

Capitolo 35

Politiche di ammortamento delle utility pubbliche

Omissione degli oneri di ammortamento. In nessun campo la corretta politica di ammortamento ha un'importanza pratica come nel gruppo delle utility pubbliche. Tuttavia, in nessun altro ambito ci sono state variazioni più ampie sia nella teoria sia nella pratica. Alcuni anni fa ci sono stati casi – in particolare quello di Cities Service Company – di totale inadempienza nell'effettuare qualsiasi addebito per ammortamento (ed esaurimento) nei rendiconti annuali, con una conseguente grossolana dichiarazione errata degli utili per azione.¹ È stato spesso sostenuto che gli oneri di ammortamento possono essere correttamente ignorati perché sono semplici registrazioni contabili e non rappresentano una reale spesa di denaro. Questa è una dichiarazione altamente infedele alla realtà. L'ammortamento non è una mera concezione contabile, perché per la maggior parte registra una diminuzione effettiva dei valori di capitale, per la quale devono esservi risorse adeguate se i creditori o i proprietari vogliono evitare di ingannarsi.²

1. Nel 1925, per esempio, la società riportò utili per 11.497.000 dollari “per le azioni ordinarie e le riserve”, che equivalevano a 3,05 dollari per azione. Ma le spese di ammortamento ed esaurimento devono essere ammontate a più di questa cifra, non lasciando in realtà alcun profitto per le azioni. Eppure, in quell'anno, venne scambiata a un prezzo pari a 43.

2. In risposta alla frequente argomentazione secondo cui un'indennità di ammortamento non è necessaria perché le riparazioni generose mantengono in buone condizioni i beni, possiamo citare la frase classica di Hatfield: “Tutti i macchinari si trovano in una marcia irresistibile verso la discarica e il loro progresso, sebbene possa essere ritardato, non può essere impedito dalle riparazioni”. Henry R. Hatfield, *Accounting: Its Principles and Problems*, p. 130, New York, 1928.

Inoltre, nella maggior parte dei casi, le spese di ammortamento vengono consumate o compensate nel tempo da spese in contanti ancora più elevate effettuate per sostituzioni o ampliamenti. Il più delle volte, quindi, le spese di ammortamento alla fine risultano correlate a esborsi di cassa effettivi e risultano essere una vera spesa aziendale quanto lo sono salari o affitti. Sono abbastanza numerosi i casi minori in cui una buona parte della riserva di ammortamento rimane inutilizzata per un lungo periodo di tempo. In questi casi, una riduzione delle spese annuali nei calcoli dell'investitore può talvolta essere giustificata, come spiegheremo in seguito. Il principio generale resta, tuttavia, che un'adeguata imputazione dell'ammortamento è essenziale per arrivare a una corretta dichiarazione degli utili.

Altre pratiche fuorvianti. Un'altra pratica abbastanza diffusa era la deduzione dagli utili di solo una parte dell'ammortamento: il saldo veniva prelevato dal conto surplus. In alcuni casi, gli importi addebitati ai profitti erano basati sui cosiddetti "minimi da regolamento dell'emissione" – una percentuale cumulata dei profitti lordi, per manutenzione e ammortamento, che doveva essere addebitata ai sensi dei termini di un'emissione obbligazionaria. Quando questi minimi da regolamento dell'emissione erano inferiori all'ammortamento effettivamente necessario e attuato, scopriamo che i requisiti in apparenza stabiliti per la protezione degli investitori venivano in realtà utilizzati per fuorviarli.³

È un peccato che a volte le aziende gestite in modo conservativo abbiano fatto ricorso a qualcosa di simile a questa pratica. Si noti quanto segue nei bilanci della Detroit Edison Company per il 1931 e il 1930.

Sebbene le spese di ammortamento di Detroit Edison siano state insolitamente liberali rispetto alla media del settore, il metodo contabile impiegato per il 1931 (e anche nel 1934) potrebbe essere criticato per due motivi. In primo luogo, il suo effetto, se non il suo scopo, era mascherare l'effettivo calo degli utili rispetto all'anno precedente. In secondo luogo, a causa dell'alta reputazione dell'azienda, questo espediente avrebbe potuto essere imitato da altre imprese e, quindi, avrebbe potuto fornire uno stimolo malsano alla nuova pratica di sopravvalutare gli utili tramite il trasferimento degli addebiti alle riserve.

3. Nel caso di Cities Service Power and Light, queste sottostime di ammortamento comparivano sia nei bilanci annuali sia nei regolamenti di emissione delle obbligazioni. Per i dati relativi al 1925, si veda la discussione nel Capitolo 12.

Voce	1931	1930
Utile lordo	49.233.000\$	53.707.000\$
Netto prima dell'ammortamento	21.421.000	24.041.000
Ammortamento	4.000.000	6.900.000
(percentuale del lordo)	8,10%	12,80%
Oneri fissi	5.992.000	6.024.000
Saldo per azioni ordinarie	11.429.000	11.117.000
Utile per azione	8,98\$	8,75\$
Ammortamento addizionale addebitato alle riserve	1.500.000	
Utile per azione dopo addebitato alle riserve	7,80\$	8,75\$

Un esempio di contabilità insidiosa. Uno straordinario esempio di contabilità insidiosa è mostrato da Iowa Public Service Company. Per il 1929 questa azienda riportò un saldo delle immobilizzazioni di 25.200.000 dollari, utili lordi di 4.200.000 dollari e una quota di ammortamento di soli 78.000 dollari. L'inadeguatezza di questa cifra è evidente. Negli anni successivi la quota di ammortamento fu gradualmente aumentata, raggiungendo 220.000 dollari nel 1932, che era ancora una cifra un po' al di sotto della norma. Nel 1932, la società ammise formalmente l'insufficienza dei suoi precedenti oneri di ammortamento, con la seguente unica procedura:

1. Ridusse il valore dichiarato delle sue azioni ordinarie di 1.587.000 dollari e trasferì questa somma alle riserve.
2. Utilizzò immediatamente queste riserve, addebitandogli 1.500.000 dollari per ammortamento aggiuntivo e 87.000 dollari per imprevisti.

In questo caso vediamo una buona parte dell'onere di ammortamento necessario escluso per anni dai rendiconti finanziari e infine ammesso, riducendo l'importo a cui sono valutate le azioni ordinarie. Un effetto collaterale di questa contabilità maligna fu di consentire alla società madre (American Electric Power Corporation) di prelevare in dividendi una somma superiore alla somma dei veri profitti e alla riserva iniziale, con grave danno per gli obbligazionisti e per gli azionisti privilegiati di primo livello.⁴

4. Per esempi di altri metodi con cui gli oneri di ammortamento e di esaurimento vengono esclusi dal conto economico, e per un commento sulle loro implicazioni, si veda la nota 52 dell'Appendice.

Ammortamento inadeguato rivelato dai trasferimenti da surplus e riserve. *Esempio:* il caso di Brooklyn Union Gas è forse l'esempio più impressionante dell'incapacità del conto economico di riflettere i necessari addebiti per l'ammortamento. L'entità della conseguente sovrastima dei guadagni fu palesemente rivelata dagli enormi trasferimenti richiesti da surplus e riserve di emergenza. La storia può essere riassunta come segue, per quanto riguarda i dieci anni 1929-1938:

BROOKLYN UNION GAS COMPANY

A. Media annuale 1929-1938:	
Ricavi lordi	23.389.000\$
Ammortamento	729.000
Ammortamento, percentuale del lordo	3,1
Ammortamento, percentuale del capitale fisso	0,67
Utili dichiarati per le azioni ordinarie	3.791.000\$
Dividendi pagati	<u>2.918.000</u>
Saldo indicato a riserva	873.000\$
B. Decennio 1929-1938:	
Riserva di utili e per imprevisti, 31 dicembre 1928	29.161.000\$
Riserva di utili e per imprevisti, 31 dicembre 1938	<u>9.840.000</u>
Diminuzione per il periodo	19.321.000\$
Aumento indicato per conto economico sopra	<u>8.730.000</u>
Discrepanza	28.051.000\$
Utile medio per azione ordinaria per il conto economico	5,13\$
Utile medio per azione ordinaria per lo stato patrimoniale	1,36\$
C. Spiegazione della discrepanza:	
Trasferimenti da riserve ecc., a:	
Riserva per ammortamento o pensionamenti	25.300.000\$
Svalutazione delle spese di perizia, 1937	1.781.000
Spese varie (nette)	<u>970.000</u>
Addebiti totali alle riserve ecc., 1929-1938	28.051.000\$
D. Riserva pensionistica "esaurita" 1929-1938:	
Riserva pensionistica, 31 dicembre 1928	1.565.000\$
Aggiunte dal profitto, 1929-1938	7.290.000*
Aggiunte da riserva di utili e per imprevisti	<u>25.300.000</u>
Totale	34.155.000\$
Saldo (riserva di ammortamento), 31 dicembre 1938	<u>7.270.000</u>
Riserva assorbita dai pensionamenti effettivi	26.885.000\$

*Inoltre, vi furono stanziamenti dal reddito di circa 130.000 dollari l'anno per la risistemazione dei forni a coke e le riserve di sostituzione, che nel 1938 furono combinati con la riserva di ammortamento nel bilancio. Se questi sono considerati l'equivalente dell'ammortamento, allora sia l'addebito per l'ammortamento sia la "riserva assorbita" sarebbero aumentati di circa 1.300.000 dollari per il periodo di dieci anni.

Le cifre precedenti sono fornite in modo molto dettagliato, poiché svelano uno stato di cose complicato ma significativo, che incide sul vero potere reddituale della società. Il lettore noterà i seguenti punti:

1. Gli utili medi dichiarati di 5,13 dollari per azione furono calcolati dopo la deduzione di una “riserva pensionistica” di dimensioni molto ridotte in relazione sia agli utili lordi sia al conto impianto.
2. Questi oneri per pensionamenti imputati al reddito si dimostrarono tristemente inadeguati a coprire gli effettivi pensionamenti avvenuti durante il periodo. Per far fronte a questi oneri, la società dovette esaurire una grande riserva per imprevisti⁵ (13.800.000 dollari alla fine del 1928) e attingere massicciamente alla riserva.
3. Sebbene la società abbia riferito agli azionisti di aver ottenuto profitti un totale di 51 dollari per azione durante il periodo, pagato dividendi per 40 dollari e portato 11 dollari per azione a riserva, la sua riserva di utili e per imprevisti era in realtà diminuita di circa 26 dollari per azione. Pertanto, gli utili indicati dal bilancio erano in media solo 1,36 dollari per azione, anziché 5,13 dollari per azione come riportato nel conto economico.⁶
4. Gli effettivi ritiri di attività fisse durante questo periodo furono in media 2.688.000 dollari all’anno, ovvero l’11% del lordo, rispetto all’imputazione ai profitti di 729.000 dollari, ovvero il 3,1% del lordo. Nell’anno 1938 la società dichiarò che, in conformità con i nuovi requisiti della Public Service Commission di New York, stava adottando una politica di ammortamento, che i dettagli non erano ancora stati elaborati e che provvisoriamente stava addebitando 1.200.000 dollari all’anno per lo scopo. A giudicare dai fatti dichiarati e dalla nostra precedente discussione, sembrerebbero esserci motivi di

5. Questa riserva per imprevisti si era sviluppata da un conto di “ammortamento maturato”, che fu chiuso nel 1916. Da quella data, la riserva per imprevisti successiva sembrava essere equivalente a una riserva di utili.

6. Se alla società viene riconosciuto il merito dell’aumento della riserva per ammortamento alla fine del 1938 rispetto al 31 dicembre 1928, gli utili rettificati dichiarati sarebbero stati in media di circa 2 dollari per azione. Durante la maggior parte di questo periodo, la società ha calcolato gli utili per azione nei suoi bilanci annuali sulla base delle sue inadeguate indennità di pensione e nel 1934-1936 calcolò anche utili per azione ancora più grandi, includendovi i redditi vincolati in contenziosi tariffari, la maggior parte dei quali fu poi restituita ai clienti.

dubbio che anche questo importo, sebbene molto più elevato degli addebiti precedenti, sia adeguato.⁷

Una varietà di politiche di ammortamento. La discussione precedente sull'incapacità di far emergere gli oneri totali di ammortamento nel conto economico ci conduce dentro a un argomento più ampio, vale a dire, la base utilizzata da una società per calcolare i suoi oneri di ammortamento. I metodi impiegati rivelano una straordinaria varietà. Sono non meno di sette, e richiedono una descrizione, come segue:

A. Ammortamento proprio

1. *Metodo lineare.* Ogni classe di proprietà ammortizzabile viene svalutata al valore di realizzo mediante oneri annuali uguali durante il periodo della sua vita stimata. Questo è il metodo standard per calcolare l'ammortamento, consentito dalle leggi fiscali e generalmente seguito da tutte le società *nelle loro dichiarazioni dei redditi*. Sorprendentemente, poche aziende elettriche e del gas, tuttavia, hanno impiegato questo metodo nei loro conti economici pubblicati.

Esempio: Union Electric Company of Missouri, una sussidiaria di North American Company, ha utilizzato il metodo lineare per diversi anni. Ma anche qui l'addebito dichiarato dall'azienda è inferiore a quello dichiarato nella sua dichiarazione dei redditi (3.899.205 dollari contro 5.549.109 dollari nel 1937), la differenza è dovuta apparentemente all'ipotesi di una vita più breve dei cespiti ai fini fiscali rispetto a quella ai fini di bilancio annuale.

Come verrà sottolineato in seguito, le recenti normative adottate dalle commissioni statali e dalla Federal Power Commission stanno ora richiedendo un passaggio, da parte di molte aziende, al metodo lineare o standard nei loro utili dichiarati.

2. *Metodo del fondo di ammortamento.* Qui si tiene conto del fatto che gli importi accantonati per l'ammortamento genereranno interessi fino al ritiro dell'immobilizzazione. L'effetto di questo metodo è di rendere le deduzioni un po' più piccole negli anni precedenti e, corrispondentemente, più alte negli anni successivi. Viene generalmente utilizzato dalle società di utility pubbliche della California in base ad accordi con

7. Si noti che le azioni sono state scambiate a un massimo di 248 nel 1929, a 129 nel 1931 e a un minimo di 10 nel 1938. Nel 1939 crebbero a 30 su utili dichiarati di 3,07 dollari per azione per i 12 mesi conclusi il 30 giugno. Ma un'indennità di ammortamento dell'11% del lordo avrebbe ridotto gli utili a 1,30 dollari per azione.

la Commissione Ferroviaria dello Stato, con un tasso di interesse consentito pari al 6%. (*Esempi*: Pacific Gas and Electric, San Diego Consolidated Gas and Electric). Anche in questo caso le società utilizzano la base lineare nelle loro dichiarazioni dei redditi.

3. *Il metodo generale*. Applica una percentuale annuale unica all'intero conto dei beni ammortizzabili, anziché variare i tassi per le diverse classi di beni. L'obiettivo, presumibilmente, è di arrivare a una semplice approssimazione dell'effettivo ammortamento.

Esempio: Commonwealth Edison deduce il 3% del valore contabile medio dei beni ammortizzabili.

B. Metodi della riserva per ritiro

La caratteristica distintiva di una riserva per deprezzamento è che non cerca di misurare il deprezzamento causato da usura o obsolescenza durante un dato periodo. Invece, dovrebbe fornire fondi che, a giudizio del management, saranno adeguati a farsi carico della sostituzione dei beni, quando si dovesse verificare. In un lungo periodo di tempo, il deprezzamento appropriato e le indennità di sostituzione appropriate dovrebbero ammontare allo stesso importo. Ma una politica di riserva di ritiro apparentemente consente variazioni annuali arbitrarie, per riflettere utili buoni o cattivi o la prevista necessità a breve termine di ritiri effettivi. In realtà, come si vedrà, la maggior parte delle politiche di riserva di ritiro opera semplicemente per sottostimare la perdita attuale di valore della proprietà e quindi sovrastimare i guadagni. Le varie basi di calcolo delle riserve di ritiro sono le seguenti:

4. *Percentuale del lordo*. Questo metodo tenderebbe ad approssimare un tasso di deprezzamento regolare se la percentuale presa fosse adeguata. Generalmente non è questo il caso.

Esempio: Duquesne Lighting Company deduce l'8% del lordo. D'altro canto, la sua deduzione fiscale per il 1932-1934 era pari a non meno del 30% del lordo.

5. *Tasso fisso per unità di prodotto*. Questo metodo assomiglia chiaramente al precedente ed è soggetto alle stesse critiche.

Esempio: nel 1932 la Brooklyn Union Gas Company dichiarò che stava riservando 3 centesimi per mille piedi cubi per i ritiri di impianti (questa politica fu poi modificata). La Cincinnati Gas and Electric Company dichiarò nel 1937 che stava facendo provvista per la riserva di ritiro al tasso di 5 centesimi per mille piedi cubi di gas venduto e 2,70 dollari per mille kilowattora di elettricità venduta.

6. *Percentuale complessiva del lordo per manutenzione e ammortamento combinati.* Con questo metodo, maggiore è l'importo speso per la manutenzione, minore è la quota riservata all'ammortamento.⁸

Esempi: la Third Avenue Railway utilizzò una detrazione del 20% per la manutenzione e l'ammortamento combinati per gli anni 1912-1918. La Tidewater Power Company utilizza tariffe totali variabili per servizi diversi, vale a dire (nel 1936): gas ed elettricità, 15%; acqua, 12%; ferrovia; 30%.

7. *Detrazioni discrezionali.* La maggior parte delle aziende che seguono il metodo della riserva di ritiro non è stata vincolata da alcuna formula matematica, ma ha basato la detrazione annuale in gran parte sul giudizio del management.

Esempi: a. Importi variabili di anno in anno: Detroit Edison, Philadelphia Electric, American Water Works and Electric, American Power and Light. b. Importo annuale arrotondato invariato: Tampa Electric addebitò 430.000 dollari all'anno dal 1933 al 1939.

c. Ammortamento pari ai ritiri effettivi durante l'anno: Western Union Telegraph Company nel 1932-1936. L'ammortamento di 5.631.000 dollari nel suo conto economico per il 1936 è confrontabile con un accantonamento di 11.190.000 dollari nella dichiarazione dei redditi. La differenza rappresenterebbe la maggior parte dei 7.199.000 dollari dichiarati come guadagnati per le azioni ordinarie quell'anno. L'inadeguatezza dei precedenti accantonamenti per ammortamento è stata dimostrata dal trasferimento nel 1937 di 30.000.000 di dollari dalla riserva di utili alla riserva per ammortamento.

Doppie politiche contabili sull'ammortamento. Abbiamo già affermato che, indipendentemente dal metodo seguito nei bilanci annuali, praticamente ogni azienda segue la base lineare dell'ammortamento nel calcolo dell'imposta sul reddito.⁹ L'investitore, quindi, si trova di fronte a una duplice situazione e a un problema urgente. In molti casi è di vitale importanza sapere quale base di ammortamento sia corretta,

8. Sebbene questa politica non sia generalmente seguita dalle aziende nella propria contabilità, è spesso rispettata nei requisiti minimi imposti dai regolamenti obbligazionari e anche in quelli imposti dalla S.E.C. come condizione per l'approvazione di nuove emissioni obbligazionarie ai sensi del Public Utility Holding Company Act del 1935.

9. Prima del 1934, la Consolidated Edison apparentemente utilizzò la stessa indennità di ritiro nelle dichiarazioni dei redditi e nei bilanci annuali, ma da allora ha sfruttato i tassi di ammortamento più elevati nel calcolo delle imposte. I bilanci provvisori del 1939 suggeriscono un ritorno alla precedente pratica.

poiché la copertura degli interessi obbligazionari e degli utili delle azioni ordinarie, che può apparire adeguata come riportata nei rendiconti annuali della società, si rivelerebbe del tutto insufficiente se si accettassero le cifre dell'imposta sul reddito.

Esempio: L'esistenza di questa disparità era sconosciuta agli investitori in genere fino a quando non fu resa pubblica in uno dei primi prospetti pubblicati ai sensi della legge del 1933, vale a dire, quello che regolamentava l'obbligazione convertibile American Water Works and Electric Company 5%, scadenza 1944. Questo documento rivelò che nel 1932 l'"ammortamento dichiarato nella dichiarazione dei redditi" era stato preso a 7.023.000 dollari, rispetto all'"ammortamento in conto economico" di soli 2.747.000 dollari. A quel tempo c'era una tendenza a Wall Street a minimizzare il significato di queste divergenze, sulla base del fatto che l'ammortamento era una questione altamente tecnica e controversa e c'erano altrettante ragioni per accettare la base del conto economico come per la base della dichiarazione dei redditi.

Motivi per accettare, in generale, la base imponibile dell'imposta sul reddito. Siamo sempre stati

convinti che questa negligenza fosse pericolosamente infondata. Gli sviluppi, dal 1934, hanno fortemente rafforzato la nostra opinione, così che ora possiamo avanzare non meno di cinque ragioni principali per accettare, in generale, la cifra dell'imposta sul reddito piuttosto che la base di ammortamento del conto economico. Queste sono:

1. La base lineare segue una teoria contabile definita e logica. Se comportasse una deduzione eccessiva, il Dipartimento del Tesoro non la accetterebbe. Le varie basi di riserva di ritiro sono o completamente arbitrarie o tecnicamente infondate.

2. L'inadeguatezza dell'idea di "riserva di ritiro" in generale è stata dimostrata dalla necessità di effettuare in molti casi grandi trasferimenti dalle riserve per rafforzare il conto di ritiro. *Esempio:* si veda il caso Brooklyn Union Gas esposto sopra, in questo capitolo.

3. Dal 1934 c'è stato un aumento quasi universale degli addebiti per ritiro – sia in termini assoluti sia in termini percentuali. Ciò può essere considerato una confessione virtuale di inadeguatezza passata. L'entità di questi aumenti è indicata dalla nostra prossima tabella, che fornisce informazioni riguardanti ammortamenti o indennità di ritiro, nonché spese di manutenzione, che coprono gli anni 1930 e 1938 per un certo numero di società di utility pubbliche. È da notare che nell'anno precedente le società che utilizzavano la base di ritiro in genere effettuarono spese inferiori rispetto a quelle che utilizzavano la base di am-

mortamento. Si osservi, inoltre, che un certo numero di società che in precedenza utilizzavano il metodo del ritiro passarono da allora a una base di ammortamento. Inoltre, un numero considerevole di società che utilizzavano la base di ritiro nel 1938 era sul punto di passare a una base di ammortamento sotto l'impulso dei requisiti della Federal Power Commission e di varie commissioni statali.

4. Diverse commissioni statali e la Federal Power Commission hanno ora ordinato alle aziende all'interno delle loro giurisdizioni di seguire una base di ammortamento regolare in tutti i loro conti. Esempi: Pennsylvania, Michigan e New York.¹⁰ Alcune importanti aziende stanno per forza passando alla base imponibile dell'imposta sul reddito nei loro rendiconti annuali.

Per esempio, la Consolidated Edison Company di New York per l'anno solare 1938 addebitò 18.829.000 dollari per la riserva pensionistica nel suo bilancio agli azionisti e addebitò circa 26.800.000 dollari per l'ammortamento su base lineare nella sua dichiarazione dei redditi. Per i dodici mesi che terminavano il 30 settembre 1939, la società addebitò 24.217.000 dollari per l'ammortamento nel suo bilancio intermedio agli azionisti rispetto a un addebito di soli 17.737.000 dollari nel suo bilancio per il periodo corrispondente che terminò il 30 settembre 1938. I ricavi operativi lordi per gli ultimi due periodi furono, rispettivamente, di 248.666.000 dollari e 239.413.000 dollari.

5. Laddove esista una reale alternativa, l'investitore in titoli a valore fisso deve invariabilmente applicare il test di solidità più rigoroso.

Esempi: il significato pratico della nostra quinta ragione è dimostrato da due esempi – uno attuale mentre scriviamo, l'altro tratto dal mercato dei titoli del 1930.

È difficile capire dalle cifre precedenti come l'investitore potesse giustificare a sé stesso l'acquisto dell'azione privilegiata Pennsylvania Power and Light 5\$ a un prezzo che produceva un rendimento di

10. Dopo aver tentato nel 1934 di imporre una rigida politica di ammortamento lineare alle utility di New York e aver incontrato dei rovesci in tribunale, la New York Public Service Commission promulgò una nuova norma che richiedeva a ciascuna azienda di utility pubbliche di registrare l'importo stimato di ammortamento maturato ogni mese. L'ammortamento era definito come "la perdita netta di valore di servizio non ripristinata dalla manutenzione corrente, sostenuta in relazione al consumo o al futuro ritiro dell'impianto nel corso del servizio, per cause che sono note essere insite nel funzionamento corrente e contro le quali l'azienda di servizi non è protetta dall'assicurazione". Questo fu senza dubbio un passo avanti nella direzione del metodo contabile dell'ammortamento lineare.

solo il 5,26%. Sulla base del bilancio della società stessa, il margine di utile sovrastante le spese fisse e i dividendi privilegiati era del tutto inadeguato; sulla base dell'imposta sul reddito per l'ammortamento questo è ridotto di oltre la metà; sulla base della percentuale di utile lordo applicata da Southern California Edison, il margine praticamente scompare. Se esaminiamo una situazione molto simile esistente nel 1930, come mostrato in fondo alla tabella che segue, vedremo quanto fosse importante per l'investitore riconoscere l'implicazione delle cifre. In questo caso avevamo tre fattori che militavano contro il merito da investimento delle azioni privilegiate American Power and Light: (1) La copertura come dichiarata era del tutto insufficiente per una reale sicurezza. (2) Il tasso di ammortamento adottato era decisamente troppo basso. Un aggiustamento alla base della Pacific Lighting avrebbe ridotto drasticamente il margine di utile sovrastante il fabbisogno delle azioni privilegiate. (3) Questi requisiti erano temporaneamente sottostimati di circa 2.000.000 di dollari, perché un'emissione privilegiata di grandi dimensioni aveva allora diritto a soli 3 dollari di dividendi; il tasso aumentò gradualmente a 5 dollari nel 1933. Il calo del prezzo di mercato del titolo privilegiato da 6 dollari nel 1938 fu dovuto alle riduzioni del dividendo a partire dal 1933, provocate a loro volta da minori utili netti che assorbirono il piccolo margine sovrastante il fabbisogno delle azioni privilegiate esistenti nel 1929. La ripresa degli utili dichiarati dopo il 1933 fu frenata, in parte, dalla necessità di aumentare gradualmente l'ammortamento per allinearlo alla realtà.

CONFRONTO TRA GLI ADEBITI PER AMMORTAMENTO O ONERI DI RITIRO DELLE UTILITY PUBBLICHE, 1930 E 1938

	1930					1938						
	Utile lordo (dati in migliaia)	Ammortamento D o riserva di ritiro R (espresso in migliaia)	Rapporto percentuale tra D o R e il lordo	Spese di manuten- zione (000 omitted) to	Tasso lordo di manu- tenzione, in percentuale	Rapporto tra ammort. annuale o riserva di ritiro e saldo medio degli attivi patrimoniali, in percentuale	Utile lordo (dati in migliaia)	Ammortamento D o riserva di ritiro R (espresso in migliaia)	Rapporto percentuale tra D o R e il lordo	Spese di manuten- zione (000 omitted) to	Tasso lordo di manu- tenzione, in percentuale	Rapporto tra ammortamento annuale o riserva di ritiro e saldo medio degli attivi patrimoniali, in percentuale
Società												
Kansas City Power & light Co.	14.504\$	2.036D \$	14,0	\$?		3,2	16.365\$	2.321SD	14,2	760\$	4,6	2,8
Pacific Lighting Corp.	48.838	6.784D	13,9	?		3,1	45.501	5.755D	12,6	1.569	3,4	3,2
Detroit Edison Co.	53.707	6.900R	12,8	3.199	6,0	3,3	54.813	7.371R	13,5	3.828	7,0	2,3
Southern California Edison Co.	41.129	5.014D	12,2	1.180	2,9	1,5	42.997	6.235D	14,5	1.841	4,3	1,8
Pacific Gas & Electric Co.	76.578	8.866D	11,6	3.796	5,0	1,7	101.425	14.378D	14,1	4.604	4,5	2,0
North American Co.	133.751	14.274D	10,7	?		2,0	116.572	14.908D	12,8	7.515	6,4	2,1
Engineers Public Service Co.	53.042	4.905R	9,2	3.446	6,5	1,7	52.716	5.718R	10,8	3.587	6,8	1,7
American Gas & Electric Co.	68.601	5.898D	8,6	?		1,4	72.502	10.607D	14,6	4.155	5,7	2,4
International Hydro-Electric Co.	46.414	3.970R	8,6	3.321	7,2	1,0	61.217	5.525R&D	9,0	3.979	6,5	1,0
Public Service Corp. of N.J.	138.162	11.904D	8,6	12.881	9,3	1,9	126.821	10.284D	8,1	10.095	8,4	1,6
Columbia Gas & Electric Corp.	96.130	8.138R†	8,5	?		1,4	92.968	10.059R†	10,8	6.005	6,5	1,6
Commonwealth Edison Co.	84.004	7.109R	8,5	?		2,4	139.545	16.868D	12,1	7.915	5,7	2,6
Electric Power & Light Corp.	75.048	6.165R‡	8,2	?		0,8	104.233	16.016R†	15,3	?		2,4
Duquesne Light Co.	28.676	2.294R	8,0	1.410	4,9	1,4	30.072	2.948R	9,8	2.314	7,9	1,5
Northern States Power Co. (Del.)	33.272	2.560R	7,7	1.778	5,3	1,1	35.616	3.093R&D	8,7	1.771	5,0	1,4
Americana Water Works & Electric Co.	54.067	4.105R	7,6	4.252	7,9	1,1	50.004	4.759R†	9,5	3.759	7,5	1,3
United Gas Improvement Co.	108.374	8.040R	7,4	5.586	5,2	1,4	107.249	9.214R&D	8,6	5.930	5,5	1,5
Consolidated Gas, etc., of Baltimore	28.582	2.075R	7,3	1.389	4,9	1,7	34.557	3.345R	9,7	1.767	5,1	2,4
National Power & light Co.	80.376	5.901R	7,3	?		1,2	84.686	7.403R	8,8	6.006	7,1	1,6
Commonwealth & Southern Corp.	137.752	9.548R	6,9	?		0,9	145.915	16.266R	10,9	9.562	6,4	1,5
Detroit City Gas Co.‡	18.446	1.271D	6,8	1.199	6,5	2,0	20.038	929R&D	4,6	1.218	6,1	1,2
Public Service Co. Of Northern Ill.	35.405	2.400R	6,8	2.013	5,7	1,8	39.648	4.240D	10,8	2.247	5,7	2,6
Peoples Gas Light & Coke Co.	39.881	2.584R	6,5	?		1,6	41.390	3.093D	7,5	1.653	4,0	2,0
American power & Light Co.	87.088	5.556R	6,4	?		0,9	96.884	9.633R†	10,0	4.738	4,9	1,3
Consolidated Edison Co. (N.Y.)	238.758	15.033R	6,3	17.047	7,1	1,3	240.896	18.829R	7,8	16.328	6,8	1,5
Illinois Power & Light Corp. §	37.123	2.299R	6,0	3.628	9,7	1,1	24.938	2.815R	11,3	1.514	6,1	2,2
Niagara Hudson Power Corp.	78.834	4.753R	6,0	?		0,7	82.371	10.977D	13,3	4.956	6,0	2,0
Associated Gas & Electric Co.	84.219	4.849R	5,8	?		0,7	129.323	11.982R	9,2	8.139	6,3	1,3
Penna. Power & Light Co.	31.006	1.500R	4,8	2.464	7,9	0,5	39.237	2.934R	7,5	2.847	7,3	1,3
American & Foreign Power Co.	78.656	3.437R	4,4	?		0,5	59.809	5.370R	9,0	?		0,5
Brooklyn Union Gas Co.	25.698	669R	2,6	2.034	7,9	0,6	22.489	1.200D	5,3	1.656	7,3	1,1

* Si vedano i dati del 1939 nella pagina precedente. † questo dato include l'esaurimento dei giacimenti. ‡ Ora Michigan Consolidated Gas Company. § Ora Illinois Iowa Power Company.

	Pennsylvania Power & light	Southern California Edison Co. (aggiunta per confronto)
Voce	Risultati per l'anno conclusosi il 30 giugno 1939	
Utile lordo	39.232.000\$	44.421.000\$
Ammortamento	2.815.000	6.872.000
Percentuale dell'utile lordo	7,20%	15,50%
Saldo degli oneri	13.985.000	19.349.000
Oneri e dividendi delle azioni privilegiate	10.171.000	11.891.000
Rapporto con gli utili	1,38 volte	1,63 volte
Saldo delle azioni ordinarie	3.814.000	7.458.000
Prezzo dell'azione privilegiata nel luglio 1939	29 per l'emissione da 5\$ di dividendo	96 per l'emissione da 1,50\$ di dividendo
Rendimento delle azioni privilegiate	5,26%	5,17%
Ammortamento calcolato sulla base della tassa		
sugli utili dichiarati (1938)	4.947.000	
Percentuale dell'utile lordo	12,60%	
Rapporto tra gli utili e gli oneri e dividendi delle azioni privilegiate, calcolato sulla base dell'imposta sul reddito	1,17 volte	

	Pennsylvania Power & light	Southern California Edison Co. (aggiunta per confronto)
Voce	Risultati per l'anno solare 1929	
Utile lordo	88.222.000\$	43.275.000\$
Ammortamento	5.317.000	5.525.000
Percentuale dell'utile lordo	6,0%	12,90%
Saldo degli oneri	44.349.000	14.257.000
Oneri e dividendi delle azioni privilegiate	32.762.000	7.623.000
Rapporto con gli utili	1,36 volte	1,87 volte
Saldo delle azioni ordinarie	11.587.000	6.634.000
Prezzo massimo dell'azione privilegiata da 6\$ nel 1930	107	106
Prezzo minimo nel 1938	19	99

Casi in cui la base imponibile dell'imposta sul reddito dovrebbe essere respinta o messa in discussione.

Il lettore può notare che abbiamo consigliato l'accettazione della base imponibile dell'imposta sul reddito "in generale". Il suggerimento è qualificato perché a volte potrebbero esserci motivi per accettare i dati del bilancio annuale o persino per cercare una terza base di ammortamento.

Il caso Pacific Lighting, utilizzato per il confronto nell'ultimo esempio, illustra la nostra prima eccezione. Le cifre per il 1929 sono state prese dal bilancio annuale e si basano sul metodo di ammortamento del "fondo di ammortamento", generalmente seguito da un accordo tra la Commissione della California e le società di utility pubbliche della California. Sembra che le deduzioni per ammortamento effettuate dalla società siano in media inferiori alla deduzione lineare dichiarata nelle dichiarazioni dei redditi. Tuttavia, in questo caso le cifre riportate dalla società potrebbero essere accettate, in primo luogo, perché derivano dall'applicazione di un metodo contabile ammissibile e, in secondo luogo, perché gli importi sembrano essere generosi in relazione sia al conto delle attività immobilizzate sia agli utili lordi. Lo stesso ragionamento si applicherebbe a tutte le società di utility pubbliche della California.

C'è un altro grande gruppo di società che hanno effettuato addebiti di ammortamento che sembrano generosi di per sé, ma sono comunque sostanzialmente inferiori alle detrazioni fiscali.

Esempi: nel 1938, la Detroit Edison addebitò il 13,5% dell'utile lordo nel suo bilancio agli azionisti, rispetto al 18,2% dell'utile lordo della sua dichiarazione dei redditi per quell'anno. Le cifre corrispondenti per la North American Company per il 1937 erano rispettivamente il 12,8% e il 14,8%. In questi casi, l'investitore, e in particolare l'acquirente di azioni ordinarie, potrebbe sostenere che la base imponibile dell'imposta sul reddito sia eccessivamente severa. È difficile esprimere un giudizio su questo punto in assenza di una conoscenza dettagliata delle proprietà stesse e di una migliore familiarità con i dettagli ingegneristici dei servizi pubblici di quanta ne possediamo noi. Siamo propensi a proporre il suggerimento di compromesso secondo cui, quando la cifra fiscale supera, diciamo, il 12½% del lordo, quest'ultimo tasso venga utilizzato provvisoriamente ai fini dell'analisi.¹¹ Si può sottolineare

11. Il tasso del 12½% è circa a metà strada tra la cifra media presa dalle aziende nelle loro dichiarazioni dei redditi e nei loro bilanci agli azionisti ed è abbastanza vicino al

are che diversi anni fa sembrava che il 10-12% dell'utile lordo costituisse una deduzione relativamente liberale.

Effetto pratico della variazione delle politiche di ammortamento. Il lettore potrebbe considerare altamente tecnica e poco interessante questa discussione sulle politiche di ammortamento delle utility pubbliche, ma resta il fatto che ha un impatto della massima importanza pratica sulla selezione delle azioni delle utility pubbliche e sul loro andamento di mercato. Le società che applicavano un ammortamento inadeguato prima del 1934 erano generalmente sopravvalutate dal mercato azionario, perché gli investitori prestavano un'attenzione altrettanto inadeguata a questo punto. Un analista attento avrebbe trovato molte occasioni per suggerire di spostarsi da società meno conservative a società più conservative. Poiché negli anni successivi c'è stata una tendenza da parte del primo gruppo ad aumentare sostanzialmente i propri oneri, i suoi utili dichiarati, di conseguenza, sono stati mantenuti bassi, così come i suoi prezzi di mercato. Il seguente esempio illustrerà questo sviluppo.

tasso di ammortamento medio, come risulta dal fondo di ammortamento come attualmente riportato. Uno studio pubblicato da Goodbody and Company, membri della Borsa di New York, nel maggio 1938, che copriva circa due terzi dell'industria elettrica e dell'illuminazione, indicava che l'industria nel suo complesso aveva dedotto il 10,46% dell'utile lordo per ammortamento o ritiro di impianti nei suoi bilanci agli azionisti per l'anno 1937 e aveva dichiarato il 14,78% dell'utile lordo per ammortamento nelle sue dichiarazioni dei redditi. Un calcolo dettagliato pubblicato dalla S.E.C. nel luglio 1939, che copriva 177 società di servizi di gas ed elettricità operative in sistemi di società holding, ha mostrato che per il 1938 le quote di ammortamento o ritiro di attività prese nei loro conti economici erano in media del 10,30% degli utili operativi lordi. Uno studio della Federal Power Commission sui risultati del 1937 per 385 società di utility, che rappresentavano il 90% del settore dei servizi elettrici misurato in base alle attività, ha mostrato una spesa di ammortamento media del 10% degli utili operativi dei servizi elettrici e del 9,2% degli utili operativi totali dei servizi. Si veda *Statistics of Electric Utilities for the Year Ended December 31, 1937*, volume I e II, 1939.

Esempio:

American Water Works and Electric vs. Pacific Gas And Electric*				
Voce	Media di 5 anni 1927-1932		Anno conclusosi il 30 Giugno 1939	
	Amer. Water Works & El.	Pacific Gas & El. Works	Amer. Water & El. Gas	Pacific & El.
Utili Lordi	50.260\$	72.175\$	51.791\$	104.529\$
Ammortamento	3.665	8.330	5.278	14.679
Percentuale dell'utile lordo	7,30%	11,6%	10,2%	14,0%
Somma disponibile per le spese fisse	20.998	30.717	17.898	37.416
Interessi e dividendi delle azioni privilegiate	16.290	18.785	16.768	20.198
Saldo delle azioni ordinarie	4.708	11.932	1.130	17.218
Utile per azione	2,69	2,67	0,48	2,75
Utile per azione adjusted †	1	3	def.	2,75
	Anno 1933		Luglio 1939	
Prezzo medio	27	23½	10¼	31¾

*Le cifre in dollari sono espresse in migliaia, eccetto quelle per azione.

†Addebitando l'ammortamento come percentuale dell'utile lordo, come effettuato da Pacific Gas and Electric.

Il prezzo dell'azione ordinaria American Water Works nel 1933 era apparentemente basato sugli utili dichiarati per gli anni precedenti, senza tenere conto del fatto che l'addebito per il ritiro degli impianti era decisamente inadeguato. Una buona parte del calo dell'importo di utile netto disponibile per le azioni ordinarie sette anni dopo fu dovuto alla necessità di aumentare l'addebito per il ritiro in linea con la tendenza generale.

La situazione di Pacific Gas and Electric dimostra che l'acquirente di azioni di utility pubbliche avrebbe potuto ottenere molto di più per il suo denaro nel 1933 se fosse stato disposto a esaminare attentamente le politiche di ammortamento.