

Capitolo 13

Altri fattori speciali nell'analisi delle obbligazioni

“Società madre” vs. Rendimento consolidato. Sia le circolari di emissione obbligazionaria sia i rendiconti annuali presentano quasi sempre il resoconto degli utili di un sistema di holding di utility pubbliche in forma consolidata, ovvero iniziano con i ricavi lordi delle controllate operative e riportano le cifre verso il basso attraverso spese operative, ammortamenti, oneri fissi e dividendi privilegiati delle controllate, fino ad arrivare al saldo disponibile per gli oneri per interessi della società madre e, infine, agli utili di pertinenza delle sue azioni ordinarie. Viene anche pubblicato, per lo più come una questione di forma, il conto economico della sola società madre, che inizia con i dividendi ricevuti da essa dalle controllate operative e, pertanto, non mostra gli interessi e i pagamenti dei dividendi privilegiati al pubblico sostenuti da queste ultime. La copertura degli interessi mostrata dal conto economico della sola società madre è un esempio del metodo delle deduzioni a priori e, di conseguenza, quasi sempre darà per le obbligazioni della società madre una rappresentazione migliore rispetto a quanto si troverà nel rendiconto consolidato. L'investitore non dovrebbe prestare attenzione alle cifre della “sola società madre” e insistere su un conto economico completamente consolidato.

Esempio: il prossimo esempio illustrerà questo punto:

Standard Gas and Electric System, 1931

Voce	"Solo società madre"	Risultati consolidati
Ricavi lordi	16.790.000\$	159.070.000\$
Saldo per spese fisse	16.514.000	57.190.000
Spese fisse	4.739.000	42.226.000
Saldo per azione della società madre	11.775.000	14.964.000
Rapporto tra utili e spese fisse	3,48 volte	1,36 volte

La società madre non ha ricevuto in dividendi l'intero importo degli utili delle sue controllate ma, anche con questo reddito inferiore, il metodo delle deduzioni a priori determina una copertura indicata molto più ampia per gli interessi obbligazionari della società madre, sulla base dei suoi stessi risultati, rispetto a una base consolidata.

Dividendi su azioni privilegiate di controllate. In un sistema di holding, le azioni privilegiate delle importanti controllate operative sono di fatto senior rispetto alle obbligazioni della società madre, poiché gli interessi su queste ultime sono soddisfatti principalmente dai dividendi pagati sulle azioni ordinarie delle controllate. Per questo motivo i dividendi privilegiati delle controllate sono sempre inclusi nelle spese fisse di un sistema di holding di utility pubbliche. In altre parole, queste spese fisse sono costituite dalle seguenti voci, in ordine di seniority:

1. Interessi obbligazionari delle controllate.
2. Dividendi privilegiati delle controllate.
3. Interessi obbligazionari della società madre.

Quest'affermazione presuppone che tutte le società sussidiarie abbiano sostanzialmente la stessa importanza relativa per il sistema. Una singola sussidiaria che risulta non redditizia può creare discontinuità nei dividendi privilegiati e persino negli interessi obbligazionari, mentre, al tempo stesso, gli utili delle altre sussidiarie possono consentire alla società madre di continuare a pagare i propri interessi e dividendi. In tal caso, il che è in un certo senso eccezionale, gli oneri della sussidiaria non redditizia non sono realmente senior rispetto

ai titoli della società madre. Questo punto è discusso alla fine del Capitolo 17.

Gli oneri fissi dovrebbero anche includere correttamente qualsiasi affitto annuale pagato per le proprietà in leasing che sia equivalente agli interessi obbligazionari o ai dividendi garantiti. Nella maggior parte dei bilanci delle società holding si segue questa pratica (per esempio, Public Service Corporation of New Jersey).

Il titolare di azioni privilegiate di un'importante sussidiaria operativa ha, a tutti gli effetti, un diritto che è fisso e applicabile sugli utili del sistema come lo hanno i proprietari delle obbligazioni della società madre. Ma se la società madre diventa insolvente, allora i proprietari delle emissioni privilegiate circolanti non occupano più la posizione strategica di obbligazionista, poiché non possono obbligare la sussidiaria operativa a continuare a pagare i suoi dividendi privilegiati.

Esempio: L'azione privilegiata New York Water Service Corporation può essere citata come esempio. La società è una sussidiaria operativa di Federal Water Service Corporation, che a sua volta era una sussidiaria di Tri-Utilities Corporation. I dividendi su questa emissione e sulla privilegiata Federal Water Service erano classificati come oneri fissi del sistema Tri-Utilities. Quando quest'ultima società non fu in grado di soddisfare gli interessi sulle sue obbligazioni e andò in amministrazione controllata nell'agosto del 1931, i dividendi su queste emissioni privilegiate sottostanti furono prontamente interrotti, sebbene entrambi fossero apparentemente incamerati sotto forma di utili e il reddito di New York Water Service Corporation mostrò effettivamente un aumento rispetto all'anno precedente.

Quote di minoranza in azioni ordinarie di società controllate. Gli utili applicabili alle azioni di minoranza vengono solitamente dedotti nel conto economico dopo gli interessi obbligazionari della società madre e, quindi, la prima voce non riduce il margine di sicurezza come generalmente calcolato. Preferiamo sottrarre le quote di minoranza prima di calcolare la copertura degli interessi. Un trattamento esatto richiederebbe una ripartizione proporzionale delle deduzioni, ma ciò comporta calcoli inutilmente gravosi. Quando le quote di minoranza sono piccole, come nella maggior parte dei casi, la differenza tra i vari metodi è irrilevante. Quando le quote di minoranza sono piuttosto grandi, l'analisi mostrerà che la procedura consueta fornisce un margine di sicurezza leggermente superiore a quanto sarebbe

strettamente accurato, mentre il nostro metodo sbaglia moderatamente nella direzione opposta, e quindi dovrebbe essere preferito dagli investitori prudenti.¹

“Capitalizzazione di oneri fissi”, per ferrovie e utility pubbliche.

Nel capitolo precedente abbiamo evidenziato alcune difficoltà nel metodo per arrivare a una corretta dichiarazione del rapporto tra azioni e debiti nel caso di ferrovie e utility pubbliche. Il debito può essere rappresentato non solo da emissioni obbligazionarie ma anche da azioni garantite, obbligazioni di locazione annuale e, di fatto, anche da azioni privilegiate non garantite di sussidiarie operative. Nel calcolo della copertura degli interessi, queste voci vengono gestite utilizzando la cifra onnicomprensiva di oneri fissi, anziché semplicemente l'interesse obbligazionario. L'importo principale di tutte queste obbligazioni è solitamente indicato in modo abbastanza chiaro nel bilancio consolidato di un'impresa di utility pubblica, ma questo potrebbe non essere vero nel caso di una compagnia ferroviaria, principalmente perché è improbabile che le sue obbligazioni di locazione siano riflesse nel bilancio.

Suggeriamo, pertanto, che il debito “reale” o “effettivo” di una ferrovia possa essere calcolato moltiplicando le spese fisse per una cifra appropriata, diciamo 22. Ciò equivale a capitalizzare le spese fisse a un tasso presunto del 4½% – in altre parole, a supporre che il debito reale sia quell'importo, sul quale il 4½% produrrà le spese fisse annuali (la cifra del 4½% riflette l'effettivo tasso di interesse corrente sostenuto nel 1938 dal debito ferroviario nel suo complesso).²

Tecnica illustrata. Abbiamo suggerito che la copertura degli utili per le ferrovie venga applicata alle Deduzioni Nette o alle Spese Fisse (come precedentemente definite), a seconda di quali siano maggiori. Allo stesso modo, la maggiore di queste due voci dovrebbe essere utilizzata come base per calcolare l'importo principale del “debito effettivo” della ferrovia. La tecnica da seguire è illustrata qui di seguito:

1. Vedi la nota 27 dell'Appendice, per un calcolo con i tre metodi applicati al rapporto della United Light and Railways Company per il 1938.

2. Nei pochi casi in cui un'azienda di utility pubblica mostri pagamenti di affitto non riflessi nel bilancio, sarebbe sufficiente capitalizzare tale affitto, per esempio al 4½%, e aggiungere questo valore al totale del titolo senior.

Esempi:

New York, New Haven and Hartford Railroad

A. Deduzioni nette (1932)	18.511.000\$
B. Oneri fissi (1932)	17.403.000
Deduzioni nette capitalizzate al 4½%	408.000.000\$

(Debito finanziato iscritto in bilancio - 258.000.000\$)

Azioni privilegiate: 490.000 azioni a 50 (luglio 1933)	24.500.000\$
Azioni ordinarie: 1.570.000 azioni a 22 (luglio 1933)	<u>34.500.000</u>
Valore di mercato totale delle emissioni azionarie	59.000.000\$

Rapporto azioni/obbligazioni: - 1 a 6-9

Rapporto tra utili e deduzioni nette maturate, 1932	0,93 volte
Detrazioni nette maturate, media a 7 anni	1,57 volte

Chesapeake and Ohio Railway

A. Deduzioni nette (1932)	9.870.000\$
B. Oneri fissi (1932)	10.760.000
Oneri fissi, capitalizzati al 4½%	239.000.000\$
Debito obbligazionario iscritto in bilancio	222.000.000
Azioni ordinarie: 7.650. azioni a 38 (luglio 1933)	291.000.000

Rapporto azioni/obbligazioni - 1 a 0,82 (vale a dire, 1\$ di azioni
per 82 centesimi di obbligazioni)

Oneri fissi maturati, 1932	3,21 volte
Oneri fissi maturati, media di 7 anni	3,80 volte

Conclusioni basate su quanto precede. Il "debito effettivo" del New Haven è stato calcolato dalle deduzioni nette (che sono maggiori rispetto alle spese fisse, perché includono un debito sostanziale per il noleggio di attrezzature ecc.). Questo debito effettivo è notevolmente superiore a quello mostrato nel bilancio. Con le azioni privilegiate e ordinarie che nel luglio 1933 scambiavano entrambe per meno di un sesto del debito reale, è evidente che all'epoca le obbligazioni disponevano di un capitale azionario insufficiente. Se le prospettive fossero state considerate favorevoli, ci sarebbe stata una buona ragione per acquistare le azioni ordinarie per un maggiore apprezzamento del capitale. Ma nessuna possibilità del genere era associata alle obbligazioni al 6% scambiate a 92 e, di conseguenza, l'acquisto di questa emissione non poteva essere supportato da un'analisi solida.

La situazione contabile di Chesapeake and Ohio, d'altra parte, fornisce un rapporto prezzo delle azioni/valore che conferma pienamente la soddisfacente evidenza contabile della copertura degli utili. Se l'investitore fosse stato soddisfatto delle prospettive di questa ferrovia,

quindi, sarebbe stato giustificato nell'acquistare le sue obbligazioni (per esempio, le Refunding and Improvement 4½ vendute a 92½) poiché queste soddisfano entrambi i test quantitativi in modo soddisfacente.

Il fattore capitale circolante nell'analisi delle obbligazioni industriali

Per le ragioni già spiegate, la dichiarazione di un'azienda delle sue *attività fisse* non avrà normalmente molto peso nel determinare la solidità delle sue obbligazioni. Ma la *posizione delle attività correnti* ha un'importante influenza sulla solidità finanziaria di quasi tutte le imprese industriali e, di conseguenza, chi vorrebbe acquistare obbligazioni dovrebbe prestarvi molta attenzione. È vero che le obbligazioni industriali che soddisfano i rigorosi test già prescritti saranno quasi in ogni caso considerate anche una prova soddisfacente del capitale circolante, ma è comunque auspicabile un controllo separato per proteggersi dai casi eccezionali.

Le attività correnti (definite anche attività "liquide", "veloci" o "circolanti") includono denaro contante, titoli negoziabili, crediti e rimanenze di merci.³ Questi elementi sono direttamente equivalenti a denaro contante o si prevede che vengano trasformati in denaro contante tramite vendita o riscossione, nel normale corso degli affari. Per condurre le sue operazioni in modo efficace, un'impresa industriale deve possedere un eccesso sostanziale di attività correnti rispetto alle passività correnti, essendo queste ultime tutti i debiti pagabili entro un breve termine. Questo eccesso è chiamato capitale circolante o attività correnti nette.

Tre requisiti rispetto al capitale circolante. Nell'esaminare la situazione delle attività correnti, un acquirente di obbligazioni industriali dovrebbe accertarsi di tre fattori, vale a dire:

1. Che le disponibilità liquide siano ampie.
2. Che il rapporto tra attività correnti e passività correnti sia forte.

3. Alcune autorità escludono le rimanenze di magazzino dalle "attività di rapido smobilizzo" ma li includono nelle "attività correnti". Questa distinzione è utile e suggeriamo di adottarla come standard. È stata seguita nel "Census of American Listed Corporations" della S.E.C.-W.P.A., una serie di studi pubblicati nel 1938-1940.

3. Che il capitale circolante abbia una proporzione adeguata al debito finanziato.

Non è possibile stabilire requisiti minimi definiti per uno qualsiasi di questi tre fattori, soprattutto perché la normale situazione del capitale circolante varia ampiamente a seconda dei diversi tipi di impresa. In genere si ritiene che le attività correnti debbano essere almeno il doppio delle passività correnti, e un rapporto inferiore richiederebbe senza dubbio ulteriori indagini. Sugeriamo un requisito standard aggiuntivo per la normale società industriale, vale a dire che il capitale circolante sia almeno pari all'importo del debito obbligazionario. Questo è certamente un criterio arbitrario e in alcuni casi potrebbe rivelarsi eccessivamente severo. Ma è interessante notare che nel caso di ciascuna delle emissioni industriali che hanno mantenuto il loro livello di qualità da investimento sul mercato per tutto il 1932, come elencato nel Capitolo 6, nota 6, il capitale circolante ha superato il totale delle obbligazioni.⁴

In contrasto con l'enfasi posta sulla posizione delle attività correnti delle imprese industriali, è stata prestata relativamente poca attenzione al capitale circolante dichiarato dalle ferrovie, e nessuna a quello delle utility pubbliche. La ragione di ciò è duplice. Né le ferrovie né i servizi pubblici hanno il problema di finanziare la produzione e il trasporto di scorte di merci o di estendere grandi crediti ai clienti. Inoltre, queste aziende sono state abituate a raccogliere periodicamente nuovo capitale ai fini di espansione, rimpinguando così prontamente la loro cassa se esaurita. Poiché il nuovo finanziamento è facilmente ottenibile da aziende prospere di questo tipo, anche un eccesso di passività correnti rispetto alle attività rapide non è stato considerato una questione seria. L'esperienza recente indica la desiderabilità di consistenti riserve di cassa da parte delle ferrovie per far fronte a sviluppi emergenziali, e l'acquirente di obbligazioni potrebbe far bene a favorire anche quelle società di servizi pubblici che mantengono una comoda posizione di capitale circolante.

4. General Baking ha raggiunto questa posizione nel 1932. Inclusa General Baking, 13 delle 18 aziende hanno mostrato attività *liquide* da sole superiori al loro debito finanziato. Certi tipi di attività industriali - per esempio, aziende di panificazione, gelateria e ristorazione, normalmente richiedono una quantità relativamente piccola di capitale circolante in relazione alle attività totali e all'attività. Per tali attività, il requisito di copertura delle attività correnti nette del 100% rispetto alle obbligazioni sarebbe troppo restrittivo. Si veda la nostra successiva discussione sulle disposizioni dell'atto finanziamento che richiedono il mantenimento del capitale circolante come protezione per le emissioni obbligazionarie (Cap. 19).