

Capitolo 36

Gli oneri di ammortamento dal punto di vista dell'investitore

Abbiamo già fatto diversi riferimenti al punto che un addebito per ammortamento o esaurimento che è tecnicamente appropriato dal punto di vista contabile potrebbe non riflettere correttamente la situazione per l'acquirente delle azioni della società a un dato prezzo.

Problema indicato dall'esempio ipotetico. Il punto in questione può essere più facilmente compreso facendo ricorso inizialmente a un esempio semplificato e quindi ipotetico.

Supponiamo che le società *A*, *B* e *C* siano tutte impegnate nel settore dei trasporti su strada. Ognuna ha un singolo autocarro, ciascuna è capitalizzata con 100 azioni, senza valore nominale, e ciascuna ottiene un profitto di 2.000 dollari l'anno prima dell'ammortamento.

La società *A* ha pagato 10.000 dollari per il suo autocarro.

La società *B* ha pagato 5.000 dollari per il suo autocarro.

La società *C* ha pagato 5.000 dollari per il suo autocarro, ma ha seguito "una politica ultra conservativa" e ne ha svalutato il valore a 1 dollaro.

Supponiamo che l'acquisto di un autocarro più caro da parte di *A* sia stato un incidente e che in effetti i dirigenti delle tre società siano ugualmente capaci e la loro situazione generale sia identica. I contabili attribuiscono a questi autocarri una vita ammortizzabile di quattro anni. Su questa base, i conti economici delle tre società sono i seguenti:

Voce	Società A	Società B	Società C
Utile netto prima dell'ammortamento	2.000\$	2.000\$	2.000\$
Ammortamento (al 25%)	2.500	1.250	0
Saldo per le azioni ordinarie	500(d)	750	2.000
Utile per azione	0	7,50\$	20\$

Tipiche valutazioni di mercato. Secondo queste dichiarazioni revisionate, *A* sta perdendo denaro, *B* sta guadagnando il 15% sul suo capitale e anche *C* sta andando molto bene. Un "investitore", avviato alla recente saggezza delle valutazioni di Borsa, considererebbe le azioni della Società *A* praticamente prive di valore: 5 dollari ad azione, forse, sarebbe una valutazione generosa. D'altro canto, potrebbe valutare le azioni di *B* e *C* a circa dieci volte gli utili, il che produrrebbe 75 dollari ad azione per l'azione *B* e non meno di 200 dollari ad azione per l'azione *C*. Tale procedura si tradurrebbe nelle seguenti valutazioni totali per le tre imprese:

Società A	500\$
Società B	7.500\$
Società C	20.000\$

L'assurdità di queste valutazioni dovrebbe essere troppo evidente per essere discussa. Tuttavia, esse rappresentano semplicemente un'applicazione fedele dei metodi contabili correnti e del ragionamento di moda a Wall Street. I risultati sono, in primo luogo, che una società con un attivo di minor valore è *per quella stessa ragione* dichiarata di valore superiore di una società con un attivo di maggior valore, e, in secondo luogo, che con il semplice gesto di azzerare i propri attivi, una società è stata in grado di aumentare enormemente il prezzo di mercato delle proprie azioni.

Irrazionalità di queste valutazioni rivelata dal bilancio. L'irrazionalità di queste conclusioni sarebbe ancora più evidente se si esaminassero gli stati patrimoniali. Supponiamo che le società siano in attività da tre anni e (per semplicità) che abbiano iniziato senza capitale circolante. La società *A*, avendo perso denaro in modo costante, non ha ovviamente pagato dividendi; la società *B* ha distribuito due terzi dei propri utili, ovvero 5 dollari per azione all'anno, e la Società *C* ha pagato tre quarti dei suoi profitti, o 15 dollari per azione. Gli stati patrimoniali sarebbero quindi come mostrato nella tabella nella prossima tabella.

Sebbene la Società A abbia un deficit in conto economico, ha accumulato la più grande quantità di denaro, presumibilmente "accantonata" come fondo di ammortamento. La Società C, che ha mostrato i maggiori utili, ha di gran lunga le più ristrette riserve di denaro. Il valore di mercato suggerito di 5 dollari per azione per la Società A ammonterebbe solo a *un dodicesimo* della sua liquidità, mentre il prezzo di 200 dollari per le azioni della Società C sarebbe pari a più di dodici volte la liquidità sottostante.

Un approccio più razionale. Questi sono i risultati alla *Alice nel Paese delle Meraviglie* a cui ci porterebbe la logica accettata del mercato azionario. Poniamo ora una domanda più sensata, vale a dire: "Come determinerebbe un uomo d'affari il valore ragionevole di queste tre imprese?" Il buon senso gli direbbe immediatamente che tutte e tre le imprese, in quanto tali, indipendentemente dai loro beni, hanno lo stesso valore. Come questione pratica aziendale, sarebbe incline a dare una valutazione leggermente più alta al veicolo più costoso di proprietà della Società A rispetto all'autocarro più economico delle Società B e C. Né vi è il minimo dubbio che questo uomo d'affari darà pieno peso alle relative disponibilità liquide di ciascuna società.

Voce	Società A	Società B	Società C
Attività			
Autocarri	10.000\$	5.000\$	1\$
Liquidità	6.000	4.500	1.500
Totale	16.000\$	9.500\$	1.501\$
Passività			
Capitale azionario	10.000\$	5.000\$	1\$
Riserva per ammortamento	7.500	3.750	
Profitti e perdite	1.500(d)	750	1.500
Totale	16.000\$	9.500\$	1.501\$

Il suo ragionamento, quindi, sarebbe più o meno questo: ogni attività vale, in primo luogo, la quantità di denaro contante più il valore di mercato equo del suo autocarro. Qualcosa potrebbe essere opportunamente pagato anche per l'avviamento, perché gli utili sul capitale medio richiesto per l'attività, dopo aver tenuto conto del *necessario ammortamento*, sarebbero piuttosto consistenti. Questo valore di avviamento sarebbe lo stesso per tutte e tre le società.

Voce	Società A	Società B	Società C
Liquidità	6.000\$	4.500\$	1.500\$
Autocarri (stimato)	1.000	1.000	1.000
Avviamento (stimato)	2.000	2.000	2.000
Totale	9.500\$	7.500\$	4.500\$

Qual è la relazione tra le *spese di ammortamento delle aziende* e queste valutazioni? La risposta è che l'addebito fatta dalla Società B potrebbe essere accettato come rilevante perché *corrisponde abbastanza bene alle condizioni del business*. In parte per coincidenza, questo fatto ha fatto sì che la valutazione dell'imprenditore della Società B sia identica a quella raggiunta dal metodo di Wall Street. Ma nel caso della Società A e della Società C, gli addebiti di ammortamento fatti dai dirigenti sono completamente fuori linea con le realtà dell'attività. In un caso sono state rese troppo elevate a causa del costo eccessivo delle attività fisse. Un simile errore dovrebbe essere corretto svalutando il conto degli attivi (e il conto del capitale) a un valore corrente equo, rispetto al quale maturerà l'addebito per l'ammortamento aziendale. Nel caso della Società C, le attività sono state deliberatamente sottovalutate allo scopo di sopprimere una spesa di ammortamento che deve essere addebitata agli utili perché l'investimento del proprietario si sta effettivamente deprezzando. Se l'imprenditore o l'investitore *pagherà qualcosa* per il camion (o per l'attività stessa che richiede un camion), non potrà evitare di addebitare un deprezzamento dell'importo così pagato, fingendo semplicemente che non ci sia alcun investimento del genere.

Applicazione pratica del ragionamento precedente. Consideriamo ora come il ragionamento precedente può essere applicato a situazioni reali che l'acquirente di titoli deve affrontare.

Esempi: come esempio iniziale, presenteremo l'esposizione della Eureka Pipe Line Company per i tre anni 1924-1926.

Anno	Fatturato lordo	Utile netto prima dell'ammortamento	Ammortamento	Saldo per le azioni
1924	1.999.000\$	300.000\$	314.000\$	14.000\$(d)
1925	2.102.000	541.000	1\$	43.000
1926	1.902.000	486.000	1.500	14.000\$(d)
Media dei tre anni	2.028.000	442.000	437.000	5.000
Per azione ordinaria (su 50.000 azioni)		8,84\$	8,74\$	0,10\$

L'ultima colonna implicherebbe che durante i tre anni in esame non vi sia stata praticamente alcuna capacità reddituale per le azioni, quindi, presumibilmente, il titolo non avrebbe alcun valore in una situazione di continuità aziendale. Ma una conclusione del genere sarebbe giustificata da un punto di vista del business? La questione verterà, come nei nostri esempi ipotetici, sulla correttezza delle spese di ammortamento. I seguenti dati getteranno ulteriore luce su questo aspetto dei dati storici di Eureka Pipe Line (cifre in migliaia):

ANNO	Ammortamento addebitato nell'anno	Spese realmente sostenute per la sostituzione degli impianti etc.	Oneri di ammortamento non effettivamente effettuato	Utili dopo l'ammortamento	Aggiustamento della riserva	Totale della liquidità disponibile derivante dalle attività aziendali dell'anno	Dividendi pagati	Aggiunta alle attività nette a breve termine
1924	314\$	75\$	239\$	14\$(d)	cr. 38\$	263\$	350\$	87\$(d)
1925	498	cr. 51	549	43	dr.43	549	200	349
1926	500	194	306	14(d)		292	200	92
Media di 3 anni	407	73	365	5	dr. 2	368	250	118

Abbiamo scoperto che le spese per gli attivi ammontavano in media a soli 73.000 dollari all'anno, per cui era disponibile in *liquidità effettiva* la somma di 368.000 dollari all'anno da aggiungere al capitale circolante o da utilizzare per i dividendi (che venivano addebitati alla riserva precedentemente accumulata). È chiaro che questa attività era stata una produttrice di ritorni per cassa per i proprietari e per tale motivo aveva un valore aziendale sostanziale, sebbene gli elevati oneri di ammortamento facessero sembrare che non ve ne fosse nessuno.

Come determinare l'onere di ammortamento appropriato. In questo caso, quindi, come nel nostro esempio ipotetico, l'investitore o l'analista deve rifiutare la base di ammortamento dell'azienda e cercare di stabilire un'altra base più consona alle condizioni effettive del business. Come si può determinare l'addebito appropriato? La risposta è stata data senza difficoltà per le aziende di autotrasporti, perché sapevamo esattamente quale ammortamento dovesse essere addebitato per mantenere in funzione queste imprese. Ma in pratica una conoscenza così esatta è raramente disponibile. Non sappiamo per quanto dureranno le immobilizzazioni dell'Eureka Pipe Line o quanto costerebbe sostituirle. Il massimo che possiamo fare è formulare delle stime approssimative ba-

sate sui fatti rilevabili. L'unica virtù di queste stime potrebbe essere che, con ogni probabilità, sono più vicine alla realtà rispetto alle cifre dell'azienda, che ci rendiamo conto essere insostenibili.

Concetto di "ammortamento speso". Assumendo un atteggiamento aziendale nei confronti della situazione di Eureka Pipe Line, è evidente che all'inizio l'ammortamento dovrebbe essere *non inferiore* alle spese medie effettuate sull'attività immobilizzata. Il motivo principale per ridurre le spese di ammortamento dell'azienda è che non riflettono correttamente la liquidità creata dall'attività aziendale. Le spese per le attività fisse, comprese le nuove immobilizzazioni, rappresentano in effetti la quota della riserva di ammortamento che non è disponibile in contanti, e tale quota, quindi, dovrebbe essere considerata come l'importo minimo di ammortamento che deve essere addebitato nella conduzione dell'attività. Possiamo chiamare questa voce *spesa per l'ammortamento speso* (se l'aumento delle attività fisse supera l'ammortamento dell'anno, allora tutto quest'ultimo deve essere considerato come "speso"). Nel caso di Eureka Pipe Line, tali spese sono state in media di 73.000 dollari per i tre anni 1924-1926. Questo periodo è troppo breve per basarvi delle conclusioni. Ma è successo che più o meno gli stessi risultati siano stati mostrati da Eureka in un periodo molto più lungo, così che il dato 1924-1926 può essere qui utilizzato come base di calcolo.¹ Dobbiamo mettere in guardia il lettore dal trarre dall'esame di un periodo breve, per esempio, meno di dieci anni, alcuna nozione in merito al normale ammortamento speso, a meno che non sappia che *la natura del business* è tale da giustificare tale conclusione.

Ammortamento a lungo termine di una forma di obsolescenza. La seconda domanda è quale importo dovrebbe essere predisposto come riserva per far fronte all'eventuale usura dell'intera attività immobilizzata – in altre parole, per le sostituzioni principali che potrebbero dover essere effettuate in una data lontana. Questa è la funzione principale della quota di ammortamento nella maggior parte delle discussioni te-

1. L'ammortamento speso" è calcolato come segue: sottrarre dall'addebito per ammortamento dell'anno la diminuzione dell'anno del valore netto dell'impianto (impianto meno ammortamento nello stato patrimoniale).

Esempio: saldo contabile dell'impianto Eureka Pipe Line, 31 dicembre

1923	6.122.000\$
1924	<u>5.883.000</u>
Diminuzione netta	239.000\$
Onere di ammortamento, 1924	314.000\$
Ammortamento speso: (2) meno (1)	75.000\$

oriche sull'argomento e i nostri esempi di società di autotrasporti si basavano su una semplice applicazione di questa idea (il valore totale delle immobilizzazioni deve essere sostituito alla fine di un periodo di quattro anni). Ma dobbiamo riconoscere che, in pratica, tale usura completa e tale sostituzione sono estremamente rare. La tipica società, nel corso di un periodo di anni, non accumula un grande fondo di cassa che alla fine viene impiegato per sostituire l'impianto nella sua interezza al termine della sua vita utile. Le fabbriche, in realtà, non si usurano: diventano obsolete. In nove casi su dieci, gli impianti vengono abbandonati a causa di cambiamenti nel carattere del settore o nello stato della società o nella località in cui è situato l'impianto o per altre ragioni non correlate all'effettivo deprezzamento.

Questi sviluppi costituiscono *rischi aziendali*, la cui portata non è suscettibile di alcuna misurazione ingegneristica o contabile. In altre parole, il fattore di ammortamento a lungo termine in realtà è oscurato e assorbito dal rischio di obsolescenza.² Questo rischio è essenzialmente un problema di investimento e non un problema contabile. Non dovrebbe agire per ridurre i profitti (come fa una quota di ammortamento) ma piuttosto per ridurre il prezzo da pagare per acquistare una capacità reddituale soggetta a tale rischio aziendale.

Applicazione di quanto precede nella determinazione della capacità reddituale. Cerchiamo di collegare queste conclusioni all'esempio della Eureka Pipe Line. Si è scoperto che la quota di ammortamento spesa è in media di circa 75.000 dollari all'anno. Non ci sono indicazioni che l'intero impianto debba essere sostituito in una data prevedibile. Al contrario, la linea sembra avere una vita indefinita, in virtù delle continue spese di manutenzione, di riparazione e di rinnovo. Da questo punto di vista l'impresa assomiglia molto di più a una ferrovia che a un'azienda di autotrasporti. Secondo il nostro ragionamento, solo la quota di ammortamento spesa dovrebbe essere dedotta dagli utili. Il resto del fattore di ammortamento è in realtà il *rischio di obsolescenza*, che è correlato

2. Le aziende raramente prevedono nei loro conti un addebito speciale per l'obsolescenza. La legge sull'imposta sul reddito consente una deduzione per obsolescenza solo dopo che si è verificata una perdita di valore sicuramente accertabile per questa causa. In alcuni casi, la quota di ammortamento è etichettata nel conto economico "Ammortamento (esaurimento) e obsolescenza". *Esempio:* Allied Chemical and Dye Corporation. Per un addebito speciale per obsolescenza, tratto dagli utili a causa di uno sviluppo specifico, si vedano i bilanci della Southern Pacific Golden Gate Ferries, Ltd., nel 1934-1936. Si prevedeva che la costruzione dei ponti di San Francisco avrebbe reso i traghetti fortemente obsoleti alla fine del 1936.

al possibile esaurimento dei giacimenti petroliferi in corso di sfruttamento. Questo dovrebbe essere preso in considerazione dopo che si sono ottenuti gli utili e non prima. Una corretta esposizione del caso apparirebbe come segue:

Eureka Pipe Line (Base 1924-1926)

Voce	Totale	Per azione
Utili prima dell'ammortamento	442.000\$	8,84\$
Ammortamento speso stimato	75.000	1,50
Saldo: capacità reddituale, soggetta ai rischi di business, obsolescenza inclusa	387.000\$	7,34\$

Il problema della valutazione della capacità reddituale. I dati della società non hanno mostrato alcuna capacità reddituale nel periodo. I nostri dati mostrano una capacità reddituale di oltre 7 dollari per azione, il che indica chiaramente un valore sostanziale per l'impresa. Il prezzo che può essere correttamente pagato per questa capacità reddituale è soggetto a qualsiasi considerazione entri nell'acquisto di un business in corso di svolgimento. Ciò include da un lato le possibilità di aumento del profitto e, dall'altro, tutti i molteplici rischi di perdita, di cui l'obsolescenza delle attività fisse è solo uno. Se, per esempio, sembrasse prudente richiedere utili del 20% sull'investimento per coprire adeguatamente questi rischi, allora il valore indicato delle azioni Eureka Pipe Line nell'ultima tabella sarebbe di circa 35 dollari per azione.

Una discussione dettagliata di questo punto deve essere tuttavia rimandata fino a quando non raggiungeremo l'argomento della valutazione delle azioni ordinarie. Per gli scopi di questo capitolo, dovrebbe essere sufficiente sottolineare che nel caso effettivo di Eureka Pipe Line, come nel caso ipotetico della società di trasporti A, era necessario e fattibile per l'investitore stabilire un addebito per ammortamento significativamente diverso da quella effettuato dalla società stessa.³

3. Che le spese ufficiali di deprezzamento possano sopportare una revisione in questo caso è evidente per il fatto che la società stessa ha apportato diverse modifiche piuttosto arbitrarie ai suoi metodi di calcolo di anno in anno. Nel 1929, per esempio, la quota di

Ammortamento di edifici residenziali e immobili per uffici. Nella pratica effettiva degli investimenti, il ragionamento precedente trova la sua più ampia applicazione nel campo dei titoli immobiliari. Qual è la vera funzione della quota di ammortamento nell'analisi delle numerose emissioni obbligazionarie garantite da un privilegio su edifici residenziali o immobili per uffici? Chiaramente l'addebito per ammortamento è un calcolo contabile piuttosto che di investimento. Si basa sul presupposto che il costo originale venga esaurito dall'usura in quote uguali durante un certo periodo, in genere, di cinquant'anni. Ma sarebbe una coincidenza estremamente rara se questo calcolo corrispondesse alla realtà dell'investimento. Gli edifici in acciaio e pietra non si usurano effettivamente in cinquant'anni. Diventano obsoleti e vengono demoliti, dopo una vita che non dipende per la sua durata dall'usura ma dalle condizioni immobiliari. Inoltre, nel caso dell'enorme numero di obbligazioni immobiliari che possono essere acquistate con grandi sconti rispetto al valore nominale, la svalutazione dell'investitore, sia per deprezzamento sia per obsolescenza, si baserebbe su un costo per lui molto inferiore al valore di bilancio che è soggetto al deprezzamento convenzionale. Il concetto di "ammortamento speso" può essere utile in questo campo, perché le spese medie per le sostituzioni devono essere considerate come l'equivalente di una spesa operativa per cassa (tra parentesi, si può sottolineare che questo è un fattore importante nell'analisi delle obbligazioni alberghiere. Ma è ancora più importante avvertire l'investitore che le obbligazioni alberghiere dovrebbero essere considerate obbligazioni di un tipo speciale di impresa commerciale e non come una forma di titolo immobiliare).

Esempio: una breve analisi delle obbligazioni ipotecarie di primo grado di 1088 Park Avenue Corporation, proprietaria di un grande condominio a New York City, illustrerà i punti che abbiamo sollevato.

Ci sono 1.851.000 dollari di questa emissione in circolazione con interessi fissi del 2¾% e interessi contingenti, a seconda dell'importo delle obbligazioni ritirate, fino al 2¼% aggiuntivo. Tutte le azioni della società sono attaccate all'emissione obbligazionaria. Il prezzo medio nel 1939 era di circa 35. Il valore di mercato totale di tutti i titoli era pari a 653.000 dollari.

ammortamento è stata improvvisamente tagliata a 176.000 dollari. (Dati forniti nei rapporti alla Interstate Commerce Commission).

Conto economico consolidato per l'anno terminato il 28 febbraio 1939

Utile lordo	251.900\$
Spese operative	104.300
Imposte immobiliari (valore stimato: 2.150.000\$)	63.000
Ammortamento (2% su 2.566.000 dollari, valore contabile dell'edificio)	51.000
Saldo per interessi	33.600
Margine di profitto sulle obbligazioni prima dell'ammortamento	4,57%
Margine di profitto sulle obbligazioni dopo l'ammortamento	1,82

Il massimo onere annuale consentito per le spese in conto capitale è il 6% del lordo, ovvero circa 15.000 dollari. L'unico addebito per tali spese effettivamente effettuato dal 1934 è stato di 7.000 dollari accantonati a riserva nel febbraio dell'anno 1939.

La nostra analisi suggerirebbe quanto segue:

1. Supponendo che le entrate e le spese del 1938 siano rappresentative del futuro e anche che la riserva per le spese in conto capitale effettuate in quell'anno sia rappresentativa, vi sarebbe un reddito per cassa indicato per le obbligazioni di 84.600 dollari meno 7.000 dollari, vale a dire 77.600 dollari. Ciò rappresenterebbe il 4,3% del valore nominale e l'11,9% del prezzo di mercato.
2. Questa percentuale deve essere considerata non solo come applicabile a un rendimento dell'investimento ma anche come un onere per l'obsolescenza maturata dall'edificio, che è stato costruito nel 1925. E questa obsolescenza è governata non solo dall'età ma anche dai cambiamenti nel carattere del quartiere, negli stili edilizi ecc. – fattori che sono quasi indistinguibili dai rischi aziendali generali.
3. L'investitore può ipotizzare che dall'ampio reddito in contanti riceverà un interesse fisso del 2¾% del valore nominale, ovvero il 7,86% del prezzo di mercato. Il saldo, pari al 4% del prezzo di mercato, sarà utilizzato dalla società in parte come fondo di ammortamento per ridurre l'emissione obbligazionaria e in parte per interessi aggiuntivi. Ciò significa, in realtà, che la perdita di valore dovuta all'obsolescenza sarà compensata dalla riduzione del debito. Il giudizio dell'investitore deve decidere se (a) il rendimento degli interessi è attraente rispetto alla possibilità di ricevere utili netti più alti o più bassi e (b) le operazioni del fondo di ammortamento si occuperanno estesamente del fattore di obsolescenza. Se la sua risposta fosse stata decisamente "sì", sarebbe stato giustificato nel conside-

rare l'emissione come un investimento attraente – non *malgrado* il suo basso prezzo ma proprio *grazie* al suo basso prezzo.⁴

4. Esiste la possibilità che l'obsolescenza possa essere compensata da una rivalutazione dovuta a un aumento del valore degli immobili – ciclico, secolare o inflazionistico. La fiducia in tale apprezzamento in passato ha portato molti investitori a ignorare il deprezzamento e l'obsolescenza nei loro acquisti immobiliari. Suggeriamo che tali possibilità debbano essere considerate speculative, tali che non annullino l'obsolescenza, ma offrano semplicemente un fattore positivo di compensazione e che un impegno di *investimento* nelle obbligazioni debba essere giudicato idoneo anche senza includere alcuna aspettativa così rosea.

Inadeguato accantonamento per deprezzamento. Consideriamo ora esempi che coinvolgono il tipo opposto di situazione, *vale a dire* l'uso di metodi contabili da parte di società che danno origine a inadeguati accantonamenti per il deprezzamento. Particolare attenzione deve essere prestata alla moda di effettuare drastiche svalutazioni di beni fissi allo scopo dichiarato di ridurre le spese di ammortamento e, quindi, *aumentare* gli utili dichiarati. Questa pratica ebbe inizio durante il boom del 1927-1929, ma il suo sviluppo più ampio ebbe luogo nella successiva depressione. Per la discussione abbiamo selezionato due casi tipici.

4. Una scorciatoia per questa possibile conclusione potrebbe essere utilizzata se l'investitore potesse accertarsi che una cassa di risparmio o una compagnia assicurativa fosse disposta a prestare più del valore di mercato dell'emissione obbligazionaria, sotto forma di un " mutuo istituzionale di prima ipoteca " a un basso tasso di interesse. In tal caso, l'effettiva emissione obbligazionaria, che porta con sé le azioni ordinarie e rappresenta l'intera titolarità della proprietà, deve necessariamente valere più di quanto un mutuatario accorto presterebbe. Ma questa rapida conclusione deve presupporre che l'istituzione, in effetti, addebiti per l'obsolescenza e altri fattori aziendali con la stessa attenzione dell'acquirente delle attuali obbligazioni a sconto.

Voce	Safety Car Heating & Lighting Co.		U.S. Industrial Alcohol Co	
	Prima della svalutazione	Dopo la svalutazione	Prima della svalutazione	Dopo la svalutazione
Saldo del conto impianti	9.578\$	9.578\$	29.116\$	29.116\$
Svalutazione effettuata	6.862	9.527	9.815	29.115
Saldo del conto impianti (netto)	2.716\$	1\$	19.301\$	1\$
Attività immateriali e varie (nette)	5.016	167	1,185	1,185
Investimenti in società affiliate ecc.	2.330	2.330	1.416	1.416
Attività correnti nette	4.379	4.379	6.891	6.891
Toatale	14.441\$	6,877\$	28.793\$	9.493\$
Capitale	9.862\$*	4.931\$†	22.585\$†	3.739\$
Riserva di utili	4.362	1.729	4.458	4.004
Riserva per imprevisti	217	217	1.750	1.750
Totale	14.441\$	6.877\$	28.793\$	9.493\$

* 98.620 azioni dal valore nominale di 100\$

† 98.620 azioni senza valore nominale

‡ 373.846 azioni senza valore nominale

Esempi: all'inizio del 1933 la United States Industrial Alcohol Company e la Safety Car Heating and Lighting Company annunciarono piani in base ai quali le immobilizzazioni fisse furono svalutate a un valore netto di 1 dollaro, mediante una corrispondente riduzione del capitale dichiarato e della riserva di utili. Le transazioni possono essere riassunte nei bilanci riassuntivi mostrati nella tabella.

La revisione della United States Industrial Alcohol fu accompagnata da una dichiarazione secondo cui, riducendo il valore contabile delle attività fisse a 1 dollaro, la necessità di futuri oneri per ammortamento sarebbe stata eliminata. Fu tuttavia proposto di istituire un conto di riserva per sostituzioni, alimentato da oneri sugli utili giudicati sufficienti a provvedere alla sostituzione degli impianti di produzione. Si ritenne che per il 1933 un importo adeguato di tale onere sarebbe stato di 300.000 dollari, che avrebbe potuto essere confrontato con circa 900.000 dollari addebitati agli utili a scopo di ammortamento nel 1932.

L'annuncio della Safety Car spinse ancora più lontano l'idea. Nel 1932 non fu effettuato alcun accantonamento per l'ammortamento,

per cui fu riportato un utile netto per quell'anno, contro una perdita per il 1931, sebbene l'utile prima dell'ammortamento fosse inferiore nel 1932. Nel bilancio annuale della società per il 1932 fu affermato che: "Con l'eliminazione dell'ammortamento sulle attività fisse al 31 dicembre 1932, tutti gli utili superiori alle spese operative e l'ammortamento sulle attività in conto capitale acquisite successivamente potrebbero essere presi in considerazione dai vostri dirigenti per essere distribuiti agli azionisti, senza alcuna diminuzione delle attività correnti della società".

Utili fabbricati ad arte dal conto ammortamento. La procedura seguita da Safety Car è identica a quella della nostra immaginaria società di trasporti C, che ha svalutato il suo autocarro a 1 dollaro ed evitato così di addebitare l'ammortamento agli utili. Abbiamo già sottolineato che, se l'ammortamento deve essere effettuato, non può essere eliminato tramite registrazioni contabili. L'azionista della Safety Car non guadagna un dollaro in più sul suo investimento dal fatto che le sue attività fisse sono state svalutate a zero. Né le spese necessarie per la manutenzione o la sostituzione dell'impianto possono essere in alcun modo ridotte facendo credere che non vi sia più alcun impianto. Esaminiamo la situazione della Safety Car Heating and Lighting più o meno nello stesso modo utilizzato per quella della Eureka Pipe Line. In un periodo di dieci anni, la spesa per ammortamento è stata in media di circa 500.000 dollari all'anno. L'andamento storico dei profitti per il decennio è approssimativamente come mostrato nella tabella nella pagina seguente.

Se questa azienda fosse stata analizzata nel mezzo delle incertezze del 1933, sarebbe impossibile determinare quali tra i dati a lungo termine o quelli recenti fossero una guida migliore per il futuro. Ma qualunque ipotesi venga fatta su questo punto, è abbastanza chiaro che si deve comunque tenere conto di una spesa per ammortamento.

Se non ci si potessero aspettare risultati migliori di quelli del 1932, allora, nel migliore dei casi, si indicherebbe una capacità reddituale molto ridotta, poiché le spese effettive per l'impianto si avvicineranno, senza dubbio, se non addirittura supereranno, agli "utili" dichiarati di 233.000 dollari. Se per caso i profitti dovessero tornare alla loro media decennale, l'eliminazione completa della precedente quota di ammortamento si tradurrebbe in una grave sopravvalutazione della vera capacità reddituale.

Voce	Media annuale 1922-1931	Anno 1931	Anno 1932
Utili prima dell'ammortamento	1.721.000\$	336.000\$	233.000\$
Oneri di ammortamento	669.000	442.000	Nessuno
Utili come riportati	1.052.000	106.000(d)	233.000
“Ammortamento speso “ (approssimato)	500.000\$	130.000\$	190.000\$
Utili in contanti disponibili per l'azionista	1.221.000	206.000	43.000

Sequel, 1933-1938. Durante questo periodo la società registrò utili medi di 590.000 dollari, o 6 dollari per azione, dopo aver addebitato un ammortamento medio di soli 18.000 dollari. Se fosse stata mantenuta la base di ammortamento del 1922-1931, non ci sarebbero stati utili per azione per il periodo di sei anni e un profitto sostanziale solo nell'anno 1937. In quell'anno i guadagni come riportati raggiunsero 19,72 dollari per azione e il prezzo salì a 141, solo per scendere fino a 48 nel 1938. Il rialzo del 1937 potrebbe essere attribuito a un duplice errore di calcolo del mercato, (1) considerando il grande volume di installazioni di climatizzatori effettuate in quell'anno come se fosse del tutto ricorrente e (2) ignorando la necessità di una quota di ammortamento sostanzialmente superiore alla cifra insignificante della società, se tale volume fosse continuato.

La svalutazione della United States Industrial Alcohol Company non comportò l'eliminazione completa dell'addebito agli utili di oneri di ammortamento, ma in sua vece fu proposto di istituire una “riserva di sostituzione” da determinare arbitrariamente da parte dei dirigenti. Per il 1933 l'importo fu fissato a 300.000 dollari. Uno studio delle cifre approssimative per i cinque anni precedenti giustificherebbe seri dubbi sull'adeguatezza di tale onere per le sostituzioni in condizioni normali.

Voce	Media degli anni 1928-1932 come riportato*	Media degli anni 1928-1932, basata sulla riserva per sostituzione proposta per il 1933
Utili prima dell'ammortamento	2.090.000\$	2.090.000\$
Oneri di ammortamento	1.350.000	300.000
Saldo per le azioni ordinarie	740.000	1.790.000
Utile per azione	2\$	5\$

*Dopo aver dedotto dagli utili alcune voci addebitate dall'azienda alla riserva di utili.

In questo caso il saldo netto degli impianti (l'importo meno l'ammortamento) aumentò di 500.000 dollari durante il periodo di cinque anni (vale a dire, da 18.800.000 dollari alla fine del 1927 a 19.300.000 dollari alla fine del 1932). In altre parole, il denaro speso per ampliamenti e sostituzioni impianti superò di poco la quota di ammortamento totale di 6.750.000 dollari. Questo sviluppo è caratteristico della maggior parte delle nostre grandi aziende, che tendono ad aggiungere valore ai loro impianti con il passare degli anni. In tutti questi casi, si deve supporre che le spese di ammortamento basate su regole contabili accettate siano il minimo necessario per riflettere correttamente le condizioni del business. Non possono essere ridotte in modo ragionevole né dalla società, tramite svalutazioni arbitrarie, né dall'investitore nei suoi calcoli individuali. Pertanto, se la United States Industrial Alcohol Company dovesse riacquistare la sua precedente capacità di generare profitti, una drastica riduzione delle precedenti riserve di ammortamento si tradurrebbe con ogni probabilità in una sopravvalutazione fuorviante della vera capacità reddituale.⁵

Altri esempi di eliminazione di attività fisse: Commercial Solvents Company svalutò il suo conto impianti a 1 dollaro nel 1932. May Department Stores and Kaufmann Department Stores svalutarono entrambi il loro conto mobili e arredi a 1 dollaro nel 1933 e nel 1929, rispettivamente. La Park and Tilford Company svalutò il suo conto macchinari e arredi a 1 dollaro nel 1927. In tutti questi casi, le successive spese di ammortamento furono ridotte a una cifra inferiore a quella adeguata.

5. Per dati successivi riguardanti United States Industrial Alcohol, si veda il materiale contenuto nel Capitolo 45, all'interno del testo della Sesta Edizione.

Annacquamento inverso delle azioni. La nuova politica di svalutazione delle attività fisse ha un'interessante relazione con le recenti concezioni dei valori azionari. È una conseguenza diretta del fatto di ignorare i valori delle attività e del monopolio dell'attenzione catturato dagli utili per azione dichiarati in bilancio. Una generazione fa, quando gli investitori consultavano i bilanci per accertare il patrimonio netto sottostante le loro azioni, questo patrimonio netto veniva gonfiato artificialmente, scrivendo il valore contabile delle attività fisse ben *al di sopra* del loro costo effettivo. Ciò a sua volta consentiva una corrispondente sovrastima della capitalizzazione al valore nominale. Lo "stock watering" (annacquamento delle azioni, N.d.T.), come veniva chiamata questa pratica, costituiva a quel tempo uno degli abusi più severamente criticati di Wall Street.

È sorprendentemente in contrasto con il nostro punto di vista finanziario che il termine "stock watering" sia praticamente scomparso dal vocabolario degli investitori. Per uno strano paradosso, gli stessi risultati fuorvianti, che venivano ottenuti prima del 1914 *sopravalutando* i valori immobiliari, sono ora perseguiti mediante lo stratagemma opposto di sottostimare queste attività. Cancellare il conto impianti, eliminando di conseguenza la quota di ammortamento; aumentare così gli utili dichiarati; aumentare perciò il valore delle azioni. L'idea che un simile gioco di prestigio possa effettivamente aumentare il valore di un titolo è nientemeno che assurda. Eppure Wall Street accetta solennemente questo ragionamento capovolto, e il management aziendale, naturalmente, non è restio a migliorare i risultati pubblici dell'azienda con una manovra così semplice.

Ammortamento delle riserve di minerale da parte dell'acquirente. La distinzione tra l'ammortamento corretto per l'azienda e quello corretto per l'investitore appare più chiaramente nei casi che riguardano l'esaurimento delle riserve di minerale. Come sottolineato nel Capitolo 34 (si veda il testo della Sesta Edizione), gli importi addebitati da una società mineraria per l'esaurimento dei giacimenti si basano su alcune considerazioni tecniche che, probabilmente, sono del tutto irrilevanti per la situazione degli azionisti.

Esempio: nella tabella nel Capitolo 39, uno studio della performance della Homestake Mining Company per l'anno 1925 e, di nuovo, per il 1938 illustrerà questo punto.

Apparentemente il prezzo di 63 all'inizio del 1939 sembrerebbe essere in qualche modo meglio giustificato dagli utili dell'anno prece-

dente rispetto al prezzo di 50 all'inizio del 1926. Ma gli utili dichiarati si basavano sugli oneri dichiarati dalla società per ammortamento ed esaurimento, che non hanno alcuna relazione con il prezzo che l'acquirente delle azioni sta effettivamente pagando per la miniera. Sarà di nuovo utile vedere il quadro dal punto di vista di un uomo d'affari che consideri l'acquisto dell'intera impresa alla valutazione implicita nel prezzo di mercato delle azioni.

Nel 1926 la valutazione sarebbe stata di 12.500.000 dollari. Per questa somma otterrebbe circa 2.500.000 dollari in attività correnti (equivalenti a denaro contante), quindi la miniera e l'impianto gli costerebbero solo 10.000.000 dollari. È questo investimento di capitale che dovrebbe ammortizzare, ovvero recuperare dagli utili, assieme a un profitto adeguato prima che la miniera si esaurisca. Nel 1926 le riserve di minerale sviluppate indicavano una durata minima di undici anni per la proprietà al ritmo di produzione del momento. Poiché era stato sviluppato continuamente nuovo minerale in quantità quasi pari al tonnellaggio estratto, c'erano buone ragioni per aspettarsi una durata considerevolmente più lunga del dato minimo. Non sarebbe prudente, tuttavia, far conto su più di vent'anni. In un'impresa mineraria di questo tipo, lo stesso tasso di ammortamento dovrebbe essere normalmente applicato ai macchinari e alle altre attrezzature della miniera vera e propria, sulla base della teoria secondo cui l'impianto durerà quanto la miniera e dovrà poi essere demolito.

Homestakemining Company

Voce	1938		1925	
	Ammontare	Per azione	Ammontare	Per azione
Utili lordi	19.496.000\$	97,0\$	6.080.000\$	24,32\$
Utili netti prima dell'ammortamento e della svalutazione per esaurimento del giacimento	10.605.000	53,0	1.894.000	7,58
Svalutazione per esaurimento	3.664.000	18,3	1.330.000	5,32
Saldo disponibile per i per dividendi	6.941.000	34,7	564.000	2,25

Prezzo di mercato (a marzo dell'anno seguente)	63	50		
Valore di mercato dell'impresa*	126.000.000\$		12.500.000\$	
Utili in percentuale rispetto al valore di mercato	5,50%	4,50%		

*250.000 azioni nel 1925; 2.000.000 azioni nel 1938

Il calcolo dell'ammortamento dell'acquirente. Il tasso di ammortamento dell'acquirente, quindi, dovrebbe essere compreso tra il 5 e il 9% annuo sul suo prezzo di costo di 10.000.000 di dollari per la miniera. Come funzionerebbe è mostrato nella tabella della pagina seguente, che include un'analisi corrispondente della situazione a marzo 1939. In entrambi i casi, vengono utilizzate le stesse cifre massime e minime per la durata prevista, perché le riserve di minerale segnalate continuavano a mostrare una durata di almeno undici anni.

Dal punto di vista aziendale, la situazione del 1925 (supponendo che si potesse prevedere che continuasse) indicherebbe un ritorno soddisfacente sull'investimento di 50 dollari per azione. Ciò non è affatto vero, per quanto riguarda i dati disponibili, nel caso degli utili del 1938 e del prezzo correlato di circa 63. Le spese di ammortamento della società per il 1925 erano notevolmente più elevate di quanto richiesto da un acquisto delle azioni al prezzo di 50; ma, d'altra parte, chi l'aveva acquistata a 63 non poteva essere affatto sicuro che le spese della società per il 1938, anche se aumentate rispetto al 1925, sarebbero state adeguate ad ammortizzare il suo investimento.⁶

6. Nell'edizione del 1934 abbiamo utilizzato qui gli utili del 1933 di Homestake e il suo prezzo di 360 nel marzo 1934 (equivalenti a 45 dopo il frazionamento 8 per 1 nel 1937). Il rialzo del prezzo di Homestake tra il 1934 e il 1939 è stato in qualche modo inferiore a quello delle società industriali in generale.

**Calcoli dell'ammortamento dell'acquirente
della Homestakemining Company**

Voce	Base di utile del 1925, prezzo 50	Base di utile del 1938, prezzo 63
Spesa per l'acquisto dell'intera società	12.500.000\$	126.000.000\$
Meno le attività liquide nette incluse bilancio	2.500.000	13.200.000
Costo dei diritti di estrazione	10.000.000\$	112.800.000\$
(Valore dell'attività mineraria a bilancio)	(20.960.000)	(7.900.000)
Utili prima dell'ammortamento	1.900.000	10.600.000
Percentuale di utile richiesta sulle attività liquide	(5%)125.000	(3%)400.000
Totale guadagnato sull'investimento minerario	1.775.000\$	10.200.000\$
Utile in percentuale prima dell'ammortamento	17,80%	9,09%
(oneri di ammortamento della società)	(1.330.000\$)	(3.664.000\$)
Ammortamento dell'investitore:		
Massimo 90%	900.000	10.200.000
Minimo 5%	500.000	5.670.000
Utile derivante dall'investimento minerario		
dopo l'ammortamento:		
Utili minimi	875.000	nessuno
Utili massimi	1.275.000	4.530.000
Percentuale di utile sull'investimento minerario		
Minima	8,80%	nessuno
Massima	12,80%	4,0%

Nei casi più frequenti in cui l'onere di una società mineraria per l'esaurimento non è indicato nel suo bilancio, lo stesso approccio generale deve essere utilizzato nel tentativo di analisi. Ciò significa che quando la durata di una proprietà è limitata, anche l'*onere di ammortamento* dichiarato dovrebbe essere ignorato e l'"ammortamento dell'investitore" dovrebbe essere addebitato agli utili prima dell'ammortamento. I tre fattori da considerare sono (1) il prezzo pagato per la proprietà mineraria (prezzo totale meno attività liquide), (2) gli utili prima dell'ammortamento e dell'esaurimento e (3) la durata minima della miniera e, in alternativa, la sua *probabile* durata.

Ammortamento delle riserve di petrolio da parte dell'acquirente.

L'applicazione di questo principio all'industria petrolifera può essere mostrata più facilmente selezionando una società come la Texas Gulf Producing Company, che è esclusivamente un'impresa produttrice e ha chiaramente dichiarato le riserve di petrolio su cui deve basarsi l'acquisto delle azioni. È vero, naturalmente, che le locazioni non sviluppate della società *potrebbero* rivelarsi ricche di importanti quantità aggiuntive di petrolio, ma ciò sarebbe vero per qualsiasi grande proprietà in locazione e non può dare loro *al momento* più del valore nominale rappresentato dal costo di acquisizione.

Esempio: Texas Gulf Producing Company nel 1937.

1. *La situazione.* I fatti significativi relativi agli oneri di ammortamento di questa società sono relativamente semplici. La società è un'impresa esclusivamente produttrice. La maggior parte del suo petrolio proviene da un singolo campo in Texas. Il suo onere di ammortamento ed esaurimento per barile si calcola dividendo le riserve di petrolio rimanenti stimate per il valore netto a bilancio delle proprietà.

Nel 1937 le riserve di petrolio erano in media di circa 26 milioni di barili e il saldo netto delle proprietà era di circa 9,5 milioni di dollari, che generavano un ammortamento di 36,05 centesimi al barile, ovvero 689.000 dollari per la produzione dell'anno.

Di questa cifra, tuttavia, solo 397.000 dollari vennero addebitati agli utili, il resto fu dedotto dalla "riserva derivante dalla perizia" nel bilancio.

Gli utili per azione erano pari a 1,13 dollari per azione prima dell'ammortamento, 68 centesimi per azione come riportato (sulla base dell'ammortamento addebitato agli utili) e solo 35 centesimi per azione dopo l'ammortamento completo, inclusa la parte addebitata alla riser-

va. Il valore contabile delle azioni era di circa 10 dollari per azione. Il prezzo di mercato nel 1937 oscillò tra 9⁵/₈ e 2.

2. *Il calcolo dell'investitore.* Escludendo la possibilità di nuove scoperte o sviluppi – fattore speculativo non misurabile – l'acquirente di queste azioni avrebbe potuto contare su circa tredici anni di vita rimanenti delle proprietà e avrebbe quindi dedotto circa l'8% del suo prezzo di acquisto per l'ammortamento annuale. Quindi, al prezzo massimo di 9⁵/₈ nel 1937, il suo ammortamento sarebbe stato all'incirca pari alla spesa *totale* della società, e quindi gli utili rimanenti sarebbero ammontati solo al 4% del prezzo pagato. Al prezzo *medio* annuale di circa 5³/₄, il suo onere si sarebbe avvicinato all'onere imputato dalla società *agli utili*; e al prezzo minimo di 2, sarebbero stati necessari solo 16 centesimi e, quindi, avrebbe lasciato spazio a un profitto annuale indicato di 97 centesimi, circa il 50% del prezzo pagato.

Ammortamento dei brevetti da parte dell'acquirente. Un gran numero di importanti società manifatturiere possiede brevetti che sono registrati nei libri a 1 dollaro o, altrimenti, al loro costo – che è generalmente un importo relativamente piccolo. È prassi contabile standard ammortizzare tale costo con oneri annuali pari agli utili durante la vita del brevetto, che è di diciassette anni dalla data di concessione. Ma il punto di vista dell'investitore richiede un approccio completamente diverso. La domanda per lui è quanto sta pagando per il brevetto quando acquista le azioni a un dato prezzo – ed è *questo importo* che deve ammortizzare dagli utili successivi.

Regola generale: una minima riflessione mostrerà che *nel caso tipico* nessun calcolo del genere è praticabile. L'investitore non può dire quale parte del prezzo delle azioni rappresenti la valutazione corrente dei brevetti, perché non è in grado di valutare con precisione l'effetto della scadenza dei brevetti dell'azienda sui suoi utili. Se prendiamo aziende come General Electric o Radio Corporation of America, sappiamo che i loro brevetti hanno un peso grande nel quadro, ma solo l'indagine più esaustiva potrebbe darci qualche idea su come allocare il valore di mercato corrente dell'impresa tra gli innumerevoli brevetti e le altre attività realmente materiali. Anche quando la situazione sembra molto più semplice, perché è in gioco un singolo brevetto importante, è facile calcolare male la sua vera importanza per l'impresa.

Esempi: Nel caso della Gillette Safety Razor Company, la scadenza dei brevetti di base è stata seguita inaspettatamente da diversi anni di guadagni notevolmente aumentati e da un enorme avanzamento nel

valore di mercato delle azioni. Lo sviluppo opposto si è verificato nel caso della American Arch Company, che ha fornito mattoni ad arco brevettati per locomotive a quasi tutte le ferrovie degli Stati Uniti. A causa della natura tecnica della sua attività e della sua forte posizione commerciale, coloro che si identificavano con questa azienda erano fiduciosi che avrebbe mantenuto i suoi clienti dopo la scadenza dei suoi brevetti nel 1926. Ma subito dopo la concorrenza ha imposto un drastico taglio dei prezzi, gli utili sono diminuiti e il prezzo delle azioni è crollato.

La nostra conclusione da tutto quanto sopra deve essere che i brevetti non dovrebbero essere valutati come un fattore quantitativo, quando l'investitore ha a che fare con l'ordinaria attività manifatturiera. La proprietà del brevetto deve essere considerata come parte della posizione commerciale dell'azienda, che si riflette nella visione generale del futuro dell'impresa. Ne consegue che la valutazione di 1 dollaro dei brevetti è la più affidabile per lo scopo dell'investitore, che l'ammortamento dei brevetti può essere sommato nuovamente agli utili se l'importo è sostanziale⁷, e, quindi, se tale ammortamento è addebitato alla riserva di utili anziché all'utile⁸, non è necessario correggere il dato degli utili.

Casi speciali. Quando l'attività di una società consiste principalmente nell'incasso di royalty su un brevetto o un gruppo di brevetti, è possibile effettuare un addebito più preciso per l'ammortamento dell'investimento in esso. Dovrebbe essere ovvio che tale disposizione debba essere correlata al *prezzo pagato dall'investitore* per la sua quota di titolarità del brevetto, piuttosto che al costo del brevetto dichiarato nel bilancio della società, su cui essa basa la sua quota di ammortamento. I prossimi tre esempi illustrano questo punto, ma sottolineano anche un fattore più significativo che è presente in tutte le analisi applicate alle azioni ordinarie, vale a dire che i calcoli basati sul presente e sul passa-

7. *Esempio:* prima del 1933 la United States Hoffman Machinery Company addebitava gli oneri con oltre 200.000 dollari all'anno, o circa 1 dollaro per azione ordinaria, per l'ammortamento dei brevetti. L'analista avrebbe dovuto aumentare di questo importo gli utili dichiarati e poi sottoporli a un attento esame a causa della situazione dei brevetti e di altre questioni (per esempio, grandi crediti commerciali) che influenzavano il futuro dell'attività. Nel 1933 la società tornò sui suoi passi svalutando i brevetti a 1 dollaro, riducendo il capitale dichiarato e *riattribuendo alla riserva di utili* circa 1.500.000 dollari precedentemente addebitati per l'ammortamento dei brevetti.

8. *Esempio:* la American Laundry Machinery Company addebita regolarmente un piccolo importo alla riserva di utili per svalutare il suo conto brevetti.

to possono essere facilmente sconvolti dagli eventi imprevedibili del futuro.

Esempio A: Centrifugal Pipe Corporation nel 1929 (ipotesi confermata)

1. La situazione. Questa società controllava brevetti americani e stranieri sul processo De Lavaud per la produzione di tubi metallici. La licenza esclusiva per la produzione di tubi con questo processo fu concessa, su base di royalty, alla United States Cast Iron Pipe Company. L'accordo si estese fino al 1938, sebbene i brevetti di base apparentemente scaddero nel 1934. Furono concesse anche varie licenze straniere, in scadenza nel 1934-1936.

Nel 1929 il prezzo delle azioni variò tra $4\frac{1}{4}$ e 13. Gli utili sia per il 1928 sia per il 1924-1928 furono di 1,05 dollari per azione su 432.000 azioni, prima di addebitarvi l'ammortamento dei brevetti, che la società stava effettuando al tasso annuale di 1,72 dollari per azione (questo era stato ricavato da una valutazione iniziale di 7.000.000 di dollari attribuita ai brevetti principali alla fine del 1923, quando avevano undici anni di validità). Su questa base la società mostrava una perdita dopo l'ammortamento.

2. Il calcolo dell'investitore. Un'analisi effettuata nel 1929 avrebbe potuto suggerire utili di circa 1 dollaro per azione per i dieci anni che terminavano con il 1938, dopo i quali non si sarebbe potuto contare con sicurezza su ulteriori profitti. Gli oneri di ammortamento annuali dell'investitore varierebbero quindi tra 43 centesimi e 1,30 dollari, corrispondenti a un prezzo di acquisto tra $4\frac{1}{4}$ e 13. Ovviamente, a 13 dollari per azione non ci potrebbero essere guadagni sull'investimento, a meno che i profitti non fossero maggiori rispetto al passato. A 5 dollari per azione, d'altra parte, la stima di 1 dollaro produrrebbe un profitto annuale del 10% dopo una detrazione di 50 centesimi per l'ammortamento.

3. Il seguito. Stranamente, i risultati indicati all'inizio del 1929 si realizzarono esattamente nei dieci anni successivi. In questo periodo la società ottenne utili pari a 10 dollari per azione, di cui pagò 6 dollari in dividendi. Nel 1939 chiuse praticamente i suoi affari, distribuendo 3,80 dollari in contanti più un residuo di azioni del valore di circa 50 centesimi ciascuna.

Esempio B: Hazeltine Corporation nel 1937 (calcolo influenzato da nuovi sviluppi)

1. *La situazione.* Questa società fu fondata nel 1924 e controllava i brevetti Neutrodyne per i ricevitori radio, che apparentemente scaddero nel 1936. Furono acquisiti anche altri brevetti.

Nei tredici anni successivi, i suoi risultati oscillarono ampiamente ma ottenne un profitto medio di circa 2,40 dollari ad azione, a cui addebitò 1,50 dollari all'anno per ammortizzare il suo conto brevetti. I dividendi venivano pagati in modo irregolare, in media 1,70 dollari all'anno, principalmente prelevandoli dalla riserva per l'ammortamento dei brevetti. Nel solo 1936 gli utili prima dell'ammortamento erano 3,70 dollari per azione. Nel 1937 le azioni vennero scambiate da un minimo di 7 dollari (che era circa pari alle attività liquide accumulate) a un massimo di 18½.

2. *Il calcolo dell'investitore.* Se l'investitore avesse assunto che il ricavo principale della società derivasse dai suoi brevetti Neutrodyne, avrebbe concluso che le azioni erano troppo alte a 18½, poiché la scadenza di quei brevetti nel prossimo futuro avrebbe apparentemente ridotto in maniera grave la capacità reddituale futura. A un prezzo di 7, d'altra parte, le azioni avrebbero ancora potuto sembrare economiche, in virtù delle sostanziose attività liquide e della prospettiva di un qualche utile ulteriore dai brevetti rimanenti. In realtà, questa sarebbe stata un'analisi superficiale, poiché i documenti contabili mostravano che la società controllava centinaia di brevetti di vario genere. Quindi, solo un'attenta indagine sui dettagli dell'attività di Hazeltine avrebbe consentito una conclusione sul valore relativo dei brevetti in scadenza e in corso.

3. *Il seguito.* Gli utili della società nel 1937-1938 si dimostrarono effettivamente elevati come lo erano stati nel 1936. Un nuovo brevetto che proteggeva un sistema di accoppiamento utilizzato nella maggior parte dei set di ricezione fu rilasciato nel 1938 e le diede una posizione nel settore altrettanto forte di quella che aveva precedentemente posseduto. Il prezzo delle azioni salì a 30 nel 1938 e a 36 nel 1939.

Esempio C: International Cigar Machinery Company nel 1939 (un'analisi attuale)

1. *La situazione.* I principali brevetti di questa società le conferiscono il controllo sulla fabbricazione di sigari tramite macchina. Possiede anche altri brevetti di minore importanza nel settore. I brevetti originali sui

macchinari per sigari sono apparentemente scaduti, ma nuovi miglioramenti hanno consentito alla società di mantenere la sua posizione.

Gli utili sono derivati principalmente da royalty e vendite di licenze. Nei dieci anni 1929-1938 sono variati tra 2,08 dollari e 3,33 dollari per azione e sono ammontati a 2,28 dollari nel 1938, su 600.000 azioni. Queste cifre sono al netto di "oneri di ammortamento e svalutazione" relativamente ridotti di circa 30 centesimi per azione all'anno. Lo stato patrimoniale della società alla fine del 1938 dichiarava un valore totale di tutti i beni intangibili di 14.000.000 di dollari lordi, di cui i brevetti ammortizzabili dovevano rappresentare un'aliquota relativamente ridotta e l'avviamento non ammortizzabile la parte maggiore. Il capitale circolante netto e le altre attività materiali ammontavano a soli 2 dollari per azione. Nel 1939 il prezzo delle azioni oscillò tra 20 e 24.

2. *Il calcolo dell'investitore.* Se si fosse ritenuto che l'attività della società dipendesse in larga misura da un singolo insieme di brevetti, un prezzo medio di 22 non poteva essere giustificato. In tal caso, infatti, sarebbe stato improbabile che gli utili futuri fino alla scadenza dei brevetti sarebbero stati sufficienti a ripagare l'investimento per intero, più i congrui utili su di esso. In altre parole, qualsiasi addebito conservativo per ammortamento sarebbe stato nefasto per l'acquisto, se basato solo sulla situazione attuale dei brevetti.

D'altro canto, il prezzo di mercato potrebbe essere giustificato se in futuro la società riuscisse a mantenere il controllo del brevetto e della licenza del settore mediante miglioramenti nello stato dell'arte. È stata in grado di farlo in passato. Potrebbe anche trarre vantaggio da un maggiore utilizzo di macchinari rispetto alla fabbricazione artigianale, a causa dei prezzi di vendita costantemente più bassi per i sigari.

Ovviamente, quindi, la valutazione di questo problema è essenzialmente una questione di analisi e previsione del settore, e non di applicazione della tecnica di contabilità degli investimenti a uno stato di fatti definito.

Riassunto delle regole. La nostra lunga discussione sulle politiche di ammortamento può essere riassunta nelle seguenti regole:

- Regola 1: le spese di ammortamento dell'azienda devono essere accettate nell'analisi ogni volta che (*sono vere entrambe le condizioni*):
 - a. Si basano su normali regole contabili applicate a valutazioni eque delle attività fisse.

- b. Il saldo netto degli impianti non è diminuito nel corso di un periodo di anni.
- Regola 2: le spese dell'azienda possono essere ridotte nei calcoli dell'analista se superano regolarmente le spese in contanti per la proprietà. In tal caso, le spese medie in contanti possono essere dedotte dagli utili come una spesa di ammortamento provvisoria e il saldo dell'ammortamento incluso come parte del *rischio di obsolescenza*, che tende a ridurre la valutazione della capacità profittuale media per cassa. L'indennità di obsolescenza sarà basata sul *prezzo pagato per l'impresa dall'investitore* e non sul valore contabile o sul costo di riproduzione delle attività fisse.
 - Regola 3: le spese della società devono essere aumentate nei calcoli dell'analista se sono entrambe inferiori alle spese medie in contanti per la proprietà e inferiori alla riserva richiesta dalle normali regole contabili applicate al valore equo delle attività fisse utilizzate nell'attività.

Riserve di contingenza e simili. Le società gestite in modo conservativo in passato erano solite addebitare determinati importi arbitrari sugli utili degli anni buoni per assorbire eventuali perdite speciali che avrebbero potuto verificarsi in seguito, solitamente in un anno negativo. L'intento di questa politica era di pareggiare gli utili in periodi di prosperità a quelli dei periodi di depressione. In questo senso assomigliava all'uso degli utili accumulati delle società sussidiarie discussi nel Capitolo 33 (si veda il testo della Sesta Edizione). L'esperienza ha dimostrato che tali dispositivi per modificare artificialmente gli utili effettivi sono troppo facilmente soggetti ad abusi. L'opinione finanziaria intelligente, rappresentata dalla Borsa di New York, insiste, quindi, affinché la direzione riveli i veri risultati di ogni anno e lasci che ogni perequazione e mediazione venga effettuata dagli azionisti.

Esempi: il bilancio annuale di Coca-Cola Company per il 1928 affermava che "la posizione della società è stata notevolmente rafforzata negli ultimi cinque anni accantonando una riserva per imprevisti di circa 5.000.000 di dollari". I bilanci dei cinque anni precedenti mostravano che la riserva era stata accumulata tramite addebito all'utile, in importi variabili e per diversi scopi. Negli anni 1929-1939 la politica fu continuata, tranne nel 1933 e nel 1934, con il risultato che la "Riserva per imprevisti e operazioni varie" costituita da oneri sui profitti ammontava a 13.011.479 dollari alla fine del 1939. Nel 1939 la Continental Steel Company dedusse 300.000 dollari come riserva per imprevisti dai

suoi utili dichiarati per il secondo semestre, riducendo gli utili per azione da 4,62 dollari a 3,13 dollari.

American Commercial Alcohol Company

Voce	Totale	Per azione
1931 perdita netta	597.000\$	3,18\$(d)*
1932 profitto netto	586.000	3,01
Perdita netta di due anni	11.000\$	0,17\$(d)

*Adeguate al valore nominale di 20\$.

Utilizzo di riserve di contingenza e simili per distorcere il quadro degli utili. Durante gli anni 1931 e 1932, tuttavia, molte aziende fecero ricorso a riserve di contingenza e simili, con l'effetto di offuscare e confondere notevolmente i loro bilanci annuali. Queste riserve furono create per un triplice scopo: (1) consentire che le perdite fossero imputate alla riserva anziché al profitto, (2) sviare sull'effettiva presa in carico della perdita e (3) in alcuni casi gettare le basi per utili gonfiati negli anni successivi. Un'analisi dettagliata dei bilanci di American Commercial Alcohol Corporation per il 1931 e il 1932 può servire a chiarire questi punti al lettore.

I risultati per i due anni forniti dalla società nei suoi bilanci annuali sono mostrati nella precedente tabella.

Da questi dati sembrerebbe che la società avesse quasi pareggiato i conti durante i due anni di depressione nel loro insieme e che avesse realizzato utili sostanziali nel 1932. Ma i bilanci che coprono questo periodo, presentati di seguito in forma condensata, indicano una conclusione completamente diversa (si noti che non sono stati pagati dividendi durante questo periodo).

Questi bilanci mostrano che, invece di una perdita puramente nominale di 11.000 dollari complessivi per i due anni, c'è stata una contrazione effettiva di 1.600.000 dollari nella riserva da utili della società, la maggior parte della quale è rivelata da un aumento del debito corrente.

**Bilanci riassuntivi della American Commercial Alcohol Corporation,
1930–1932 (dati in migliaia)**

Voce	31 dicembre 1930	31 dicembre 1931	31 dicembre 1932
Attività correnti	2.657\$	2.329\$	2.588\$
Meno passività correnti	294	1.225	1.327
Capitale netto circolante	2.363\$	1.104\$	1.261\$
Immobilizzazioni fisse e varie al netto dell'ammortamento	6.440	6.126	6.220
Totale delle risorse nette	8.803\$	7.230\$	7.481\$
Capitale	3.775\$*	3.764\$	3.895\$
Riserve varie	256	416	413
Riserva da utili	4.772	3.050	3.173
Totale	8.803\$	7.230\$	7.481\$

*Adeguato al valore nominale di \$ 20 (il bilancio dichiarava un capitale di 8.500.698\$ e una riserva da utili di 46.484\$).

La straordinaria discrepanza tra queste due esposizioni è stata causata dall'esclusione dal conto economico di numerose perdite e deduzioni, che sono state invece addebitate alla riserva da utili. Questo semplice espediente è stato reso più complicato – e, quindi, non così facilmente comprensibile agli azionisti – dal ricorso a tre fasi di procedura contabile, vale a dire:

1. Il trasferimento di un grande importo dal capitale alla riserva di capitale.
2. Il trasferimento di varie somme dalla riserva di capitale alle riserve.
3. L'addebito di varie perdite a queste riserve e di altre perdite direttamente alla riserva da utili.

Alla fine del 1931, l'American Commercial Alcohol trasferì la somma di 4.875.000 dollari dal capitale alla riserva di capitale. Quindi utilizzò 576.000 dollari di questa riserva di capitale per annullare il deficit di conto profitti e perdite accumulato. Le voci inserite nel conto della

riserva da utili per il 1931 e il 1932 mostrano il seguente notevole assortimento di perdite e aggiustamenti straordinari.

Riduzione del valore delle scorte in base ai contratti dell'anno precedente	145.000\$
Perdite dovute alla negoziazione di opzioni sul mais	88.000
Riduzione del valore delle immobilizzazioni	157.000
Perdite dovute alla rivalutazione dei container	213.000
Saldo delle spese organizzative	73.000
Imposta sul reddito per gli anni precedenti	54.000
Maggior costo delle materie prime nel 1932	255.000
Pagamento secondo i contratti di retribuzione	40.000
Perdita sulla vendita di azioni proprie ecc.	46.000
Voci varie (10 addebiti e 1 accredito)	117.000
Riserva per imprevisti	400.000
Addebiti alla riserva, 1931-1932	1.588.000\$
Perdita per due anni, come da conto economico	11.000
Riduzione totale della riserva, 1931-1932	1.599.000\$

È evidente che una parte sostanziale di questi addebiti alla riserva da utili rappresentava in realtà perdite operative, che a loro volta erano responsabili del grande aumento delle passività correnti. Va inoltre notato che la società riportò nel 1933 una nuova riserva di contingenza di 400.000 dollari, alla quale si sarebbero potute addebitare perdite future che dovessero correttamente riflettersi nel conto economico.

Quindi la procedura contabile di questa società – così come di molte altre – nel 1931 e nel 1932 non solo nascondeva la vera portata delle perdite subite ma era anche calcolata per sottostimare le perdite o sopravvalutare gli utili degli anni successivi.⁹

Un tipo particolare e frequente di riserva di contingenza è una riserva per il futuro calo delle scorte. Nella nostra discussione sui vari metodi ammissibili per calcolare le scorte (nel Capitolo 32) abbiamo sottolineato che il Normale Metodo delle Scorte mira a ridurre le scorte di base a una cifra così bassa che nessun calo di prezzo richiederà un ulteriore addebito agli utili. Questo metodo comporta, in sostanza, l'uso di una riserva di emergenza per il futuro calo delle scorte, calcolata in conformità con una politica definita e continua. Nel complesso dobbiamo considerare un dispositivo di questo tipo come

9. Un comitato investigativo del Senato (su banche e valute, che indagava sulle "pratiche di Borsa") nel febbraio 1934 rilevò il fatto che c'erano state continue attività di pool nelle azioni di American Commercial Alcohol tra febbraio 1932 e luglio 1933.

meritevole di elogi piuttosto che di critiche. Ma è essenziale che l'analista tenga conto dell'uso di tali riserve quando studia i risultati di un singolo anno e, in particolare, quando confronta diverse aziende nello stesso settore. Ricordiamo inoltre al lettore che l'istituzione di una riserva di inventario *a partire dalla riserva di utili*, qualunque sia la teoria alla base, comporta quasi sempre una sovrastima degli utili dichiarati in un periodo di anni.