

Capitolo 12

Fattori speciali nell'analisi delle obbligazioni ferroviarie e delle utility pubbliche

Analisi delle obbligazioni ferroviarie

La selezione delle obbligazioni ferroviarie può essere un processo di estrema complessità. I resoconti dei vettori alla Interstate Commerce Commission contengono voluminosi dati sulle condizioni finanziarie e fisiche delle ferrovie, che forniscono materiale per analisi elaborate. Uno studio davvero approfondito di un bilancio ferroviario dedicherebbe, tra gli altri, estrema attenzione ai seguenti elementi:

1. Finanziari:

- a. Composizione e andamento dei ricavi operativi.
- b. Rapporto tra spese di manutenzione e fatturato lordo.
- c. Importo relativo e andamento delle spese di trasporto.
- d. Caratteristiche degli "altri redditi".
- e. Copertura e crescita relativa di interessi e altre deduzioni.

2. Fisici:

- a. Posizione.
- b. Quantità di binari doppi e tripli.
- c. Peso delle rotaie.

- d. Carattere della massicciata.
- e. Quantità e capacità delle attrezzature possedute.

3. Operativi:

- a. Carattere e densità del traffico.
- b. Trasporto medio e tariffa media incamerata.
- c. Carico del treno.
- d. Costi del carburante.
- e. Costi operativi per miglia di treno e auto.
- f. Costi di manutenzione per unità di equipaggiamento.

Oltre alle voci di cui sopra, che interessano la ferrovia nel suo complesso, può essere condotto uno studio speciale sul chilometraggio coperto dal privilegio ipotecario in esame.¹

Tecnica elaborata di analisi, non necessaria, per la selezione di obbligazioni di alta qualità. Analisi complete di questo tipo vengono concretamente effettuate dai dipartimenti di investimento di grandi istituzioni finanziarie che acquistano obbligazioni ferroviarie. Tuttavia, non solo sono chiaramente al di là delle competenze del singolo investitore ma, a nostro avviso, sono difficilmente coerenti con la vera natura dell'investimento obbligazionario di alta qualità. La selezione di un titolo a valore fisso per un rendimento limitato dovrebbe essere, almeno relativamente, un'operazione semplice. L'investitore, mediante test quantitativi, deve accertarsi che il profitto dell'emittente sia stato ampiamente superiore agli oneri per interessi e che il valore attuale dell'attività sia ben superiore ai suoi debiti. Inoltre, deve essere convinto, a suo giudizio, che il carattere dell'impresa sia tale da promettere un successo continuo in futuro o, più precisamente, da rendere il fallimento un evento altamente improbabile.

1. Una rappresentazione grafica elaborata dei privilegi ipotecari ferroviari, la specifica tratta coperta ecc., insieme a dati e descrizioni di supporto, sono forniti dal White and Kemble's *Atlas and Digest of Railroad Mortgages*, che copre tutte le ferrovie di maggiore importanza negli Stati Uniti. Uno studio più esaustivo del carattere e del volume del traffico originato e trasportato su particolari sezioni della strada ferrata che garantiscono singole emissioni ipotecarie è notevolmente facilitato dall'esame delle "Freight Traffic Density Charts" e dei dati raccolti da H. H. Copeland and Son di New York City, che sono distribuiti privatamente da loro tra un vasto gruppo di istituti di investimento.

Questi test e questa espressione di giudizio non dovrebbero richiedere una tecnica di analisi altamente elaborata. Se l'investitore in obbligazioni ferroviarie deve soppesare fattori quali un andamento favorevole del carico di treni rispetto a una scarsa diversificazione del traffico gestito, è chiamato a esercitare una capacità di penetrazione e un'abilità sproporzionate rispetto alla remunerazione offerta, vale a dire un rendimento a reddito fisso dal $2\frac{3}{4}\%$ al $4\frac{1}{2}\%$. Sarebbe certamente più consigliabile acquistare titoli di Stato degli Stati Uniti, che danno un rendimento inferiore ma sono sicuri senza ombra di dubbio o, altrimenti, lasciare che una delle grandi casse di risparmio investa i suoi soldi per lui con l'aiuto del suo vasto personale statistico.

Procedura raccomandata. Le complessità associate all'analisi delle obbligazioni ferroviarie sono emerse naturalmente – ma, a nostro avviso, in modo piuttosto illogico – dalla ricchezza di dati disponibili per lo studio. Il fatto che sia possibile ottenere una massa di dati non significa che sia necessario, o persino vantaggioso, sezionarla. Raccomandiamo che l'acquirente di obbligazioni ferroviarie di alta qualità limiti il suo studio quantitativo alla copertura delle spese fisse (con la dovuta attenzione all'andamento degli utili e all'adeguatezza delle spese di manutenzione) e all'ammontare del capitale azionario. Se desidera essere particolarmente attento, probabilmente sarà meglio che *aumenti* i suoi requisiti minimi su questi due punti, piuttosto che estendere i suoi test statistici a numerose altre caratteristiche dei bilanci annuali.

Potrebbe chiarire meglio il nostro punto di vista se aggiungessimo che tali analisi elaborate possono a volte avere un valore reale per l'acquirente di obbligazioni o azioni ferroviarie *speculative*, come aiuti al suo giudizio su cosa porterà il futuro. Ma l'intera *ragion d'essere* dell'investimento a *valore fisso* si oppone a qualsiasi affidamento *primario* su supposizioni sul futuro, poiché il campo per esercitare tale giudizio deve logicamente essere tra quelle questioni che offrono possibilità di guadagno come ricompensa per aver ragione, rispetto ai danni associati all'aver torto.

Aspetti tecnici dell'analisi dei profitti nel campo ferroviario. L'applicazione del test di copertura degli interessi alle obbligazioni ferroviarie comporta alcune questioni tecniche che richiedono attenzione. Le ferrovie hanno vari tipi di oneri fissi, che sono obblighi equivalenti agli interessi obbligazionari e che chiaramente dovrebbero essere inclusi con tali interessi nel calcolo del margine di sicurezza. Ci sono anche

alcuni addebiti che partecipano in una certa misura alla natura degli oneri fissi e in una certa misura anche alle spese operative. Inoltre, ci sono crediti designati come “altri redditi”, come gli interessi obbligazionari incamerati, che possono essere correttamente considerati come compensazione degli interessi pagati –almeno ai fini del confronto con altre ferrovie. Nella prossima tabella collochiamo le voci più importanti di questo carattere che si incontrano nei bilanci ferroviari.

1. Interessi obbligazionari e oneri equivalenti.
 - a. Interessi su debiti finanziati e non finanziati.
 - b. Affitto per linee in leasing.
 - c. Affitti di strutture congiunte (debito netto).
2. Detrazioni a metà strada tra oneri fissi e spese operative.
 - a. Noleggio di attrezzature (debito netto).²
 - b. Affitti vari e addebiti vari.
3. Crediti che possono essere parzialmente compensati da interessi obbligazionari (in ordine di solvibilità).
 - a. Interessi obbligazionari ricevuti; affitto per linee in leasing; affitti di strutture congiunte (credito netto).
 - b. Noleggio di attrezzature (credito netto); dividendi ricevuti.
 - c. Reddito non operativo vario.

Metodi di calcolo della copertura degli oneri fissi. Molti argomenti potrebbero essere invocati riguardo al modo più scientifico di gestire tutte queste voci per arrivare alla migliore formulazione degli oneri fissi. La questione può essere semplificata, tuttavia, tenendo presente che l'acquirente di obbligazioni non è interessato all'esattezza, ma piuttosto a una ragionevole accuratezza. Dopo tutto, i dati con cui ha a che fare rappresentano la storia passata, il cui unico valore è di fungere da suggerimento o indizio per il futuro. A tale scopo, la raffinatezza del calcolo è di scarsa utilità. Suggeriamo che per le obbligazioni ferroviarie le necessità del caso in merito alla copertura degli interessi possano

2. Dal 1° gennaio 1936, la definizione I.C.C. di “oneri fissi” ai fini della contabilità reddituale del settore ferroviario ha incluso l'affitto pagato per l'uso di attrezzature. Ma questa definizione non è ancora seguita nel calcolo della copertura degli oneri fissi dai manuali e dai servizi finanziari.

essere soddisfatte impostando un doppio test e richiedendo che il margine minimo sia mostrato da ciascuno di essi.

Il metodo proposto è il seguente:

Test A. Numero di volte in cui gli oneri fissi vengono coperti dagli utili:

Oneri fissi = reddito lordo - reddito netto.

Numero di volte in cui gli oneri fissi vengono coperti dagli utili =
$$\frac{\text{reddito lordo}}{\text{reddito lordo} - \text{reddito netto}}$$

NOTA: "Reddito lordo" è il "netto dopo gli affitti" più "altro reddito". "Reddito netto" è il saldo disponibile per i dividendi.³

Test B. Numero di volte in cui le deduzioni nette vengono coperte dagli utili:

Detrazioni nette = reddito operativo ferroviario - reddito netto.

Numero di volte in cui le deduzioni nette vengono coperte dagli utili =
$$\frac{\text{reddito operativo ferroviario}}{\text{reddito operativo ferroviario} - \text{reddito netto}}$$

NOTA: "reddito operativo ferroviario" è lo stesso di un "netto dopo le imposte", ovvero i ricavi lordi meno le spese operative e le imposte.

**Calcolo del margine di sicurezza delle obbligazioni ferroviarie
(Dati in migliaia di dollari; anno 1931)**

Voce	Chesapeake & Ohio	Chicago Great Western	Northern Pacific
1. Fatturato lordo	119.552\$	20.108\$	62.312\$
2. Netto dopo le imposte (reddito operativo ferroviario)	35.417	4.988	3.403
3. Affitto di attrezzature e strutture comuni	dr. 88	dr. 2.417	cr. 3.398
4. Netto dopo l'affitto (reddito netto operativo ferroviario)	35.329	2.571	6.801
5. Altri redditi	2.269	196	16.853
6. Reddito lordo	37.598\$	2.767\$	23.654\$
7. Interessi e altri oneri fissi	10.902	1.866	14.752
8. Saldo per dividendo (utile netto)	26.696\$	901\$	8.902\$

3. La cifra per le spese fisse calcolata da Standard Statistics Company esclude alcune voci minori, che vengono sottratte per prime dal reddito lordo, sotto la voce "deduzioni varie". Il nostro metodo è più semplice, ma il calcolo di Standard Statistics fornirà quasi lo stesso risultato: quindi, se i loro risultati sono disponibili, possono comunque essere utilizzati.

Chesapeake e Ohio, 1931

Il reddito lordo supera il reddito netto dopo le tasse. Pertanto, si utilizzi il test degli oneri fissi (Test A).

$$\text{Numero di volte in cui gli oneri fissi vengono coperti dagli utili} = \frac{(6)}{(6)-(8)} = \frac{37.598}{10.902} = 3,45 \text{ volte}$$

Chicago Great Western, 1931

Il netto dopo le tasse supera il reddito lordo. Quindi utilizzate il test delle deduzioni nette (Test B).

$$\text{Numero di volte in cui le deduzioni nette vengono coperte dagli utili} = \frac{(2)}{(2)-(8)} = \frac{4.988}{4.087} = 1,22 \text{ volte}$$

Northern Pacific, 1931

Il reddito lordo supera il reddito netto dopo le tasse. Pertanto, utilizzate il test degli oneri fissi (Test A).

$$\text{Numero di volte in cui gli oneri fissi vengono coperti dagli utili} = \frac{23.654}{14.752} = 1,60 \text{ volte}$$

NOTE SUI TEST PRECEDENTI

1. Chesapeake e Ohio rappresentano la tipica dimostrazione in cui i risultati di entrambi i test avrebbero portato alla stessa conclusione: in questo caso, alla presenza di un margine di sicurezza soddisfacente per le obbligazioni.
2. Nel caso di Chicago Great Western, il Test A, che viene normalmente applicato, non rifletterebbe adeguatamente l'onere delle spese di affitto insolitamente elevate. Il loro effetto è mostrato dal Test B e, in conformità con il nostro suggerimento, questo risultato meno favorevole dovrebbe essere quello preso in considerazione dall'investitore.
3. Northern Pacific presenta la situazione opposta. Il suo altro reddito è stato eccezionalmente elevato rispetto agli interessi sulle obbligazioni, così che nella maggior parte degli anni le deduzioni nette risultano come un credito. In questo caso, l'investitore dovrebbe seguire i risultati del Test A e considerare il Test B come un'indicazione secondaria di forza.

È necessario applicare solo uno di questi due test, vale a dire quello più rigoroso, che può essere facilmente identificato tramite ispezione. La regola è la seguente: se il reddito lordo supera il netto dopo le tasse, applicate il test delle spese fisse (Test A). Se il reddito netto dopo le imposte supera il reddito lordo, applicate il test delle deduzioni nette (test B). L'applicazione di questi test alternativi è chiara negli esempi mostrati nella pagina precedente.

I bilanci della Pennsylvania Railroad offrono un caso eccezionale, in quanto la maggior parte del suo significativo altro reddito è una compensazione diretta con le spese fisse. Queste voci di reddito diverso sono costituite da interessi e dividendi garantiti ricevuti su titoli del sistema stesso, che sono di proprietà della società madre, così che le

stesse voci appaiono in seguito come interessi e affitti pagati. Nel 1938 questi importi di compensazione ammontavano a circa 30.298.074 dollari. Dovrebbero essere correttamente eliminati del tutto dalla dichiarazione. L'effetto della loro inclusione è stato di ridurre la copertura indicata nel test delle spese fisse, come mostrerà quanto segue:

1938	Test delle spese fisse		Test delle deduzioni nette
	Come riportato	Come corretto	
Reddito lordo	93.559.000\$	63.261.000\$	Netto dopo le tasse 66.112.000\$
Oneri fissi	82.513.000	52.215.000	Deduzioni nette 55.066.000
Rapporto tra il reddito e gli oneri fissi	1,13	1,21	1,2
Rapporto tra il reddito e gli oneri fissi, 10 anni	1,42	1,67*	1,68

*Importo della correzione stimata per gli anni precedenti al 1932

In questo caso il test delle deduzioni nette ha fornito un criterio più equo rispetto al test degli oneri fissi non corretto. Laddove si debba effettuare un'analisi particolarmente attenta, le cifre riportate devono essere modificate come sopra indicato, sulla base dei fatti disponibili.

Incidenza delle spese di manutenzione sulla copertura delle spese fisse. Ci sono due voci importanti nella contabilità ferroviaria che sono soggette in una certa misura a determinazione arbitraria da parte del management e che possono quindi essere trattate in ciascun anno in modo tale da produrre risultati ingannevolmente favorevoli o sfavorevoli. La prima di queste è il conto di manutenzione. Se si spendono importi eccessivamente piccoli per la manutenzione di tracciati ferroviari e attrezzature, gli utili netti aumentano a spese della proprietà e il saldo riportato come disponibile per spese fisse non rappresenta equamente il potere reddituale durante il periodo in esame. Gli acquirenti di obbligazioni farebbero bene a esaminare il rapporto di manutenzione (vale a dire, la percentuale di entrate lorde spesa per la manutenzione del percorso e del materiale rotabile) per assicurarsi che non sia sospettosamente al di sotto dello standard. Sfortunatamente è difficile determinare con un certo grado di sicurezza quale dovrebbe essere considerato un tasso di manutenzione standard per diversi gruppi di

vettori. Prima del 1931, una cifra di circa il 33% delle entrate operative lorde era così generalmente e costantemente dichiarata che senza dubbio poteva essere considerata una norma, qualsiasi ampia deviazione dalla quale avrebbe meritato uno studio speciale.⁴ Dal 1930, tuttavia, c'è stato un moderato calo di questa percentuale contemporaneamente a una notevole contrazione delle entrate operative lorde rispetto alle quali viene calcolata. Di conseguenza, le spese effettive in dollari per la manutenzione sono state ridotte quasi della metà (un po' sorprendentemente, le spese in dollari di manutenzione delle tratte – che, presumibilmente, non sono così soggette a riduzione a causa del traffico più ridotto – hanno subito un calo del 51% nel 1933-1937 rispetto al 1926-1930, mentre i costi di manutenzione delle attrezzature sono stati ridotti del 39%).

D'altro canto, bisogna considerare l'indubbio miglioramento nella tecnologia di manutenzione, come dimostrato dall'uso di metodi più efficienti e materiali più durevoli.⁵ Il costo di mantenimento delle proprietà ferroviarie in condizioni adeguate è ora sostanzialmente inferiore rispetto a prima del 1931. Ma quanto in meno non possiamo dirlo con certezza. Da qui la difficoltà di determinare se il rapporto medio di circa il 30½% sul lordo ridotto del 1933-1937 (dichiarato da tutte le ferrovie di Classe I) sia sufficiente a assicurare l'acquirente delle obbligazioni contro l'esistenza di una scarsa manutenzione. Il nostro giudizio propende a ritenere che questa cifra sia piuttosto bassa⁶ e che un rapporto leggermente più alto, diciamo il 32%, potrebbe essere considerato come la norma per l'investitore.

4. Le differenze geografiche, in passato produttive di variazioni piuttosto ampie nel rapporto di manutenzione consuetudinario, non erano di grande importanza negli anni 1926-1930. Si veda il materiale su questo punto e altri relativi alla manutenzione ferroviaria nella nota 23 dell'Appendice.

5. Molti esempi dettagliati su questo punto sono forniti in un discorso di L. A. Downs, presidente dell'Illinois Central Railroad, pronunciato il 3 dicembre 1936 e ristampato dall'Association of American Railroads.

6. Questa conclusione è supportata dalle risposte delle ferrovie stesse a una circolare della Interstate Commerce Commission, datata 12 dicembre 1938, in cui stimavano che alla fine del 1938 sulle loro linee esistesse un totale di 283.800.000 dollari di manutenzione differita. Le risposte generalmente facevano distinzione tra manutenzione sufficiente per un funzionamento sicuro ed economico, che sostenevano fosse stata eseguita, e manutenzione necessaria per portare la proprietà a uno standard ingegneristico soddisfacente (vedi riepilogo del ritorno nella Statistical Series Circular 26, pubblicata come Statement 3911 dal Bureau of Statistics della Interstate Commerce Commission, marzo 1939).

Se questo suggerimento fosse accettato, significherebbe che quando si considerano le obbligazioni di una ferrovia che spende meno del 32% del suo fatturato lordo in manutenzione, l'investitore: (1) effettuerà ulteriori studi che lo convinceranno che la tariffa inferiore è adeguata o (2) adeguerà i guadagni dichiarati a un ipotetico rapporto del 32%, riducendo così la copertura dei guadagni di conseguenza. Se la copertura sarà soddisfacente dopo questa correzione, si può supporre che la possibile sotto manutenzione non sia di per sé un fattore abbastanza serio da compromettere la sicurezza del bond.

Ricezione di dividendi non ricorrenti. Una seconda voce che a volte ripaga l'esame è quella dei dividendi ricevuti. Quando una ferrovia controlla società sussidiarie, è possibile prelevare a intervalli irregolari profitti precedentemente accumulati sotto forma di dividendi speciali pagati alla società madre. L'effetto di tali transazioni è di sopravvalutare l'effettivo potere reddituale della società madre per l'anno in cui è stato ricevuto il dividendo speciale dalla sussidiaria.⁷

Manutenzione eccessiva e utili non distribuiti delle sussidiarie. I bilanci ferroviari a volte riveleranno anche la situazione opposta, vale a dire spese di manutenzione eccessive o l'esistenza di grandi utili correnti delle sussidiarie non versati alla società madre. L'effetto di tale contabilità è di sottostimare il vero potere reddituale del vettore esaminato. Questioni di questo tipo sono di notevole interesse nell'analisi dei valori azionari, ma la preoccupazione dell'acquirente di obbligazioni per tali fattori è di carattere secondario. In generale, non dovrebbe permettere a questi fattori di ribaltare un verdetto altrimenti sfavorevole sulla sicurezza dell'obbligazione, ma dovrebbe riconoscere che la loro presenza conferisce ulteriore attrattiva alle emissioni obbligazionarie che mostrano una sicurezza adeguata se non se ne tiene conto.⁸

Analisi delle obbligazioni ferroviarie a basso prezzo. Uno studio delle obbligazioni ferroviarie che mostrano prezzi speculativi includerà opportunamente la considerazione di molti fattori oltre a quelli appena

7. Questa e le fasi correlate della contabilità che hanno a che fare con un reddito di carattere non ricorrente sono considerate in dettaglio nei Capitoli da 31 a 33 (vedere in particolare il Capitolo 31, "Voci non ricorrenti: profitti o perdite dalla vendita di attività fisse", dove vengono forniti diversi esempi).

8. Vedere la nota 24 dell'Appendice.

discussi. In base ai nostri ampi principi di disposizione, la considerazione di questo argomento dovrebbe essere rinviata al nostro capitolo successivo sui titoli senior speculativi. Sembra preferibile affrontarlo qui, tuttavia, per non frammentare la nostra trattazione dell'analisi delle obbligazioni ferroviarie. Molti acquirenti di obbligazioni potrebbero anche essere spinti a portare l'analisi delle emissioni da investimento oltre quanto suggeriamo sia necessario, e a essere guidati, nella loro selezione tra tutte le emissioni ammissibili, da considerazioni più dettagliate di statistiche operative, di traffico e finanziarie.

Uno studio più esaustivo di un'emissione di obbligazioni ferroviarie si colloca sotto due capoversi: (1) la presentazione e le prospettive della ferrovia nel suo complesso e (2) la posizione della singola emissione obbligazionaria.

Nella prima divisione, oltre ai punti di base già delineati, rientrano questioni come la natura del traffico e l'efficienza operativa.

Caratteristiche del traffico. Su questa dimensione, un cambiamento significativo di punto di vista è stato imposto all'investitore nell'ultimo periodo. In precedenza, l'enfasi principale era posta sulla diversificazione del traffico e su una percentuale discrezionale di classi di carico che pagano meglio – per esempio, spedizioni varie e carichi inferiori al carico completo di un carro ferroviario. Sviluppi più recenti hanno dimostrato che questo vecchio punto di vista non era valido. Le classi di traffico a tariffa più elevata si sono rivelate particolarmente vulnerabili alla concorrenza degli autocarri e alcuni dei tracciati ferroviari con la qualità di traffico “più pregiata” dal 1929 sono rimasti indietro rispetto alla media. All'altro estremo, scopriamo che i pochi vettori costantemente profittevoli sono stati principalmente le linee orientali del carbone bituminoso, Chesapeake and Ohio, Norfolk and Western, Virginian e (in misura minore) Western Maryland – che si sono concentrate su un singolo tipo di movimento merci a bassa tariffa, che sono state in grado di gestire con straordinaria economia⁹.

Al contrario, i trasportatori di antracite hanno avuto un periodo molto deludente e difficile, a causa di un forte calo nell'uso del carbone fossile a causa della concorrenza del combustibile. Il completo cambia-

9. Il rapporto operativo dei trasporti a basso costo di Chesapeake and Ohio nel 1937 era solo del 56,95% rispetto al 74,87% di tutte le ferrovie di Classe I. Questa caratteristica colloca i trasportatori orientali di carbone bituminoso in un gruppo a parte – quasi in un differente settore. Per inciso, sono stati notevolmente favoriti dalla crescita della produzione dei loro spedizionieri – in gran parte nei giacimenti Pocahontas – a scapito delle miniere più costose altrove.

mento nella posizione relativa dei trasportatori di carbone antracite e di carbone bituminoso tra il 1923 e il 1938 è mostrato graficamente nella prossima tabella e costituisce un avvertimento all'acquirente dei titoli di non accettare il presente o il passato come garanzia del futuro (questo avvertimento potrebbe essere applicabile alle stesse ferrovie del carbone bituminoso, la cui prosperità potrebbe plausibilmente svanire come quella dei trasportatori di antracite. Il contrasto tra la continua depressione nell'industria bituminosa e la smagliante prosperità dei trasportatori di carbone bituminoso potrebbe avere un significato per il futuro).

Statistiche finanziarie dei trasportatori di carbone bituminoso e antracite nel 1923-1927 e nel 1934-1938 (dati in migliaia)

	1923-1927	1934-1938
Trasportatori di carboni bituminosi di Pocahontas: ¹		
Ricavi operativi totali	1.334.162\$	1.097.739\$
Reddito operativo ferroviario netto	330.036	381.364
Utile netto (saldo per i dividendi)	250.465	315.053
Trasportatori di antracite: ²		
Ricavi operativi totali	2.393.777	1.374.607
Reddito operativo ferroviario netto	401.784	195.975
Utile netto (saldo per i dividendi)	289.608	18.615 (d)

1 Totali per The Virginian; Chesapeake and Ohio; Norfolk and Western.

2 Totali per Central Railroad of New Jersey; Delaware and Hudson; Delaware, Lackawanna and Western; Erie; Lehigh Valley; Reading.

A causa della perdita di traffico leggero a favore degli autocarri e di traffico passeggeri a favore di automobili e autobus, le ferrovie nel loro complesso sono diventate più dipendenti di prima dal traffico pesante, per esempio carbone, ferro e acciaio, altri minerali, pietra, sabbia ecc. La loro prosperità è più legata rispetto a prima all'attività nelle industrie di beni strumentali. Quindi, nel complesso, sono ora ostacolate sia da una netta diminuzione del loro traffico medio sia da un ulteriore grado di variabilità annuale nel traffico restante.

Forse non è difficile costruirsi una visione chiara della situazione del traffico così come si è sviluppata sulle ferrovie in generale e sulle singole linee. Ma l'applicazione di questa conoscenza al futuro e la selezione di specifiche emissioni obbligazionarie o azionarie basate su di

essa sono tutt'altro che un procedimento semplice¹⁰. Si può supporre che gli sviluppi del traffico fino a oggi siano pienamente riflessi sia nei risultati operativi sia nei prezzi dei titoli. L'investitore può andare oltre e formulare un giudizio affidabile su quali classi di business siano destinate a subire perdite ancora maggiori rispetto ai concorrenti, quali siano relativamente immuni e quali possano persino essere migliorate o recuperate? È senza dubbio parte della funzione dello speculatore giungere a conclusioni su questioni come queste. Ma dobbiamo esprimere dubbi sul fatto che i dati e le loro implicazioni siano sufficientemente definiti da costituire una base per ciò che può essere propriamente definito un *giudizio sull'investimento*. Quindi dobbiamo ribadire la nostra opinione secondo cui l'acquisto di obbligazioni ferroviarie per investimento deve essere motivato principalmente da un adeguato margine di sicurezza effettivamente dimostrato e che le aspettative in merito agli sviluppi futuri del traffico dovrebbero svolgere solo un ruolo cautelativo.

Efficienza operativa. Le misure di efficienza operativa generalmente considerate sono le seguenti: rapporto operativo, rapporto di trasporto, carico medio di treni e vagoni, miglia medie al giorno per singolo vagone, rapporto tra chilometraggio a vuoto e chilometraggio totale, consumo di carburante per miglio di locomotiva.

Il rapporto operativo è il rapporto tra tutte le spese operative – escluse le tasse – e i ricavi lordi. Il rapporto di trasporto si applica solo a quei costi classificati come “spese di trasporto”. A nostro avviso, un criterio più utile tra queste due voci sarebbe rappresentato dal rapporto al lordo di tutte le spese operative, eccetto la manutenzione ma incluse le tasse. Questo potrebbe essere chiamato “rapporto con le altre spese operative”. Le spese di manutenzione sono separate perché sono generalmente considerate un'indicazione della liberalità piuttosto che dell'efficienza della gestione. Naturalmente, bisogna tenere conto dei minori requisiti di manutenzione di alcuni vettori in relazione ai loro ricavi – per esempio, i trasportatori di carbone bituminoso. Si possono anche tentare alcuni studi per determinare se una determinata ferrovia stia svolgendo un'unità fisica di manutenzione a basso costo o a caro

10. Si veda, per esempio, *Why Railroads Show Diverse Trends*, di E. S. Adams in *Barron's* del 21 novembre 1938. Suggestisce che “le tendenze del traffico a lungo termine dovrebbero avere il peso maggiore nella valutazione del merito da investimento delle singole emissioni”. Ma l'articolo stesso non fa molto di più che sottolineare perché in passato si sono verificati determinati cambiamenti nei valori relativi.

prezzo, ma questo è un argomento difficile su cui giungere a conclusioni affidabili.

Gli altri elementi sono autoesplicativi. Un carico medio elevato di treni e vagoni, un elevato chilometraggio giornaliero per vagone, un basso chilometraggio dei vagoni vuoti, un basso consumo di carburante, sono tutti *desiderata* ovvi. Tuttavia, l'utilità di questi dati è ridotta dal fatto che sono tutti abbastanza ben riflessi nel rapporto di trasporto, quindi bisogna stare attenti a non enfaticizzare lo stesso punto due volte. Potrebbe anche rappresentare una questione aperta il fatto che una ferrovia che fa una brutta figura sotto questi aspetti non possa rappresentare un'opportunità più o meno attraente, a condizione che questi svantaggi siano pienamente riflessi nel prezzo dei suoi titoli – poiché potrebbe essere più facile produrre miglioramenti in futuro proprio perché le sue prestazioni sono scadenti.

Queste osservazioni si applicano anche a due fattori intermedi: la densità del traffico (tonnellate-miglia trasportate per miglio di tracciato ferroviario) e la lunghezza media del trasporto per tonnellata. Queste cifre si riferiscono alla natura del traffico, ma la loro influenza si manifesta in gran parte nel rapporto operativo.

La sicurezza specifica. Finché una ferrovia sembra destinata a rimanere solvibile con ampi margini di riserva, tutti i suoi obblighi possono essere visti quasi come un'unità e la differenza di valore tra un titolo finanziario a garanzia a valore fisso e uno sprovvisto è relativamente inferiore. Alla prima minaccia di problemi questa differenza inizia ad assumere grande importanza. L'attenzione è quindi rivolta (1) alla natura del chilometraggio che garantisce l'obbligazione e (2) all'ordine del suo privilegio su di essa. La necessità di uno studio attento, in tali casi, della posizione specifica dei cosiddetti "titoli sottostanti" e dei "privilegi frazionali" è stata sottolineata alla fine del Capitolo 6. In studi di questo tipo, le "Freight Traffic Density Charts"¹¹ si riveleranno di grande valore, anche se va sottolineato che non sono facilmente accessibili per gli analisti comuni. Le ferrovie insolventi sono spesso tenute a separare i profitti e le spese applicabili ai vari privilegi ipotecari, per determinare il contributo di ogni emissione alla capacità di profitto del sistema. Tali dati sono solitamente utilizzati come base per il trattamento da riservare a queste emissioni nel piano di riorganizzazione.¹²

11. Vedere la nota a piè di pagina 1 in questo capitolo.

12. Per suddivisioni di questo tipo, si vedano i dati relativi ai vari privilegi ipotecari di Chicago and North Western per l'anno 1937. Il primo piano di riorganizzazione di quel-

Nella nota 66 dell'Appendice, presentiamo un'analisi di alcuni titoli di Chicago, Milwaukee, St. Paul e Pacific Railway al 31 dicembre 1939, per illustrare la tecnica di analisi dei titoli applicata alle obbligazioni ferroviarie di tipo speculativo. L'attenzione del lettore è rivolta anche alle tre analisi di ferrovie molto più vecchie riprodotte nella stessa nota. Si può aggiungere che queste analisi e l'intera discussione precedente sono ugualmente applicabili alle azioni e alle obbligazioni speculative delle ferrovie.

Analisi delle obbligazioni di utility pubbliche

La popolarità dei titoli delle utility pubbliche tra il 1926 e il 1929 comportò un enorme aumento dell'importo di tali finanziamenti, ma questa maggiore quantità fu accompagnata da una decisa regressione negli standard di qualità e nei metodi di presentazione impiegati dalle case emittenti. I banchieri d'investimento, tra cui alcuni dei più stimati, seguirono pratiche del tutto indifendibili nei loro prospetti d'offerta, al fine di far apparire le emissioni più sicure di quanto non fossero in realtà. Di questi espedienti discutibili, i più importanti erano: (1) l'applicazione del termine "utility pubblica" alle operazioni industriali, (2) l'uso del metodo delle deduzioni a priori per dimostrare la copertura degli utili e (3) l'ignorare l'ammortamento nel calcolo degli utili netti disponibili per gli interessi obbligazionari.

1. Abuso del termine "utility pubblica". Ciò che costituisce un'impresa di utility pubblica può essere oggetto di controversia. Nella sua definizione rigorosa, si tratterebbe di qualsiasi impresa che fornisca un servizio essenziale al pubblico, soggetto ai termini di una franchigia e alla regolamentazione continua da parte dello Stato (mentre le ferrovie a vapore sono di fatto un'impresa di pubblica utilità, è conveniente e consuetudinario inserirle in una categoria separata). Dal punto di vista dell'investimento, l'idea più importante associata a un'impresa di utility pubblica è quella della stabilità, basata innanzitutto sulla fornitura

la ferrovia (datato 1936) basava il trattamento delle diverse emissioni sui loro prezzi relativi in un periodo precedente, ma questi furono sostituiti dalla determinazione più accurata del valore relativo. Dati simili furono utilizzati come base per il trattamento delle obbligazioni di Chicago, Rock Island and Pacific, come spiegato nel suo piano di ristrutturazione, datato 15 luglio 1936. Si noti, tuttavia, il trattamento speciale che si è cercato di accordare all'obbligazione St. Paul and Kansas City Short Line 4½%, per ragioni diverse dai risultati operativi.

di un servizio indispensabile (e generalmente esclusivo) a un gran numero di clienti e, in secondo luogo, sul diritto legale di addebitare una tariffa di utilizzo sufficiente a produrre un equo ritorno sul capitale investito.

Bisogna tenere presente che questa stabilità è relativa piuttosto che assoluta, poiché non è immune da cambiamenti di base o vicissitudini inaspettate. Vent'anni fa il tipo principale di utilità era la ferrovia tranviaria, ma questo settore è ora soggetto a una concorrenza così severa da altre forme di trasporto locale che nella maggior parte delle comunità non è praticabile stabilire una tariffa sufficientemente alta da restituire guadagni ragionevoli sull'investimento effettivo. Inoltre, durante il periodo di inflazione bellica del 1918-1920, le compagnie di luce ed energia elettrica soffrirono molto per l'aumento dei costi di manodopera e materiali, insieme a difficoltà e ritardi nell'ottenere il permesso di adeguare le tariffe proporzionalmente. Queste difficoltà ebbero per un certo periodo un effetto negativo sulla popolarità di tutti gli investimenti in servizi di pubblica utilità, ma la successiva brillante espansione sia dei guadagni lordi sia di quelli netti delle aziende di gas, elettricità, acqua e telefono riportò rapidamente i loro titoli in auge. È a tre di questi servizi, vale a dire gas, elettricità e telefono, che gli investimenti in servizi di pubblica utilità delle casse di risparmio sono limitati dallo statuto di New York. Abbiamo osservato in precedenza (Capitolo 8) che questa categoria può essere opportunamente ampliata per includere le aziende che forniscono acqua a comunità di dimensioni considerevoli.

Pseudo-utility pubbliche. Ma nel periodo di massimo splendore delle emissioni obbligazionarie di utility pubbliche, questa etichetta popolare veniva usata dalle banche per promuovere il collocamento di molte emissioni che partecipavano solo parzialmente, nella migliore delle ipotesi, al vero carattere dei servizi delle utility pubbliche e che potrebbero essere ben stigmatizzate come "pseudo-utility pubbliche". Le aziende che vendevano ghiaccio, gestivano taxi o possedevano impianti di refrigerazione divennero improvvisamente "caratterizzate da interesse pubblico" in una misura tale da consentire loro di emettere obbligazioni per effettuare la maggior parte del loro investimento immobiliare e di vendere queste obbligazioni agli investitori come titoli di utility pubbliche. Nella maggior parte dei casi, le imprese così finanziate rappresentavano una combinazione di piccole aziende di gas, elettricità o telefonia con attività di produzione di ghiaccio o refrigerazione, in modo tale da confondere o

fuorviare il pubblico sulla vera natura dell'investimento offerto. Un precedente eccezionale e sfortunato per questa forma ibrida di organizzazione fu creato molti anni fa dalla Cities Service Company, che ha unito a un'autentica grande rete utility pubblica un'impresa altrettanto grande nella produzione, raffinazione e commercializzazione di petrolio.

Gas naturale. Il periodo precedente al crollo del 1929 è stato segnato anche dalla trasformazione improvvisa del gas naturale da ramo dell'industria petrolifera in "una delle principali società di utility pubblica del Paese". Fino a quel momento, il gas naturale era stato utilizzato principalmente come combustibile industriale e come materia prima per la produzione di benzina e carbone commerciale. I miglioramenti nella costruzione di condotte consentirono il trasporto di questo gas naturale su lunghe distanze verso i centri urbani, dove sostituì notevoli quantità di gas prodotto artificialmente. I promotori e le banche furono rapidi nello sfruttare l'attrattiva popolare di questa nuova "utility", e con l'uso di questa designazione, un enorme ammontare di finanziamenti obbligazionari per gas naturale fu collocato con successo al pubblico. Come nel caso degli impianti di produzione di ghiaccio, si fece un notevole ricorso al dispositivo di combinare un business del gas naturale in via di sviluppo con piccole attività di vere utility pubbliche. In molti casi, il collocamento di queste obbligazioni sotto le mentite spoglie di investimenti in utility pubbliche rappresentò un grave abuso della fiducia del pubblico, perché la maggior parte della produzione di gas naturale veniva utilizzata per uso manifatturiero e l'attività era soggetta a tutti i rischi dell'industria dei combustibili.¹³

L'esposizione di cui sopra dovrebbe chiarire che ci sono utility pubbliche e "utility pubbliche" e che gli investitori non devono dare per scontata la stabilità solo perché un'emissione viene scambiata sui mercati sotto questo nome così popolare. In particolare, dovrebbero evitare queste commistioni ibride di utility elettriche o telefoniche con attività industriali, perché, in fondo, ogni combinazione del genere rappresenta un tentativo di navigare sotto falsa bandiera.¹⁴

2. Utilizzo del metodo delle deduzioni a priori per il calcolo della copertura. Abbiamo già indicato (Capitolo 9) l'errore implicito nel cal-

13. La Hamilton Gas Company era un esempio di un'attività di carattere quasi interamente industriale ma finanziata sotto forma di utility pubblica. Risultato: bancarotta e una spaventosa contrazione dei valori dei titoli.

14. Si veda la nota 25 dell'Appendice per alcuni esempi.

colo della copertura degli interessi dopo la deduzione a priori degli oneri. Questo metodo ingannevole sembra ora essere stato abbandonato, ma l'investitore dovrebbe stare in guardia contro il suo ritorno. Inoltre, come sottolineiamo nel Capitolo 15, la pratica ancora in corso di dichiarare i guadagni sulle azioni privilegiate di investimento come tanti dollari per azione, senza riferimento agli oneri a priori per interessi, è in sostanza identica al metodo delle deduzioni a priori per indicare la copertura degli interessi.

3. Omissione degli oneri di ammortamento nel calcolo della copertura. Non si può addurre alcuna ragione soddisfacente per l'omissione, in passato diffusa, nelle circolari delle offerte obbligazionarie di dedurre l'ammortamento prima di calcolare la copertura degli interessi. L'ammortamento è un elemento reale e vitale nelle spese operative di un'azienda di utility pubblica. Nel caso di una tipica azienda consolidata, una buona parte della riserva annuale di ammortamento viene effettivamente spesa per il rinnovo di attrezzature usurate o obsolete, quindi non si può affermare che l'ammortamento sia un mero concetto contabile che non deve essere preso sul serio. C'è naturalmente spazio per una divergenza di opinioni rispetto alla corretta quantità di ammortamento da addebitare in qualsiasi situazione, ma se si prestasse la dovuta attenzione all'elemento estremamente importante dell'obsolescenza, è improbabile che la misura degli addebiti fatti dalla tipica holding company sarà ritenuta eccessiva e, di fatto, è più probabile che si sottovaluti il vero deprezzamento.¹⁵

A giudizio degli autori, l'omissione sprezzante di oneri di deprezzamento, all'interno del conto economico, che grava sugli obbligazionisti si avvicina pericolosamente a una vera e propria falsa rappresentazione dei fatti¹⁶. Un espediente del tutto fuorviante è illustrato dall'of-

15. Si vedano i pungenti commenti su questo argomento di William Z. Ripley, in *Main Street and Wall Street*, pp. 172-175 e 333-336, in particolare queste ultime, Boston, 1927. Si veda anche il Capitolo 35 del testo per un'ulteriore discussione sulle spese di ammortamento delle utility.

16. Questa pratica perniciosa è incoraggiata, tuttavia, dalle disposizioni poco chiare che regolano gli investimenti in obbligazioni di utility pubbliche in vari stati delle banche di risparmio, che applicano il test sugli utili prima di dedurre l'ammortamento. Nel Vermont, per esempio, l'ammortamento viene dedotto nella determinazione del reddito netto delle compagnie telefoniche, ma non nel caso delle compagnie di gas, elettricità, acqua e trazione. Si veda la nota 26 dell'Appendice per i commenti di vari comitati dell'Investment Bankers Association of America in merito al modo di gestire le spese di ammortamento nelle circolari obbligazionarie.

ferta, nel 1924, delle obbligazioni Cities Service Power and Light Company 6%, scadenza 1944. In questo caso, il regolamento del prestito è stato redatto in modo tale da prevedere una spesa minima per ammortamento e manutenzione pari a molto meno delle somme effettivamente spese e imputate dalle varie sussidiarie operative. Nel prospetto obbligazionario, gli utili sono stati dichiarati dopo le detrazioni per ammortamento "in una certa proporzione nel regolamento che garantisce queste obbligazioni", il che, in altre parole, significa che il vero ammortamento è stato notevolmente sottostimato nel calcolo del margine di sicurezza retrostante l'emissione obbligazionaria.¹⁷ Questo caso di finanziamento è commentato più avanti.

Procedimento consigliato. Si raccomanda vivamente all'acquirente potenziale di un'emissione obbligazionaria di utility pubbliche di assicurarsi che sia stata detratta dagli utili una spesa di ammortamento normale, prima di accettare la copertura degli interessi indicata nella dichiarazione. Sulla base dei resoconti di molte di queste società, sembrerebbe che un addebito pari a meno del 10% del fatturato lordo possa essere visto con il sospetto di essere probabilmente inadeguato. In effetti, chi è prudente potrebbe essere giustificato nell'applicare una misura minima del 12% del fatturato lordo. L'ammortamento, in realtà, ovviamente matura come percentuale delle attività patrimoniali e non dei ricavi. Ma poiché esiste una relazione abbastanza costante tra l'investimento e le entrate lorde (circa 4 dollari di attività per 1 dollaro di entrate), l'adeguatezza dell'ammortamento può essere convenientemente giudicata in riferimento al fatturato lordo.

Esempi che mostrano la necessità di un esame critico della circolare di offerta. Il seguente esempio reale illustra in modo piuttosto estremo le pratiche precedentemente seguite nelle circolari bancarie che offrivano obbligazioni di utility pubbliche.

Obbligazioni non garantite Utilities Service Company Convertible 6½%, con scadenza 1938, offerte nel 1928 a 99½, con rendimento del 6,55%. La presentazione nel prospetto informativo può essere riassunta come segue:

17. Questa società e altre, che un tempo si basavano sul regolamento di emissione per stabilire come addebitare l'ammortamento nelle loro circolari di offerta obbligazionaria e persino nei loro bilanci annuali, hanno quasi tutte abbandonato quella discutibile politica. Tuttavia, il prospetto dell'Alabama Gas Company, datato 15 settembre 1936, calcola l'accantonamento per i pensionamenti sulla base dell'regolamento.

Importo dell'emissione	3.000.000\$
Attività	Gestisce 20 compagnie telefoniche e 4 compagnie del ghiaccio.
Valore delle attività	12.500.000\$ dopo l'ammortamento, pari a 1.650\$ per ogni obbligazione da 1.000\$ dopo aver dedotto le precedenti obbligazioni.

Anno terminato	Profitti il 31 maggio 1928
Lordo	3.361.000\$
Netto prima dell'ammortamento	969.000
Deduzioni precedenti	441.000
Saldo per le obbligazioni	528.000
Interessi su obbligazioni	195.000
Saldo per le azioni	333.000

"Il saldo come sopra è pari a 2,71 volte l'interesse su questa emissione."

Critica di questa circolare di offerta. 1. L'attività è una combinazione di attività di utility pubblica (telefoni) e industriale (ghiaccio), ma è indebitata in obbligazioni più pesantemente di quanto un'impresa al 100% di utility pubblica potrebbe sostenere con tranquillità, il debito totale è pari all'84% del valore stimato delle attività patrimoniali. La quota di profitto lordo e netto apportata dall'attività del ghiaccio non è indicata e, quindi, deve essere ritenuta sostanziale¹⁸.

2. L'omissione della quota di ammortamento dal conto economico è così fuorviante da apparire quasi fraudolenta. Le riserve di ammortamento delle compagnie telefoniche assorbono una grande percentuale delle entrate lorde. Nel caso dell'American Telephone and Telegraph System, questa percentuale è in media di circa il 15%¹⁹, e la stessa detrazione è stata effettivamente compiuta dalla principale

18. I dati pubblicati successivamente mostrano che l'attività del ghiaccio ha costituito più della metà dell'attività totale.

19. Vi sono alcune prove (nelle decisioni dei tribunali e nel rapporto del 1939 della Federal Communications Commission) che gli oneri di ammortamento dell'American Telephone and Telegraph sono stati eccessivamente generosi, ma ciò difficilmente inciderebbe sul ragionamento di cui sopra.

sussidiaria della Utilities Service Company (Lima Telephone Company). Se l'ammortamento al tasso del 15% del fatturato lordo viene addebitato al fatturato totale, l'importo da dedurre sarebbe di 500.000 dollari e *non lascerebbe praticamente alcun utile disponibile per gli interessi delle obbligazioni non garantite*. In altre parole, invece di coprire gli interessi delle obbligazioni non garantite 2,71 volte come affermato, la società non riuscirebbe a coprire con gli utili gli oneri di interesse per un ampio deficit.

L'attività dell'industria del ghiaccio comporterebbe un onere di ammortamento inferiore al 15% del fatturato lordo, ma questo vantaggio dovrebbe essere compensato dal maggior margine di sicurezza richiesto per un'attività industriale. Inoltre, se la valutazione netta di 12.500.000 dollari attribuita alle attività patrimoniali venisse accettata, allora in ogni caso la detrazione annuale per ammortamento non dovrebbe essere inferiore al 4% o 500.000 dollari.

3. Il calcolo della copertura degli interessi presente nel prospetto d'offerta ed effettuato con il metodo delle deduzioni a priori indicherebbe che le obbligazioni erano meglio protette rispetto ai privilegi precedenti (hanno "guadagnato il loro interesse" 2,71 volte, mentre l'interesse senior è stato coperto 2,20 volte).

Supponendo una quota di ammortamento *minima* di 300.000 dollari l'anno e presentando correttamente le detrazioni degli interessi, l'esposizione di questa offerta obbligazionaria dovrebbe essere riformulata come segue:

Lordo	3.361.000\$
Netto prima dell'ammortamento	969.000
Ammortamento (stimato)	300.000
Saldo per interessi	669.000
Totale oneri per interessi	636.000
Saldo per i dividendi	33.000
Copertura degli oneri per interessi da parte degli utili	1,05 volte

4. L'affermazione che vi erano 1.650 dollari di valore immobiliare dietro ogni obbligazione da 1.000 dollari si basa su un metodo altrettanto fuorviante. Il debito obbligazionario aggregato era di 10.500.000 dollari contro 12.500.000 dollari di valore stimato, così che la valutazio-

ne corretta mostrava solo 1.190 dollari di valore dietro ogni 1.000 dollari di debito totale.

Un altro esempio: potrebbe essere illuminante anche fare un esame critico simile della pubblicità che offriva obbligazioni garantite Cities Service Power and Light Company 6%, scadenza 1944, a 96, per un rendimento del 6,35%, come pubblicato nell'aprile 1926. I dati sugli utili relativi all'anno solare 1925 sono stati presentati sostanzialmente come segue:

Utile lordo, inclusi altri redditi	49.662.000\$
Netto dopo spese operative e tasse	<u>19.096.000</u>
Dedotti:	
Oneri fissi e dividendi privilegiati delle sussidiarie	10.102.000
Ammortamento ("in una certa proporzione nel regolamento che garantisce queste obbligazioni")	1.574.000
Interessi di minoranza	<u>209.000</u>
Profitto applicabile agli interessi di Cities Service Power and Light	7.211.000
Interessi su questa emissione	1.466.000

"Il reddito applicabile agli interessi passivi, come mostrato sopra, era oltre 4,9 volte i requisiti massimi degli interessi annuali sulle obbligazioni di Serie A di importo pari a 1.466.250 dollari e oltre 4,1 volte gli interessi passivi annuali massimi di 1.736.250 dollari su tutto il debito finanziato in circolazione di Cities Service Power and Light Company".

Questa circolare era fuorviante per due aspetti importanti: in primo luogo nell'impiego del metodo delle deduzioni a priori per calcolare la copertura sulle obbligazioni offerte da parte degli utili e, in secondo luogo, nell'utilizzare una base di ammortamento artificiale e del tutto inadeguata. Uno studio della domanda di quotazione di questa emissione alla Borsa di New York mostra che le sussidiarie operative hanno effettivamente compiuto stanziamenti per sostituzioni di impianti pari a 5.214.000 dollari per l'anno conclusosi il 30 giugno 1925. Ciò era quasi quattro volte le tariffe arbitrarie stabilite nell'atto di costituzione. Una revisione della circolare di offerta, per conformarsi alla situazione effettiva in merito all'ammortamento e con il metodo appropriato di stabilire la copertura degli interessi, mostrerà la seguente esposizione:

Lordo	49.662.000\$
Netto, dopo gli interessi di minoranza	18.887.000
Ammortamento per l'anno conclusosi il 30 giugno 1925	5.214.000
Saldo per oneri fissi	13.673.000
Interessi e dividendi privilegiati delle controllate	10.102.000
Oneri per interessi della società madre	1.736.000
Totale oneri fissi	11.838.000
Saldo per i dividendi della società madre	1.835.000
Spese fisse maturate	1,16 volte

Questa rappresentazione è molto differente da una copertura di 4,1 o 4,9 volte gli interessi come indicato nella circolare di offerta.

Deduzione delle imposte federali nel calcolo della copertura degli interessi. L'imposta federale sul reddito è imposta sugli utili dopo aver sottratto gli interessi pagati. Quindi gli utili disponibili per gli interessi devono essere correttamente riportati prima di dedurre l'imposta federale. Nei report aziendali agli azionisti è consuetudine invertire questo ordine e in molti casi l'importo dell'imposta non viene mostrato. Ma nell'analizzare l'esposizione di un'emissione obbligazionaria, non dovrebbe essere necessario rivedere i rendiconti finanziari aggiungendo nuovamente le imposte federali, effettive o stimate. Il motivo è che il risultato prodotto da tale revisione può molto raramente fare una differenza sufficiente a influenzare l'apparente idoneità dell'emissione obbligazionaria per l'investimento. Inoltre, l'errore sta dalla parte della sottostima – che non è affatto discutibile nella selezione delle obbligazioni di investimento. In generale, l'analista dovrebbe astenersi da calcoli elaborati o aggiustamenti che non sono necessari per arrivare alla conclusione che sta cercando.

Nelle circolari di offerta obbligazionaria, il reddito disponibile per gli interessi è solitamente dichiarato prima della detrazione dell'imposta federale, al fine di rendere possibile la migliore rappresentazione. Ciò non può essere opportunamente contestato, tranne, a volte, nel caso di offerte di emissioni obbligazionarie di società holding di utility pubbliche. Tali obbligazioni sono solitamente subordinate alle azioni privilegiate delle società sussidiarie e l'imposta federale deve essere calcolata e dedotta prima che questi dividendi vengano pagati. Pertanto, si può ragionevolmente sollevare un'obiezione contro una presentazione come quella fatta nel prospetto di offerta delle obbligazioni non

garantite Cities Service Power and Light 5½% nel novembre 1927, in cui gli utili disponibili per il pagamento degli interessi sulle obbligazioni della società holding erano dichiarati prima della deduzione delle imposte federali del sistema.