati sull'azione privilegiata Pratt and Whitney solo nella misura in cui Niles avesse avuto utili disponibili per tale titolo dopo il pagamento dei propri dividendi privilegiati. Quindi nessun dividendo fu ricevuto dagli azionisti della privilegiata Pratt and Whitney da novembre 1924 a giugno 1926, senza che alcuna pretesa fosse esigibile contro Niles-Bement-Pond. In vista della possibilità che esistano tali disposizioni speciali, deve essere esercitata particolare attenzione per ottenere informazioni complete in merito ai termini di una garanzia prima di acquistare qualsiasi titolo sulla base della stessa.

**Garanzie congiunte e solidali.** Tali garanzie sono fornite da più di una società per coprire la stessa emissione e ciascuna di esse accetta la responsabilità non solo per la propria quota pro-rata ma anche per la

11. Un investitore attento potrebbe aver preso atto di questa possibilità dalle dichiarazioni contenute nei bilanci annuali di Western Union, a partire dal 1913, in cui le partecipazioni di questa società nelle azioni American Telegraph and Cable venivano svalutate annualmente verso un valore stimato di 10 dollari per azione nel 1932.

quota di qualsiasi altro garante che potrebbe essere inadempiente. In altre parole, ogni garante è potenzialmente responsabile per l'intero importo dell'emissione. Poiché due o più sponsor sono meglio di uno, le obbligazioni con una garanzia congiunta e solidale hanno probabilmente vantaggi speciali.

*Esempio:* la classe più nota di emissioni supportate da tale garanzia sono le obbligazioni delle stazioni ferroviarie dell'unione. Un esempio eccezionale è fornito dalle obbligazioni di primo livello Kansas City Terminal Railway Company 4%, scadenza 1960, che sono garantite congiuntamente e solidalmente da non meno di dodici ferrovie, che utilizzano tutte le strutture della società. Le dodici garanti sono le seguenti: Atchison, Alton, Burlington, St. Paul, Great Western, Rock Island, Kansas City Southern, M-K-T, Missouri Pacific, 'Frisco, Union Pacific e Wabash.

Il valore di ciascuna di queste singole garanzie è variato notevolmente da ferrovia a ferrovia e di volta in volta, ma almeno tre delle società hanno costantemente mantenuto una sufficiente solidità finanziaria per assicurare a un obbligazionista della Terminal che il suo obbligo sarebbe stato soddisfatto senza difficoltà. Gli investitori non hanno pienamente apprezzato la protezione superiore accordata dalla responsabilità combinata dei dodici vettori rispetto alla responsabilità di uno qualsiasi di loro singolarmente. Il record dei prezzi mostra che i titoli Kansas City Terminal Railway Company 4% spesso scambiavano a prezzi non superiori a quelli rappresentativi delle singole società garanti, che in seguito si rivelarono di dubbia solidità, mentre in nessun momento la sicurezza del titolo Terminal fu motivo di dubbio.<sup>12</sup>

Sembrerebbe, quindi, una buona politica per gli investitori quella di favorire titoli di questo tipo, che hanno la garanzia di un certo numero di imprese di rilievo, piuttosto che le obbligazioni di una singola società.

**Titoli della Federal Land Bank.** Un aspetto un po' diverso della garanzia solidale appare nell'importante caso delle obbligazioni della Federal Land Bank, che sono garantite dal deposito di ipoteche agricole. Gli obblighi di ciascuna delle dodici banche singole sono garantiti dalle altre undici, così che ogni titolo della Federal Land Bank è in realtà una passività dell'intero sistema. Quando queste banche furono organizzate, fu creato contemporaneamente un gruppo di Joint Stock

12. Vedi la nota 30 dell'Appendice per i dati di supporto.

Land Banks, che emisero anche obbligazioni, ma le obbligazioni di una Joint Stock Bank non erano garantite dalle altre.<sup>13</sup>

Entrambi i gruppi di land bank erano sotto la supervisione del Governo degli Stati Uniti e le obbligazioni di entrambe furono rese esenti da imposte federali. Praticamente tutte le azioni delle Federal Land Banks furono sottoscritte originariamente dal Governo degli Stati Uniti (che, tuttavia, non si assunse la responsabilità per le loro obbligazioni); le azioni delle Joint Stock Land Bank erano di proprietà privata.

All'inizio di questo sistema duale, gli investitori erano disposti a considerare la supervisione federale e l'esenzione fiscale come una garanzia virtuale della sicurezza delle obbligazioni delle Joint Stock Land Bank, ed erano quindi disposti ad acquistarle a un rendimento solo di mezzo punto percentuale superiore a quello pagato dalle obbligazioni della Federal Land Bank. Confrontando le obbligazioni Joint Stock non garantite con le obbligazioni federali reciprocamente garantite, si sarebbero potute fare le seguenti osservazioni:

1. Ipotizzando il completo successo del sistema di prestiti agricoli, la garanzia sarebbe stata superflua, poiché ogni emissione obbligatoria separatamente avrebbe goduto di ampia protezione.
2. Ipotizzando il completo fallimento del sistema, la garanzia si sarebbe dimostrata inutile, poiché tutte le banche sarebbero state ugualmente insolventi.
3. Per qualsiasi fase intermedia tra questi due estremi, la garanzia congiunta e solidale avrebbe potuto rivelarsi estremamente preziosa. Ciò sarebbe particolarmente vero per le obbligazioni di un distretto di prestiti agricoli soggetto a condizioni estremamente avverse di carattere *locale*.

In considerazione del fatto che il sistema di prestiti agricoli era un'impresa nuova e non sperimentata, gli investitori avrebbero dovuto assicurarsi la misura di protezione più ampia possibile. Coloro che nella loro brama di ottenere il mezzo punto percentuale in più di rendi-

13. La parola "Congiunta" nel titolo si riferiva alla proprietà delle azioni da parte di vari interessi, ma potrebbe aver creato la spiacevole impressione tra gli investitori che ci fosse una responsabilità congiunta da parte del gruppo di banche per le passività di ciascuna. Per un resoconto completo e una critica su queste banche, si veda Carl H. Schwartz, *Financial Study of the Joint Stock Land Banks*, Washington, D. C., 1938.

mento hanno rinunciato alla garanzia congiunta hanno commesso un palese errore di giudizio.<sup>14</sup>

14. Un certo numero di emissioni obbligazionarie Joint Stock sono andate in default nel periodo 1930-1932, una grande quota è stata scambiata a prezzi da amministrazione controllata, e tutte sono scese a un livello di prezzo speculativo. Dall'altra parte, non solo non ci sono stati inadempimenti tra le obbligazioni della Federal Land Bank, ma i loro prezzi hanno subito una contrazione relativamente moderata, rimanendo costantemente a un livello da investimento. Questa esperienza molto più soddisfacente dell'investitore nelle obbligazioni della Federal Land Bank è stata dovuta in buona parte al capitale aggiuntivo sottoscritto dal Governo degli Stati Uniti a queste banche e alla supervisione più attenta a cui sono state sottoposte, ma la garanzia congiunta e solidale si è indubbiamente dimostrata di notevole beneficio.

Si noti, inoltre, che le obbligazioni della Joint Stock Land Bank sono state considerate investimenti legali per i fondi fiduciari in molti Stati e sono rimaste tali dopo il 1932, nonostante la loro indubbia inadeguata sicurezza. Dal maggio 1933 alle Joint Stock Land Bank è stato vietato di intraprendere nuove attività ed è in corso una liquidazione ordinata.