



Working Capital Management and Control in International Enterprise

Franco Cescon, Gina Rossi

Dicembre 2022

n. 3 / 2022

Amministrazione e controllo

Working Capital Management and Control in International Enterprise

Abstract

Problems with the working capital management and control in international enterprise have become very important both in large and in small and medium enterprise. While, there are many general pressures increasing different international strategies in large enterprise, such as global and transnational strategy, in recent years the internationalization of small and medium enterprise, mainly based on export and multi-domestic strategy, has been relevant because the country of origin becomes relatively less important for competitive advantage¹.

This study contributes to the managerial finance and accounting literature focusing on working capital management and control in international enterprises.

The objectives of the study are to examine the importance of international managerial finance, the effect of exchange rate fluctuation, the risk of the firm in foreign currency units, the translation of financial statements.

Exploring a range of text, examples and a case study, the paper reinforces the importance of viewing the managerial finance and accounting as an integrated part of the organizational architecture². In particular, the case study analysis³ reveals that a modern international business finance can act as a powerful engine to manage the foreign risk assumed by the firm and develop relatively formal decision rules for measuring the exchange risk situation. These rules, in the enterprise object of the case study, are based on an analysis of the exchange management process using theoretical model and techniques that the financial managers considered useful for enhancing accuracy and timeliness, and improve the information for managing and measuring the working capital.

Keywords: International enterprise, working capital management, exchange rate fluctuation, risk of firm in foreign currency units, translation of financial statement

1. Introduzione

I principi di pianificazione e controllo per il capitale circolante nelle aziende manifatturiere e dei servizi con un approccio generale (e.g. Cescon, 2021) sono simili a quelli per le imprese internazionali. Per definizione, in questo articolo usiamo il termine imprese internazionali per indicare le attività economiche che si caratterizzano per il fatto di svolgersi in contesti con differenti valute estere⁴. Ad esempio, l'uso dell'Euro (€) per l'impresa capogruppo (*parent company*) in Europa e dei Dollari USA (\$) per una sua filiale estera (*subsidiary*). Nell'attuale contesto ambientale di

¹ Vedi Johnson et al. (2014, p. 270) per una comparazione delle strategie internazionali: *global strategy, transnational strategy, multi-domestic strategy and export*.

² Vedi la discussione in Zimmerman (2017, p. 127-160) per una elaborazione in tema di *Organizational Architecture* dell'impresa.

³ Per esplorare il contributo fornito alla gestione e al controllo del capitale circolante nelle imprese internazionali è stato usato, come metodo della ricerca, un singolo *case study method*. Questo metodo, che ha coinvolto il CFO di una grande impresa internazionale di successo, è stato selezionato per assicurare un'analisi olistica dei complessi fenomeni che hanno per protagonista un contesto di vita reale. Scapen (1990) sintetizza i benefici dell'uso di un singolo *case study method*. Questo studioso evidenzia che con questo metodo, lo scopo è di esplorare la pratica e il contributo fornito da un contesto reale significativo alla ricerca.

⁴ Mentre "la valuta funzionale è una valuta dell'ambiente economico prevalente in cui l'entità opera [...] la valuta estera è una valuta differente dalla valuta funzionale dell'entità" (IAS 21).

elevata incertezza, sia nelle transazioni domestiche sia nelle transazioni internazionali una criticità per la performance economica è la gestione del capitale circolante. Questa è importante sia nelle grandi imprese, attraverso differenti strategie di internazionalizzazione, sia nelle piccole e medie imprese che negli anni recenti si sono orientate verso l'internazionalizzazione perché (spesso) il paese di origine è relativamente meno importante per realizzare vantaggi competitivi.

Le transazioni internazionali richiamano la conoscenza di meccanismi finanziari internazionali⁵ per supportare la gestione e il controllo di una impresa internazionale. In particolare, in tema di *international financial management* possiamo osservare, ad esempio, che nella gestione della liquidità, quale elemento del capitale circolante, le imprese internazionali cercano di velocizzare le entrate di cassa con l'uso di conti bancari in ogni paese estero nel quale operano⁶. Lo scopo primario è ridurre i tempi d'incasso delle fatture dei clienti tramite l'intermediazione della banca estera. Questa a sua volta trasferisce con maggiore rapidità, al netto delle commissioni, i fondi raccolti nel conto dell'impresa.

In tal modo, le banche internazionali attraverso i loro rami possono favorire la gestione del capitale circolante velocizzando i flussi di fondi, diminuendo l'esposizione dei fondi alle fluttuazioni valutarie e riducendo il rischio di cambio (*foreign exchange risk*).

In un ambiente in rapido cambiamento, il mercato finanziario genera pressioni per una buona gestione aziendale che coinvolge l'arena e il contributo della finanza direzionale internazionale. Nelle grandi imprese internazionali i manager finanziari preposti, quali il *Chief Financial Officer* (CFO) e il *Treasurer*, sono chiamati, giorno per giorno, a considerare l'evoluzione del mercato finanziario internazionale⁷. D'altro canto, anche nelle piccole e medie imprese internazionali il direttore finanziario e amministrativo (quale manager finanziario) è chiamato a favorire una buona gestione del capitale circolante con il controllo del *foreign exchange risk*.

In generale, per i manager finanziari dell'impresa internazionale, sono rilevanti: (a) la protezione contro le fluttuazioni della valuta estera nelle vendite (clienti) e negli acquisti (fornitori); (b) la valutazione, in ipotesi di surplus (avanzo) di cassa, dei rendimenti degli investimenti nei titoli negoziabili (*Marketable Securities*) nel mercato nazionale e internazionale. Inoltre, in ipotesi di fabbisogni finanziari, i manager finanziari devono attivare la comparazione tra fonti interne ed esterne.

Per associazione concettuale, quando è necessario il finanziamento a medio-lungo termine del capitale fisso, sono fondamentali: (i) le valutazioni degli investimenti con l'identificazione dei benefici finanziari e strategici, appropriate tecniche di giustificazione per ogni tipo di investimento ed evitando eccessivi tassi di attualizzazione; (ii) lo sviluppo di relazioni di finanziamento a lungo termine con gli intermediari e le istituzioni finanziarie internazionali.

Mentre molti ricercatori, soprattutto nordamericani, hanno condotto studi in tema di *multinational financial management*, a nostra conoscenza, sono *pochi* i ricercatori in Europa che nella letteratura di *accounting and finance* hanno rivolto sforzi e contributi nell'ottica economico-aziendale ai problemi in tema *working capital management and control in international enterprise*⁸.

⁵ Fra i meccanismi finanziari internazionali è fondamentale la familiarità del management con: (a) il processo di aggiustamento in condizione di tassi di cambio flessibili (*the adjustment process under flexible rates*) e (b) il processo di cambiamento all'uso di tassi di cambio fissi (*fixed exchange rates*).

⁶ Il capitale circolante nelle aziende internazionali è simile alla controparte domestica e include fra i *current assets* queste tre fondamentali gestioni: *international cash management*; *credit management*; *inventory management*.

⁷ Vedi, Bowditch and Burtle (1976) per una discussione in tema di "The Corporate Treasurer in a World of Floating Exchange Rates".

⁸ La prospettiva teorica qui esposta si colloca nel filone di studi di *international business finance*, originati in particolare da Weston e Copeland, e da noi sviluppata offrendo un quadro che si ispira ai contenuti delle discipline aziendali.

Nella prospettiva teorica generale, la principale motivazione del presente studio è fornire utili spunti di riflessione attraverso testi, esempi e un *case study* per favorire la riduzione dei problemi di gestione e controllo del capitale circolante e migliorare la performance economica.

Nel disegnare il contributo, le attese dello studio sono quelle di supportare l'assunzione che l'adozione di avanzati strumenti di gestione e controllo del capitale circolante produca benefici e giochi un ruolo importante nell'impresa perché le informazioni derivanti dall'utilizzo di questi strumenti da parte del management hanno implicazioni nell'influenzare il processo di *business strategy*. Quale orientamento di fondo il paper si rivolge in particolare ai manager finanziari (e al management) delle piccole e medie imprese internazionali che caratterizzano la manifattura (in Italia e in molti paesi).

Il resto dell'articolo è organizzato come segue. Nella prossima sezione lo studio esplora l'importanza della finanza direzionale internazionale. Le sezioni 3 e 4, rispettivamente, esaminano le fluttuazioni dei tassi di cambio⁹ esteri e i rischi di cambio esteri con la descrizione di alcune fondamentali relazioni di equilibrio. Le sezioni 5 e 6 esaminano il rischio delle variazioni dei cambi delle valute estere e il rischio nelle filiali estere con posizioni in valuta estera. Le sezioni 7 e 8, infine, espongono gli aspetti chiave del principio contabile internazionale IAS 21 e come il *financial statement* di filiale estera (*subsidiary*) viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo (*parent company*).

Le conclusioni forniscono una rassegna dei più importanti aspetti emersi nello studio e i limiti.

2. L'importanza della finanza direzionale internazionale

Negli anni recenti gli studiosi hanno evidenziato che la fluttuazione dei tassi di cambio in a *changing environment* ha un peso rilevante per la performance economica nelle imprese internazionali. Conseguentemente, nella pratica aziendale, gli effetti dovuti ai cambiamenti delle valute estere hanno influenzato in modo significativo i risultati economici. Nelle aziende internazionali, alla primaria capacità competitiva di creazione del valore economico, con la vendita di prodotti e servizi di alta qualità e processi produttivi di miglioramento continuo, si aggiunge il governo delle valute estere. Per cui il successo economico-finanziario dipende anche dall'abilità della funzione di finanza direzionale internazionale. L'importanza della finanza direzionale internazionale si configura in generale, da un lato, nel supportare la gestione operativa all'estero e, dall'altro, nel contributo al risultato economico con un'appropriata gestione finanziaria internazionale delle variazioni dei cambi delle valute estere.

L'importanza della finanza direzionale internazionale può essere illustrata con alcuni esempi. Supponiamo che un'azienda Giapponese di moto fissi il prezzo unitario di vendita a 625.000 Yen al tasso di cambio di 125 Yen per Euro (€). L'azienda Giapponese dovrebbe ottenere 5.000 € per ogni moto venduta in Italia. Se il tasso di cambio è di 145 Yen per 1 €, il prezzo/ricavo in Euro è 4.310 € per ogni moto venduta in Italia (vedi tabella 1).

INSERT TABLE 1 ABOUT HERE

L'azienda Giapponese, considerando le ipotesi (H1 e H2), potrebbe valutare due azioni alternative: (a) mantenere il prezzo/ricavo a 5.000 € per generare un maggiore risultato economico nelle vendite in Italia; (b) ridurre il prezzo/ricavo in Euro (€), grosso modo del 14%, per ottenere lo stesso ammontare di Yen (625.000). In questo esempio, il cambiamento del tasso di cambio estero (da 125

⁹ Secondo quanto previsto dallo IAS 21, "Il tasso di cambio è il rapporto di cambio tra due valute".

a 145 Yen per 1 €) gioca un ruolo nel processo di vendita dell'azienda Giapponese. Tuttavia, come è stato visto in precedenza, i risultati economici sono funzione di numerosi fattori.

Vediamo un esempio in cui si ha una relazione diversa (opposta) tra valute estere.

Supponiamo che un'azienda USA di personal computer (pc) venda un tipo di pc in Italia fissando il prezzo unitario a 1.000 Euro (€). Quando l'Euro (€) ha un valore di 1.50 \$ il ricavo del venditore USA ammonta a 1.500 dollari (\$). Supponiamo la caduta del valore dell'Euro (€) a 1.01 dollari USA (\$). Se l'azienda USA continua a vendere il prodotto a 1.000 Euro (€) il ricavo atteso del venditore ammonta a 1.010 dollari (vedi tabella 2).

INSERT TABLE 2 ABOUT HERE

In questo ipotetico esempio, usando solo un criterio economico per le decisioni, due riflessioni sono o potrebbero essere utili. Primo, se per l'azienda USA l'importo di 1.500 \$ per unità di prodotto rappresenta il *target price* indispensabile per la copertura del *target costing* e del *return on equity*, è certamente altamente sfidante per la continuità aziendale (nel medio termine) la caduta del prezzo/ricavo del 32,6%. Secondo, per poter continuare a garantire un prezzo-ricavo di 1.500 \$ al tasso di cambio di 1.01 \$ per 1€ occorre fissare il prezzo (nuovo) a 1.485 €. Conseguentemente il prezzo espresso in Euro aumenta pesantemente (da 1.000 € a 1.485 €) e può essere difficile per l'azienda USA vendere in Italia e, più in generale, nell'Eurozona.

Questi ipotetici esempi di tassi di cambio sono significativi per interiorizzare l'importanza, nelle transazioni internazionali, delle fluttuazioni dei cambi delle valute estere e gli effetti dei cambiamenti dei cambi delle valute estere sui risultati economici e sulla situazione patrimoniale.

I differenti effetti dei cambiamenti delle valute estere sono connessi ai rapporti internazionali e il suggerimento di analisi statistiche descrittive può, a ben vedere, essere utile per osservare l'evoluzione storica dei gradi di fluttuazione¹⁰.

Ad esempio, la statistica descrittiva di tabella 3 descrive il trend evolutivo delle fluttuazioni del valore dell'Euro in relazione alle valute di 4 paesi, quali USA, Giappone, Cina e Brasile, nel periodo 2010-2022.

INSERT TABLE 3 ABOUT HERE

L'analisi mostra che ci sono state fluttuazioni verso per l'alto per il Giappone (Yen) e verso il basso per paesi come la Cina (Yuan) e gli USA (\$). Infine, il valore del Real Brasiliano (RB) da 2,21 per 1 Euro (€) mostra una continua svalutazione, per cui nel mese di agosto 2022 sono richiesti 5,02 RB per 1 € e il peso (E=1/X) declina da 0,45 in valore a 0,19. Lo studio nel tempo e nello spazio delle fluttuazioni verso l'alto e verso il basso del valore dell'Euro rispetto alle valute estere sviluppatasi nei paesi sono un primo *step* per analisi e stime nelle transazioni internazionali.

3. Le fluttuazioni dei tassi di cambio esteri

La finanza direzionale internazionale, come abbiamo visto, è importante perché le transazioni internazionali sono svolte spesso con valute estere. Ad esempio, si pensi ad un'azienda manifatturiera Italiana che vende merci e servizi ad un'azienda USA la quale negozia il pagamento in dollari (\$). In questo contesto, sono possibili effetti delle variazioni dei cambi delle valute estere.

¹⁰ Il lavoro si concentra a livello aziendale sui diversi effetti dei cambiamenti delle valute estere e non affronta le conseguenze che sono riflesse nella bilancia commerciale (dei beni e servizi) e il processo di afflusso e deflusso dei capitali a livello governativo dei diversi paesi.

Nelle transazioni internazionali, a ben vedere, il tasso di cambio che viene stabilito tra le valute e la loro conversione esprime le relazioni di prezzo. In sintesi, se i cambi delle valute estere fluttuano le aziende internazionali sopportano il rischio di tasso di cambio estero. Questo, in generale, si manifesta per posizioni di rischio che mostrano passività maggiori delle attività in valuta estera¹¹.

3.1 La misurazione delle fluttuazioni dei tassi di cambio

Nella misurazione della percentuale di cambiamento dei tassi di cambio utilizziamo i simboli che caratterizzano la classica letteratura di *managerial finance*. Supponiamo una svalutazione di Real Brasiliano da 2 RB per 1 € a 4 RB per 1 €. Posto X = numero di RB (*foreign currency units*) per Euro, la percentuale di cambio del numero di RB richiesti per 1 € (D_{fd}) può essere definita dalla misurazione che segue:

$$\begin{aligned} \text{Percentuale di cambio} &= (X_1 - X_0) / X_0 \\ &= (4 - 2) / 2 = 2 / 2 = 1 = 100\% \end{aligned}$$

In questo caso, in numero di RB richiesti per 1 € incrementa del 100%.

Se poniamo $E = 1/X$, con E = Euro per *foreign currency units* (RB), la percentuale di cambiamento nel valore dell'Euro (€) del Real Brasiliano (RB) è data da:

$$\begin{aligned} \text{Percentuale di cambio} &= (E_0 - E_1) / E_0 \\ &= (1/X_0 - 1/X_1) / 1/X_0 \\ &= (1/2 - 1/4) / 1/2 = (0,50 - 0,25) / 0,50 = 0,50 = 50\% \end{aligned}$$

Il 50% è la percentuale di deprezzamento del valore in € in RB.

3.2 L'implicazione base nelle fluttuazioni dei tassi di cambio

La base fondamentale per il commercio internazionale è il principio del vantaggio comparato. Questo, in breve, sostiene che se un paese è più efficiente nella produzione di alcuni prodotti sarà avvantaggiato nella transazione internazionale di certi prodotti. D'altro canto, a livello aziendale i riferimenti generali della dottrina utilizzano il concetto di vantaggio competitivo.

Montemerlo (2005, pp. 342-343) sintetizza il concetto come segue:

“Si definisce vantaggio competitivo l'insieme dei tratti (elementi) che distinguono il sistema prodotto di una determinata azienda da quello dei concorrenti. Esistono due tipi fondamentali di vantaggio competitivo: il vantaggio di differenziazione e il vantaggio di costo”.

Nelle imprese internazionali, congiuntamente al principio del vantaggio competitivo c'è il rischio della fluttuazione dei tassi di cambio esteri. Tuttavia, molti programmi aziendali non sono coerenti

¹¹ La dottrina anglosassone sottolinea che se i crediti netti in valuta estera sono superiori ai debiti in valuta estera, l'azienda viene definita in “*long position*”; se i debiti in valuta sono maggiori ai crediti in valuta estera, l'azienda viene definita in “*short position*”. Le diverse posizioni misurano un diverso impatto sul risultato economico quando il valore della valuta estera diminuisce o aumenta.

con un approccio teorico o sottovalutano il problema con una strategia di gestione del rischio di cambio mediocre. Come sostengono Cornell e Shapiro (1983, p.16) nella loro proposta teorica:

“*The development of an effective managing currency risk should proceed in three distinct stages. First, management should determine what is at risk, and this requires an appropriate definition of foreign exchange risk. Second, it must clearly identify the objectives of its exchange risk management program. [...] Third, having determined the extent of its exposure to currency risk and defined its objectives, management can then design a set of company-wide policies to achieve its objectives*”.

In genere, invece, le raccomandazioni dei *financial consultants* è orientata unicamente alla sola copertura finanziaria. Queste due visioni hanno in comune il ricorso al *foreign exchange market* al fine di ridurre il rischio di cambio con l'adozione di specifici strumenti, quali *forward*¹² o *futures*. Nella prassi bancaria il costo di una tipica operazione *forward* dipende: (a) dalle condizioni di offerta e di domanda nei mercati esteri; (b) dai paesi coinvolti (*forward expectations*). In termini monetari, il premio per il contratto a termine (*forward*) è in relazione diretta al tasso spot corrente (a pronti)¹³.

3.3 La relazione base nei tassi di cambio

In una nota, sviluppata in precedenza, abbiamo evidenziato che fra i meccanismi finanziari internazionali è fondamentale la familiarità dei manager finanziari con: (a) il processo di aggiustamento in condizione di tassi di cambio flessibili (*the adjustment process under flexible rates*) e (b) il processo di cambiamento all'uso di tassi di cambio fissi (*fixed exchange rates*).

Mentre riconosciamo l'importanza di questi due meccanismi finanziari internazionali, per gli scopi del lavoro enfatizziamo la relazione base nota come *Consistent Foreign Exchange Rates* (CFER). Nella letteratura di *International management*, questa ha luogo quando i tassi di cambio esteri, nel mercato di intermediazione internazionale, di un paese non sono in relazione con il tasso di cambio di altro paese. Analizziamo la relazione CFER con un esempio ipotetico basato su dati arrotondati per semplificare l'analisi¹⁴. Supponiamo che il valore della sterlina sia di 1 £ (*pound*) per 2 € (Euro) a Milano e per 1,80 € (Euro) a Londra.

Il comportamento che influenza la tipica razionalità economica dà luogo ad azioni di aggiustamento. A Milano la vendita di 180 £ per 360 € segue la logica che il valore della sterlina (*pound*) è più alto. Le 180 £ vendute nella piazza di Milano per 360 € possono essere usate per comprare 200 £ a Londra. Queste opportunità di arbitraggio generano in termini valutari un margine economico positivo di 20 £¹⁵. L'esempio illustrato, riguardante la relazione tra due paesi/località diversi l'uno dall'altro, può essere generalizzata. La letteratura anglosassone definisce questa generalizzazione come *consistent cross rates*.

4. I rischi di cambio esteri: alcune fondamentali relazioni di equilibrio

¹² Il contratto *forward* è un acquisto o vendita a un prezzo specifico ora (al tempo presente) con la transazione che avrà luogo in data futura.

¹³ Vedi la discussione in Shapiro (1989) in tema di “*The Foreign Exchange Market*” che include l'analisi che descrive “*The Spot Market, The Forward Market, Futures Contracts*”.

¹⁴ Quale tipica razionalità economica di chi fa arbitraggi, sottende la logica di vendere alto e pagare basso.

¹⁵ Questo lavoro non affronta le conseguenze macro-economiche che sono riflesse con la vendita di valuta in una località e l'acquisto di valuta in altra località a seguito delle opportunità di arbitraggio.

Le osservazioni descritte nelle precedenti sezioni sono rilevanti nella gestione degli scambi esteri. In parallelo, alcuni studiosi hanno sottolineato l'importanza della comprensione delle relazioni di scambio. Come sottolineano Copeland e Weston (1988, p. 790),

“Sound decision-making in managing foreign exchange risks require an understanding of the key equilibrium relations involving international prices, interest rates, inflation rates, and spot versus forward exchange rates”.

A questo riguardo, questa sezione si concentra su due fondamentali relazioni di equilibrio¹⁶ e sui correlati modelli teorici: *The Purchasing Power Parity (PPP)*; *The International Fisher Relation (IFR)*. Per discutere le due relazioni ribadiamo alcune convenzioni base.

Supponiamo che un esportatore italiano tenda (non necessariamente) ad essere pagato in Euro (€), mentre un importatore USA che acquista in Italia può preferire di pagare con la propria valuta (\$). Generalizzando, il tasso di cambio può essere espresso in *foreign currency (FC) units* per Euro. Se ipotizziamo (semplificando) un tasso di cambio di 1 € per 2 FC questo esprime il valore di 2 *foreign currency (FC) units* in termini di Euro.

Passiamo ora all'analisi delle due fondamentali relazioni di equilibrio e usiamo i seguenti simboli chiave:

$CX = X_1/X_0$ = cambiamento del tasso di cambio

X_0 = FC (*foreign currency*) units per Euro in un periodo immediato

X_1 = FC (*foreign currency*) units per Euro in un periodo successivo

$E_0 = 1/X_0$ = Euro per FC units in un periodo immediato

$E_1 = 1/X_1$ = Euro per FC units in un periodo successivo

4.1 The Purchasing Power Parity (PPP)

La dottrina *Purchasing Power Parity* si occupa fundamentalmente delle tariffe alle quali le merci nazionali (domestiche) vengono scambiate con le merci estere. Il teorema PPP, in generale, sostiene che le persone valuteranno la valuta per ciò che essi compreranno.

Come scrivono Weston e Copeland (1986, p. 984),

“If an American dollar buys the same basket of goods and services as five units of a foreign currency, we have an exchange rate of five foreign units to the dollar or 20 cents for foreign currency units”.

Nel tentativo di confrontare gli indici di prezzo con la parità di potere d'acquisto, il calcolo assume che sia possibile comporre panieri di beni economici (merci e servizi) comparabili in diversi paesi.

Nell'uso del PPP, si enfatizza l'affermazione che le variazioni del tasso di cambio riflettono le variazioni dei prezzi relativi tra due paesi. Per cui, il tasso di parità stimato dalle variazioni del potere d'acquisto di due valute viene riferito a un periodo base passato in cui il tasso di cambio era in equilibrio. Il PPP può essere formalizzato con l'equazione 4.1:

¹⁶ La letteratura enfatizza che l'applicazione delle fondamentali relazioni di equilibrio sottendono nelle analisi le assunzioni base richieste per mercati perfetti. Tipicamente: numerosi venditori e compratori; assenza di tasse; assenza di costi di transazione; assenza di barriere al commercio; il futuro è noto con certezza; la competizione nei mercati è (teoricamente) in equilibrio.

$$CX = \frac{X_1}{X_0} = \frac{P_{f1}/P_{f0}}{P_{d1}/P_{d0}} = \text{RPC} \quad (4.1)$$

dove:

CX = cambiamento del tasso di cambio

P_{f0} = Livello dei prezzi in un periodo iniziale nel paese straniero

P_{f1} = Livello dei prezzi in un periodo successivo nel paese straniero

P_{d0} = Livello dei prezzi in un periodo iniziale nel paese domestico

P_{d1} = Livello dei prezzi in un periodo successivo nel paese domestico

RPC = Cambiamento nei prezzi relativi = indice dei tassi di inflazione

Vediamo con un esempio la dottrina *Purchasing Power Parity*. Supponiamo che in un determinato periodo i livelli di prezzo nel paese straniero siano aumentati del 16% e i livelli di prezzo nel paese domestico del 10%. Se assumiamo FC 5 per 1 €, il nuovo FC sarà calcolato come segue:

$$1.16/1.10 = X_1/5$$

$$X_1 = 1,0545 \times 5 = 5,27$$

L'informazione evidenzia che ora il *foreign currency unit* è uguale a FC 5,27 per 1 €¹⁷. In alternativa, se assumiamo differenti tassi nei livelli di prezzo nel paese straniero e nel paese domestico, il nuovo FC sarà diverso e il tasso di inflazione relativo potrebbe essere più alto nel paese domestico. Al riguardo, ipotizziamo la seguente situazione: FC 5 per 1 €; i livelli di prezzo nel paese straniero siano aumentati del 10% e i livelli di prezzo nel paese domestico del 18%. Avremo un nuovo FC = 4,66.

Come si affretta a precisare la letteratura anglosassone, la suddetta relazione non è sempre verificata empiricamente a causa di numerosi fattori, quali ad esempio le differenze di dotazioni (*endowments*) tra i due paesi (straniero e domestico).

4.2 The International Fisher Relation (IFR)

Come scrive Shapiro (1989, p. 169),

“The key to understanding the impact of relative changes in nominal interest rates between countries on the foreign exchange value of a nation’s currency is to recall the implication of PPP and the generalized Fisher effect. PPP implies that exchange rates will move to offset changes in inflation rate differentials”.

L'effetto Fisher sostiene che i tassi di interesse nominali aumentano per riflettere il tasso di inflazione previsto. Questo effetto può essere considerato come una relazione per un'economia domestica e usato anche per sviluppare alcune relazioni internazionali che vedremo.

La relazione di Fisher può essere formalizzata nelle seguenti equazioni 4.2:

¹⁷ Il significato di questo dato è quello che il tasso di inflazione relativo è stato più alto nel paese straniero.

$$\frac{P_0}{P_1} = \frac{1 + r}{1 + R_n} \quad (4.2 \text{ a})$$

$$1 + r = (1 + R_n)(P_0/P_1) \quad (4.2 \text{ b})$$

$$R = [(1 + R_n)(P_0/P_1)] - 1 \quad (4.2 \text{ c})$$

$$R_n = [(1 + r)(P_1/P_0)] - 1 \quad (4.2 \text{ d})$$

Dove:

P_0 = livello dei prezzi iniziale

P_1 = livello dei prezzi successivo

P_1/P_0 = tasso di inflazione (T)

P_0/P_1 = potere d'acquisto relativo dell'unità di valuta (*currency unit*)

r = tasso di interesse reale

R_n = tasso di interesse nominale

Riportiamo l'esempio numerico di Copeland e Weston (1988, p. 794):

“Over a given period of time, if the price index is expected to rise 10% and the real rate of interest is 7%, then the current nominal rate of interest is

$$R_n = [(1.07)(1.10)] - 1 = 17.7\%$$

Similarly, if the nominal rate of interest is 12% and the price index is expected to rise 10% over a given period, the current real rate of interest is

$$r = [(1.12) (100/110)] - 1 = 1.8\%$$

An approximation of the relationship is $R_n = r + (T - 1) = 7.0\% + 10\% = \sim 17.7\%$ ”.

5. Il rischio delle variazioni dei cambi delle valute estere

Il rischio, o meglio le posizioni di rischio, di un'impresa internazionale a seguito di possibili variazioni dei cambi è riconducibile alle attese uscite ed entrate in unità di valuta estera (*foreign currency units*). In genere, se l'impresa ha debiti esigibili a breve, il rischio dipende dall'aumento della valuta straniera in termini di *foreign currency units*; se l'impresa attende entrate in valuta straniera (*foreign currency units*), il rischio è dato dalla diminuzione della valuta straniera.

Supponiamo che l'impresa americana ETA in data 30/10 venda merci e servizi ad un'azienda straniera. Il ricavo di vendita avviene con il pagamento in valuta estera per FC (*foreign currency*) 190.000 con scadenza a 90 giorni (30/01). L'impresa ETA, che ha sostenuto i costi per merci e servizi in dollari USA (\$), considera due alternative: passiva e attiva.

Con l'alternativa passiva, il *Treasurer* della ETA non avvia nessuna azione volta a coprire il rischio di cambio e attende la scadenza del credito per incassare FC 190.000. In tal modo, il manager finanziario convertirà FC 190.000 in dollari USA (\$) al tasso spot (*spot rate of FC units for 1 \$*) prevalente al 30/01. Con l'alternativa attiva, il *Treasurer* della ETA tenta una possibile azione volta a coprire il rischio di cambio. Questa può considerare la procedura di entrare nel *foreign exchange*

market con la cessione di FC 190.000 per dollari USA (\$) a 90 giorni al *forward rate* quotato il giorno 30/10.

Supponiamo, inoltre, che la ETA abbia effettuato un acquisto di merci da paese straniero e che lo scambio preveda il pagamento differito in valuta estera (non in \$). Se il valore della valuta estera aumenta, la ETA ha il rischio della variazione del cambio della valuta estera. Questo significa che, per fare il pagamento, l'azienda necessita di più dollari USA (\$) per acquisire la valuta estera. In generale, l'esposizione al rischio è presente se l'azienda ha futuri pagamenti espressi in unità di valuta estera.

6. Il rischio nelle filiali estere con posizioni in valuta estera

Come scrive William R. Folks (1972, p. 101),

“One of the factors which complicated financial decision making in a multinational enterprise is the currency devaluation or revaluation in countries where subsidiaries are located. Since exchange rate changes affect the reported earning, value of financial assets, and future earnings value of multinational corporation, it is imperative that the financial decision maker of such a firm develop a strategy to manage the foreign risk assumed by the firm”.

Questa riflessione è rilevante per sottolineare che le imprese internazionali, oltre alla protezione dei futuri pagamenti e riscossioni, devono considerare le posizioni in valuta estera rappresentate, quali grandezze stock, nello stato patrimoniale delle loro filiali estere. Questa considerazione a sua volta è utile nelle analisi finanziarie e di bilancio per capire la posizione dell'equilibrio finanziario a breve.

6.1 L'analisi della posizione di equilibrio finanziario

Nelle analisi finanziarie e di bilancio tradizionali, l'equilibrio finanziario può essere misurato dal capitale circolante finanziario al tempo t (CCF_t) deducendo dai valori delle attività correnti i valori delle passività correnti da estinguere entro l'anno solare t .

Come sostiene Olivotto (1989, p. 24), la grandezza fondo CCF_t

*“si presta egregiamente a descrivere le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa in un dato momento e con riferimento all'arco temporale preso in esame [...] mediante la precisazione di liquidità contabile dell'impresa”*¹⁸.

L'equazione 6.1a evidenzia la misurazione del CCF_t e l'equazione 6.1b la sua verifica detraendo il capitale fisso (al netto del fondo ammortamento) dalle passività a medio-lungo termine sommate al capitale proprio:

$$CCF_t = AC_t - PC_t \quad (6.1 a)$$

$$= PML_t + CP_t - CF_t \quad (6.1 b)$$

¹⁸ In parallelo all'analisi statica della posizione di liquidità, l'analisi della dinamica finanziaria del capitale circolante finanziario mette in luce l'insieme delle cause che spiegano l'evoluzione nel tempo delle condizioni di equilibrio finanziario a breve termine (l'indice di liquidità secondaria).

Dove:

CCFt = Capitale circolante finanziario al tempo t = *Working Capital*

ACt = Attività correnti al tempo t = *Current Assets*

PCt = Passività correnti al tempo t = *Current Liabilities*

PMLt = Passività a medio-lungo termine al tempo t = *Medium and Long Term Liabilities*

CPT = Capitale proprio al tempo t = *Net Worth*

CFt = Capitale fisso netto al tempo t = *Net Fixed Assets*

L'applicazione delle equazioni 6.1a e 6.1b (con le riflessioni che vedremo in termini di *FC units*) allo stato patrimoniale della filiale estera è un modo per affermare in prima approssimazione la posizione positiva o negativa della liquidità contabile a breve (vedi tabella 4).

INSERT TABLE 4 ABOUT HERE

Mentre secondo l'analisi finanziaria tradizionale per indici, la *subsidiary A* ha una posizione positiva di liquidità contabile a breve, la *subsidiary B* ha una posizione negativa con il rischio di non fronteggiare gli impegni finanziari a breve.

La misurazione dell'equilibrio finanziario a breve, a sua volta, è strumentale allo studio sotto il profilo finanziario del rapporto strutturale fra la durata e la variabilità dei fabbisogni finanziari rispetto alle fonti di finanziamento.

6.2 Le posizioni di equilibrio finanziario e le riflessioni in termini di *foreign currency*

Le imprese internazionali, come abbiamo visto, devono considerare le posizioni in valuta estera rappresentate nello stato patrimoniale delle loro filiali estere.

Supponiamo, come ipotetico esempio, che l'impresa nord-americana ETA (*parent company*) abbia la filiale estera TAU con la locale posizione in *foreign currency* (FC).

La *subsidiary* TAU in data 30/10 vende merci e servizi in USA. Per il ricavo di vendita, lo scambio avviene con il pagamento in valuta estera per FC (*foreign currency*) 380.000 con scadenza a 90 giorni. La vendita (al 30/10) per FC 380.000 genera crediti verso clienti per 3 mesi (30/1 dell'anno successivo). Se ipotizziamo che con la vendita il tasso di cambio (*exchange rate*) sia 1,90 FC per 1 \$ e che poi il numero di FC aumenti da 1,90 a 2,00, contabilmente a livello *parent company* si accerta una perdita (effettiva) di valore dei crediti in dollari USA di 10.000 \$. Secondo questo ragionamento, che considera la conversione dei dati contabili di fine anno in dollari USA con 2,00 FC per 1 \$, il conto credito clienti (*accounts receivable*) è di 190.000 \$.

La logica di misurazione contabile vista nell'esempio per il saldo del conto crediti verso clienti si estende al conto debiti da pagare in *local current account* (FC) quando questi dati nella conversione sono poi espressi in una diversa valuta di presentazione correntemente usata. L'esempio, considera la contabilità di gruppo della *parent company* in dollari USA (\$).

Come abbiamo visto nell'introduzione, la principale motivazione del presente studio è fornire utili spunti di riflessione attraverso strumenti concettuali per ridurre i problemi di gestione e controllo del capitale circolante e migliorare la performance economica. Quale orientamento di fondo, il lavoro si rivolge in particolare ai manager finanziari (e al management) delle piccole e medie imprese internazionali che caratterizzano la manifattura e che sono spesso più esposte ai rischi di cambio nel loro processo di internazionalizzazione. Similmente, lo studio è finalizzato a fornire informazioni utili per la gestione dell'impresa internazionale anziché finalizzato alle esigenze informative di utilizzatori esterni all'impresa quali, ad esempio, gli investitori che forniscono capitale di rischio.

Tuttavia, con riferimento agli utilizzatori esterni delle informazioni, riteniamo utile per il lettore uno specifico richiamo al ruolo dei principi contabili internazionali (IAS/IFRS) nelle valutazioni anche in imprese internazionali non obbligate ad applicarli nella redazione del bilancio d'esercizio.

Mentre, la prossima sezione 7 espone in forma abbreviata il principio contabile internazionale IAS 21, la sezione 8, con un focus per la gestione dell'impresa, descrive come il *financial statement* di filiale estera viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo (*parent company*). Infine, l'appendice alla sezione 8 descrive il foglio di lavoro per la determinazione della situazione patrimoniale e del risultato economico dell'intero gruppo come singola entità.

7. IAS 21: Effetti delle variazioni dei cambi delle valute estere

Il principio contabile internazionale IAS 21 disciplina le modalità di contabilizzazione delle operazioni effettuate da un'impresa in valuta estera (*foreign currency*)¹⁹ e la conversione dei bilanci.

7.1 Le operazioni in valuta estera

Le operazioni in valuta estera vengono definite come operazioni originariamente espresse, o che devono essere eseguite, in una moneta differente da quella che viene prevalentemente utilizzata nel contesto in cui l'impresa opera (valuta funzionale). Esse includono, ad esempio, gli acquisti o le vendite di merci e servizi i cui prezzi sono espressi in valuta estera oppure i finanziamenti acquisiti o concessi in cui l'ammontare dovuto o da ricevere è anch'esso espresso in valuta estera.

Con riferimento alle operazioni in valuta estera, lo IAS 21 disciplina nello specifico la loro rilevazione iniziale e le valutazioni da effettuare alla chiusura dell'esercizio. Al momento della rilevazione iniziale, un'operazione in valuta estera va registrata in moneta di conto applicando il tasso di cambio a pronti in vigore alla data dell'operazione²⁰. Se, ad esempio, un'impresa italiana acquista merci per 3.000 Dollari USA (\$) in data 1/10, quando il cambio è pari a 1 € = 1,20 \$, il costo di acquisto ed il relativo debito verso il fornitore statunitense vengono inizialmente contabilizzati per un importo pari a 2.500 Euro (€). Per motivi di praticità, è possibile utilizzare un cambio medio che approssima il tasso effettivo alla data dell'operazione. Ad esempio, tutte le operazioni in valuta estera effettuate nella medesima settimana (o mese) possono essere convertite sulla base di un tasso di cambio medio settimanale (o mensile). L'utilizzo del cambio medio, tuttavia, non è consentito quando i tassi di cambio sono estremamente volatili.

Per quanto concerne il valore da iscrivere in bilancio alla chiusura dell'esercizio nel caso in cui le partite in valuta estera siano ancora aperte, lo IAS 21 prevede regole diverse a seconda della natura monetaria o meno degli elementi da valutare. Gli elementi monetari sono costituiti da unità di valuta (ad esempio, disponibilità liquide) e da diritti a ricevere oppure obbligazioni a pagare un numero fisso o determinabile di unità di valuta (ad esempio, crediti e debiti commerciali e finanziari). Alla data di bilancio, tali elementi vanno convertiti utilizzando il tasso di cambio in essere alla chiusura dell'esercizio²¹. Eventuali variazioni intervenute nei tassi di cambio tra la rilevazione iniziale e quelle successive comportano la necessità di rilevare delle differenze di cambio (utili o perdite su cambi) nel conto economico dell'esercizio in cui esse hanno avuto origine. Si riprenda l'esempio del debito verso il fornitore statunitense di 3.000 Dollari USA (\$) inizialmente rilevato per 2.500 Euro (€) in data 1/10. Assumendo che il debito non sia stato ancora regolato e che il tasso di cambio alla chiusura

¹⁹ Fanno eccezione le operazioni sui derivati, che rientrano invece nell'ambito di applicazione dell'IFRS 9: Strumenti finanziari.

²⁰ Il tasso di cambio a pronti – detto anche tasso spot – è quello che si applicherebbe all'acquisto immediato di valuta.

²¹ Nel caso in cui esso, per qualche ragione, non fosse temporaneamente disponibile, dovrà essere utilizzato il primo tasso successivo al quale sia possibile effettuare il cambio.

dell'esercizio sia pari a 1 € = 1,25 \$, il debito andrà iscritto a stato patrimoniale per un importo di 2.400 Euro (€), con una differenza positiva su cambi da iscrivere a conto economico per 100 Euro.

Al contrario, gli elementi non monetari, quali le immobilizzazioni materiali e immateriali o le rimanenze) non sono oggetto di nuova valutazione al termine dell'esercizio e vanno mantenuti al valore che era stato determinato al momento della valutazione iniziale. Per tali elementi, dunque, non si genera alcun tipo di differenza su cambi.

7.2 La conversione dei bilanci

La conversione dei bilanci rappresenta la seconda area tematica disciplinata dallo IAS 21. Essa può riguardare, da un lato, la traduzione dei bilanci originariamente redatti in una valuta diversa dalla moneta di presentazione²²; dall'altro, la conversione dei bilanci delle gestioni estere – ovvero tipicamente di società controllate – che devono essere incluse nel bilancio consolidato della capogruppo (*parent company*).

7.2.1 La traduzione dei bilanci in moneta di presentazione

La prima fattispecie (la traduzione dei bilanci in moneta di presentazione) non è così frequente ma è opportuno analizzarla in quanto getta le basi delle disposizioni in materia di conversione dei bilanci. Essa si verifica quando l'impresa redige il proprio bilancio in una valuta funzionale diversa dalla moneta che deve essere utilizzata ai fini della sua presentazione. È il caso, ad esempio, di una società residente in Italia che utilizza il Dollaro come moneta funzionale ai fini della tenuta della sua contabilità economico-finanziaria (*financial accounting*). Dato che il bilancio di esercizio deve essere presentato in Euro, l'azienda dovrà convertire in Euro il bilancio preparato in Dollari.

Lo IAS 21 dispone che le attività e le passività siano convertite al tasso di cambio di chiusura in essere alla data di bilancio. Al contrario, la conversione dei ricavi, dei costi e delle altre componenti del conto economico deve avvenire ai tassi di cambio storici che erano in vigore alla data delle singole operazioni che li hanno generati. Anche in questo caso, per ragioni di praticità, è ammesso l'utilizzo di un cambio medio di periodo²³. Le differenze di cambio che si originano per effetto della conversione del bilancio devono essere iscritte in una riserva separata nel patrimonio netto e indicate anche nel prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo. Tali differenze – e la conseguente necessità di rilevare una riserva – derivano, principalmente, dal fatto che si utilizzano tassi di cambio diversi per la conversione dei componenti di reddito e degli elementi patrimoniali, il che produce un disallineamento tra il valore del reddito d'esercizio risultante dal conto economico (determinato a cambi storici) e quello che, invece, risulterebbe nel patrimonio netto per effetto del bilanciamento tra attività e passività (convertite a cambi di chiusura). Poiché i principi contabili internazionali prevedono che il valore del reddito d'esercizio che confluisce nel patrimonio netto sia quello che deriva dal conto economico, la riserva si rende necessaria per assicurare il pareggio contabile tra attività, passività e netto. Si veda l'esempio semplificato riportato in tabella 5.

INSERT TABLE 5 ABOUT HERE

7.2.2 I bilanci delle gestioni estere

²² La moneta di presentazione è la valuta in cui i bilanci devono essere pubblicati.

²³ Diverse sono, invece, le disposizioni fissate dallo IAS 21 nel caso in cui la valuta funzionale utilizzata dall'impresa per redigere il bilancio sia quella di un'economia iperinflazionata. In questo caso tutte le poste del conto economico e dello stato patrimoniale devono essere convertite al tasso di chiusura alla data del bilancio più recente.

La seconda fattispecie di conversione dei bilanci disciplinata dallo IAS 21 è quella che si presenta quando vi sono delle gestioni estere che redigono il proprio bilancio in una moneta funzionale diversa da quella di presentazione della *parent company*. È questo il caso, ad esempio, di un gruppo in cui sono presenti società con diverse valute funzionali (ad esempio, Dollari USA, Sterline inglesi e Yen giapponesi) che devono convertire il proprio bilancio di esercizio in una valuta comune ai fini della redazione del bilancio consolidato (ad esempio, Euro).

Poiché nel bilancio di un gruppo le attività, le passività, il patrimonio netto, i ricavi, i costi e i flussi finanziari della controllante e delle sue controllate sono presentati come se fossero di un'unica entità economica, ai fini del consolidamento è necessario prima di tutto procedere alla conversione dei bilanci delle gestioni estere applicando le disposizioni previste per la traduzione dei bilanci illustrate nel paragrafo precedente.

Una volta convertiti, i bilanci delle gestioni estere possono essere aggregati con quello della capogruppo seguendo le normali procedure di consolidamento²⁴. Tuttavia, precisa lo IAS 21, all'atto dell'eliminazione delle poste infragruppo, eventuali differenze di cambio generatesi su elementi monetari per effetto della conversione (ad esempio, utili o perdite su cambi derivanti da crediti e debiti infragruppo) non potranno essere eliminate e andranno mantenute iscritte all'interno del bilancio consolidato.

In tema di consolidamento delle gestioni estere, un ulteriore elemento di attenzione riguarda le date di riferimento dei bilanci. Qualora la data del bilancio di una gestione estera differisse da quella della capogruppo, la gestione estera è tenuta a preparare un ulteriore bilancio con la stessa data di quello della *parent company*. Nei casi in cui questo non fosse possibile, è ammesso l'utilizzo di un bilancio avente una data diversa, a condizione che la differenza temporale non sia superiore a tre mesi. In quest'ultimo caso, tuttavia, lo IAS 21 richiede che ai bilanci delle gestioni estere utilizzati ai fini del consolidamento siano apportate opportune rettifiche al fine di tener conto degli effetti prodotti sulla situazione patrimoniale e sul risultato economico da variazioni significative dei tassi di cambio fino alla data di redazione del bilancio consolidato.

Ad esempio, si considerino la società madre M, che chiude il proprio bilancio in Euro al 31/12, e la controllata estera C che lo redige in Dollari USA e lo chiude al 31/10. Se la controllata C non può predisporre un bilancio al 31/12, ai fini del consolidamento verrà utilizzato il suo bilancio riferito al 31/10, corretto per tener conto delle operazioni e altri accadimenti significativi intervenuti fino al 31/12 (come richiesto dall'IFRS 10) e convertito in Euro al 31/10 secondo quanto disposto dallo IAS 21 (cambio storico per i componenti reddituali, cambio di chiusura per gli elementi patrimoniali). Qualora, tuttavia, nel periodo 31/10-31/12 intervenissero delle variazioni significative nel tasso di cambio tra Dollaro USA ed Euro, i dati contabili della controllata estera C dovranno essere rideterminati prima di poter essere utilizzati ai fini del consolidamento.

8. Come il *financial statement* di filiale estera viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo

La sezione 8, in ottica interna per la gestione dell'impresa, descrive come il *financial statement* di una filiale estera (controllata) viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo (controllante).

Supponiamo questo esempio semplificato che combina una simulazione teorica con una realtà aziendale. La capogruppo (ABC) è un'impresa internazionale italiana che opera nel settore

²⁴ Ai fini di un inquadramento delle tematiche connesse al bilancio consolidato, si rinvia al principio IFRS 10: Bilancio consolidato.

dell'arredamento con numerosi prodotti di qualità. Nell'ambito di una strategia di internazionalizzazione, la controllante ABC aveva acquisito tutte le azioni della società USA (X) per 4.600.000 Dollari USA, pari al totale capitale sociale di quest'ultima, con l'obiettivo di sviluppare la *corporate strategy*. Mentre il *financial statement* della controllante ABC è in Euro (€), quello della controllata X è in Dollari USA (\$).

La presentazione dei *financial statements*, finalizzata a fornire informazioni utili al management per la gestione dell'impresa²⁵, è semestrale. Questa prevede, in una prima fase, che nella rendicontazione economico-finanziaria di gruppo lo stato patrimoniale e il conto economico in \$ della filiale estera USA (controllata) sia convertito²⁶ nella valuta di conto in euro (€) correntemente usata dalla capogruppo in Italia (controllante).

Nella prospettiva teorica, quando ha luogo il consolidamento dominato da imprese strutturate in gruppi, questa fase è importante perché poi è utile produrre due bilanci distinti uno per la capogruppo e uno per il suo gruppo (tenendo conto degli interessi di minoranza e delle transazioni infragruppo).

Riprendiamo l'esempio semplificato della capogruppo ABC e della controllata X. La tabella 6, con qualche arrotondamento, mostra lo stato patrimoniale riclassificato della filiale USA che rispecchia la conversione dei valori da Dollari USA (*local currency account*) a Euro (*amount*) sulla base di definiti *foreign currency* (FC).

INSERT TABLE 6 ABOUT HERE

Nell'esempio, il cambio di 1,0387 \$ per 1 € converte al tasso di chiusura la redazione del prospetto della situazione patrimoniale. Tuttavia, l'*exchange rate* pari a 1,250 e 1,582 per motivi pratici viene approssimato al cambio storico medio di periodo per *Common stock* e *Retained earning* rispettivamente. La voce *Currency translation reserve* viene semplicemente considerata una differenza di natura esclusivamente contabile (determinata dai differenti *exchange rates*).

Il lettore noterà che la voce *Currency translation reserve* (o *Revaluation account*) è positiva adottando il *Monetary-Nonmonetary Method*. Con questo metodo, la letteratura anglosassone identifica la *net monetary position* (NMP_t) al tempo t ²⁷. La quantità NMP_t è uguale alla differenza tra *monetary assets* (MA_t) e *monetary liabilities* (ML_t) al tempo t (equazione 8.1):

$$NMP_t = ML_t - MA_t \quad (8.1)$$

Per la *foreign subsidiary* X (filiale USA) la quantità $NMP_t = 5.386.428$ (vedi tabella 7).

INSERT TABLE 7 ABOUT HERE

Analiticamente, per la *foreign subsidiary* X il cambiamento (*change*) in valore di ML e MA in termini di Dollari USA a seguito della conversione è determinato considerando che l'anno precedente il tasso di cambio (X_0) era FC 1,4532 per 1 € e ora il tasso di cambio (X_1) è FC 1,0387 per 1 € (equazione 8.2):

²⁵ Vedi la discussione in Alexander et al. (2008, p. 5) per una comparazione tra informazioni utili per la gestione dell'impresa e informazioni finalizzate alle esigenze degli utilizzatori esterni all'impresa.

²⁶ Nella letteratura anglosassone, i principi di conversione sono: *Current-Noncurrent Method*; *Monetary-Nonmonetary Method*; *Temporal Method*.

²⁷ Nella letteratura anglosassone, la grandezza NPM_t è fondamentalmente equivalente al concetto di capitale circolante in senso operativo nella letteratura italiana. Vedi la discussione in Brunetti (1992) per una comparazione dei concetti di capitale circolante netto in senso finanziario e operativo.

$$\text{Change} = \text{NMP}_t (1/X_1 - 1/X_0) \quad (8.2)$$

La conversione del conto economico riclassificato per la filiale straniera X è presentato, con alcuni semplici arrotondamenti, nella tabella 8.

INSERT TABLE 8 ABOUT HERE

Per convertire i componenti positivi (ricavi) e negativi (costi) del conto economico, viene usato il cambio medio di periodo (gennaio-giugno) pari a 1,0934 che, sempre per motivi pratici, approssima i cambi alla data delle operazioni. La voce *change in inventories* adotta il metodo FIFO.

Nella pratica della controllata X, il metodo FIFO fornisce informazioni contabili, per la redicondazione interna in ottica gestionale dell'impresa, consistenti con lo IAS 21 e coerenti con il *financial statement* della controllante ABC e dell'intero gruppo come singola entità.

L'appendice alla sezione 8 descrive il foglio di lavoro per la determinazione della situazione patrimoniale e del risultato economico dell'intero gruppo come singola entità.

9. Conclusioni

9.1 Sommario

Negli anni recenti, caratterizzati da un ambiente in rapido cambiamento, i problemi collegati alla gestione e al controllo del capitale circolante nelle imprese internazionali è diventato importante per la performance sia per le grandi imprese sia per le piccole e medie imprese (SMEs) orientate a sviluppare la crescita con strategie di internazionalizzazione.

Mentre, gli obiettivi dello studio sono tesi ad esaminare i modelli e gli strumenti per la gestione e il controllo del capitale nelle imprese internazionali, la principale motivazione del *paper* è fornire utili spunti di riflessione al fine di ridurre i problemi di gestione e migliorare la performance soprattutto delle piccole e medie imprese internazionali che spesso sono più esposte agli effetti delle fluttuazioni dei cambi esteri.

Nel disegnare il contributo dello studio, le attese erano quelle di supportare, attraverso testi, esempi e un *case study*, l'assunzione – ovvero la *research question* – che avanzati strumenti di gestione e controllo del capitale circolante producano benefici e giochino un ruolo importante nell'impresa internazionale perché le informazioni derivanti dall'utilizzo di questi strumenti da parte del management hanno implicazioni anche nell'influenzare il processo di *business strategy*.

Nell'esplorare il contributo allo studio è stato usato come metodo di ricerca un singolo *case study*. Questo, che ha coinvolto una grande impresa internazionale di successo, è stato sviluppato anche con l'intervista al CFO²⁸ a verifica della validità dei testi descritti nel paper. Il *case study method*, oltre a rinforzare l'importanza di considerare le funzioni di *managerial finance and accounting* quali parti integrate della architettura organizzativa a livello *corporate*, rileva che una moderna *international business finance* può agire come un potente motore per la gestione del *foreign risk* assunto dall'impresa e sviluppare formali regole decisionali per la misurazione della *exchange risk situation*.

Nella recente esperienza dell'impresa oggetto del *case study*, con il cambiamento dell'assetto proprietario e della *corporate governance* i manager sono intervenuti attivamente nel processo di produzione per migliorare la qualità e aumentare la flessibilità produttiva. La sfida è stata la progettazione e la realizzazione graduale di un nuovo *internal accounting system*, a supporto della nuova strategia produttiva, per misurare la qualità, controllare il magazzino, cambiare le tecnologie

²⁸ L'intervista informale al CFO non è stata riportata formalmente in modo complessivo per ragioni di privacy.

richieste. In parallelo, per favorire la strategia di internazionalizzazione, in un ambiente in cambiamento, la successiva sfida è stata la progettazione di un sistema interno di informazioni utili nelle transazioni estere. I manager finanziari gradualmente applicano strumenti analitici per il controllo del capitale circolante. Migliora la misurazione delle fluttuazioni dei tassi di cambio, l'impatto e le implicazioni delle fluttuazioni dei tassi di cambio, la determinazione dei rischi di cambio esteri e il rischio nelle filiali estere con posizioni in valuta estera.

9.2 Aree per future ricerche

Questo studio ha dei limiti che richiamano lo sviluppo di future ricerche. Uno è lo sviluppo di maggiori richiami alla letteratura di *managerial finance and accounting* volti a esaminare studi condotti che enfatizzano la gestione e il controllo del capitale circolante nelle imprese internazionali. Di uguale interesse è lo sviluppo di progetti di ricerca internazionali, basati su investigazioni empiriche con un metodo di ricerca quantitativo (questionario) e qualitativo (interviste) in tema di gestione e controllo del capitale circolante nelle imprese internazionali.

Ringraziamenti

Nella stesura di questo paper gli Autori hanno numerosi debiti di riconoscenza. Desideriamo ringraziare il CFO dell'impresa internazionale oggetto del *case study* per la disponibilità, i dati forniti e le informazioni. Un sentito ringraziamento ai Professori Marcellino Gaudenzi, Maura Campra e Stefano Azzali per i preziosi commenti e suggerimenti. Uno speciale ringraziamento al Dipartimento di Scienze Economiche e Statistiche dell'Università degli Studi di Udine per il supporto finanziario.

Bibliografia

- Alexander, D., Nobes, C. (2007), *Financial Accounting – An International Introduction*, 3th Edition, Pearson Education Limited, UK, Edizione italiana a cura di Caruso, G.D., Ferrari, E.R. (2008), *Financial Accounting*, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.A.
- Banca d'Italia, <https://www.bancaitalia.it>
- Bowditch, R.L., Burtle, J.L. (1976), The Corporate Treasurer in a World of Floating Exchange Rates, in Weston, L.F. and Gougzwaard, M.B., eds, *Treasurer's Handbook*, Dow Jones-Irwin, Chapter 5, pp. 84-110.
- Brunetti, G. (1992), Le nozioni di capitale circolante, in Brunetti, G. e Olivotto, L., *Il Controllo del Capitale Circolante*, UTET, Torino, Capitolo I, pp. 7-13.
- Cescon, F. (2021), *Pianificazione e controllo per il capitale circolante*, Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A, Milano.
- Copelan, T.E., Weston, J.F. (1988), Exchange Rate Systems and Parity Conditions, in *Financial Theory and Corporate Policy*, Third Edition, Addison-Wesley Publishing Company Inc., USA, Chapter 21, pp. 777-804.
- Cornell, B., Shapiro, A.C. (1983), Managing Foreign Exchange Risks, *Midland Corporate Finance Journal*, Fall, pp.16-31.
- Folks W.R. Jr. (1972), Decision Analysis for Exchange Risk Management, *Financial Management*, Winter, vol. 1, n. 3, pp. 101-112.
- International Financial Reporting Standards Foundation (2020). *IAS 21: The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates*. Retrieved from <https://www.ifrs.org/>
- Johnson, G., Whittington, R., Sholes, E., Angwin, D., Regner, P. (2014), *Exploring Strategy*, Tenth Edition, Pearson Educational Limited, Edinburg Gate, United Kingdom.

- Montemerlo, D. (2005), Il vantaggio competitivo: la differenziazione e il costo, in Airoldi, G., Brunetti, G., Coda, V., *Corso di economia aziendale*, il Mulino, Bologna, Capitolo X, pp. 342-345.
- Olivotto, L. (1989), L'analisi dei movimenti di capitale circolante finanziario, in Olivotto, L., *La dinamica finanziaria d'impresa*, Franco Angeli, Milano, Capitolo 3, Sezione 3.1, pp. 23-51.
- Pisoni, P., Biancone, P.P., Russo, D., Cisi, M. (2007), *Il Bilancio Consolidato IAS/IFRS*, Giuffrè Editore S.p.A, Milano.
- Scapens, R.W. (1990), Researching Management Accounting Practice: the Role of Case Study Methods, *The British Accounting Review*, vol. 22, n. 3, pp. 259-281.
- Scapens, R.W. (2006), Understanding Management Accounting Practice: A Personal Journey, *The British Accounting Review*, vol. 22, n. 3, pp. 259-281.
- Shapiro, A.C. (1989), Multinational Working Capital Management, in Shapiro, A.C., *Multinational Financial Management*, Third Edition, Allyn and Bacon, A Division of Simon & Schuster, Needham Heights, Massachusetts, Part III, Chapter 12, pp. 367-388.
- Sostero, U., Cerbioni, F., Saccon, C. (2018), *Bilancio consolidato: Disciplina nazionale e IFRS*, McGraw-Hill Education (Italy) S.r.L, Milano.
- Weston, J.F., Copeland, T.E. (1986), International Business Finance, in Weston, J.F., Copeland, T.E., *Managerial Finance*, Eighth Edition, The Dryden Press International Edition, Orlando, Florida, Chapter 32, pp. 975-1003.
- Zimmerman, J. (2017), *Accounting for Decision Making and Control*, Ninth Edition, McGraw-Hill Education, New York.

Appendice alla sezione 8 del paper

Il foglio di lavoro per la determinazione della situazione patrimoniale e del risultato economico dell'intero gruppo come singola entità

Traendo spunto dal *case study*, descritto nella sezione 8, di un'impresa capogruppo ABC (controllante) con una filiale estera X (controllata), l'appendice descrive il foglio di lavoro per la determinazione della situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'intero gruppo come singola entità in ottica di *internal report* usato per le decisioni e il controllo dei problemi dell'organizzazione. Lo schema proposto per il foglio di lavoro è un prospetto a sette colonne²⁹.

Nella prima colonna sono riportate le voci dello stato patrimoniale (elementi attivi, passivi e capitale netto) e le voci del conto economico (ricavi, costi e risultato economico). Nell'esempio oggetto di studio, le riclassificazioni delle voci dei *financial statements* è volta a fornire informazioni utili per la gestione dell'impresa.

Nelle colonne 2 e 3 sono riportati, rispettivamente, i valori dello stato patrimoniale e del conto economico al tempo t della capogruppo (controllante) e della società controllata (X). Nel caso della *foreign company X*, qui confluiscono i dati contabili generati dalla conversione del *financial statement* in Euro (vista nella sezione 8 del paper).

Nella colonna 4 sono riportate le aggregazioni dei valori della capogruppo e della controllata (ABC + X).

Nelle colonne 5 e 6 vengono riportati: (a) gli aggiustamenti in dare (*debit*) a rettifica dei valori aggregati; (b) gli aggiustamenti in avere (*credit*) a rettifica dei valori aggregati. Gli aggiustamenti (con l'eliminazione delle operazioni infragruppo) in dare e in avere considerano quei valori che non hanno conseguenze sui valori di consolidamento dell'intero gruppo come singola entità. Ad esempio, nel caso di studio, lo stato patrimoniale del gruppo non include il valore della partecipazione nella controllata X (il gruppo non possiede una partecipazione in se stesso)³⁰.

Nella colonna 7, infine, vengono identificati i valori di consolidamento dell'intero gruppo come singola entità combinando i valori aggregati e gli aggiustamenti in dare e in avere (Data + D - C).

Nella tabella A.1, utilizzando il caso di studio, viene riportato il foglio di lavoro dei valori di consolidamento dell'intero gruppo come singola entità.

INSERT TAB. A.1 ABOUT HERE

Con la redazione del foglio di lavoro, i valori della colonna 7 sono utili, precisando assunzioni e aggiustamenti, per la presentazione al management del bilancio consolidato della società ABC e della società X.

²⁹ Lo schema di foglio di lavoro può essere esteso a situazioni di gruppo con un perimetro di consolidamento più numeroso.

³⁰ Vedi la discussione in Pisoni et al. (2007) e Sostero et al. (2018) il tema del processo di consolidamento dei bilanci, il consolidamento secondo gli IAS/IFRS.

Tab. 1 - Relazioni quantità di vendita, prezzo in Yen, tasso di cambio, prezzo in Euro

H1	Azienda Giapponese	Vendita: 1 moto	Prezzo in Yen: Yen 625.000	Tasso di cambio: Yen 125 per 1€	Prezzo in Euro: 5.000 €
H2	Azienda Giapponese	Vendita: 1 moto	Prezzo in Yen: Yen 625.000	Tasso di cambio: Yen 145 per 1€	Prezzo in Euro: 4.310 €

Tab. 2 - Relazioni quantità di vendita, prezzo in Euro, tasso di cambio, entrata in dollari

H3	Azienda USA	Vendita: 1 pc	Prezzo in Euro: 1.000 €	Tasso di cambio: 1.50 \$ per 1 €	Ricavo dollari: 1.500 \$
H4	Azienda USA	Vendita: 1 pc	Prezzo in Euro: 1.000 €	Tasso di cambio: 1.01 \$ per 1 €	Ricavo dollari: 1.010 \$

Tab. 3 - Evoluzione della valuta estera per Euro

Simboli	Valuta Estera	Dicembre 2010	Dicembre 2015	Dicembre 2020	Dicembre 2021	Agosto 2022
X	Dollaro Usa	1,3362	1,0887	1,2271	1,1326	1,0034
E = 1/X		0,748391	0,918527	0,81493	0,882924	0,996612
X	Yen	108,65	131,07	126,49	130,30	138,72
E = 1/X		0,009284	0,00763	0,007906	0,00767	0,007209
X	Yuan	8,8220	7,0608	8,0225	7,1947	6,9233
E = 1/X		0,113353	0,141627	0,124649	0,138991	0,14444
X	Real Brasile	2,2177	4,3117	6,3735	6,3101	5,0280
E = 1/X		0,450918	0,231927	0,1569	0,158476	0,198894

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia

Dove: X = Numero di FC's (*foreign currency units*) per Euro; E = Valore dell'Euro per un FC.

Tab. 4 – Confronto nello spazio fra *subsidiaries* con posizioni in valuta estera (\$)

Subsidiary	Current Assets \$	-	Current Liabilities \$	=	Working Capital \$	=	Long Term Liabilities \$	+	Net Worth \$	-	Fixed Assets \$
A	6.000		2.000		4.000		2.000		6.000		4.000
B	4.000		5.000		(1000)		1.000		4.000		6.000

Tab. 5 - Determinazione della riserva differenze cambi

Poste	Valore funzionale (\$)	Tasso di cambio storico/di chiusura	Valori in moneta di presentazione (€)
Ricavi	4.000	1 € = 1,25 \$	3.200
Costi	(3.000)	1 € = 1,25 \$	(2.400)
Utile d'esercizio	1.000	1 € = 1,25 \$	800
Attività	9.100	1 € = 1,30 \$	7.000
Passività	(7.800)	1 € = 1,30 \$	(6.000)
Capitale sociale	(300)	1 € = 1,30 \$	(231)
Utile d'esercizio	(1.000)		(800)
Riserva traduzione cambi	-----		31

Tab. 6 – Currency Translation of the Balance Sheet (subsidiary USA)

Balance Sheet as of June 30, 20X2	In Local Currency Accounts (FC)	Translation Monetary-Nonmonetary Method	
		Exchange Rate	Amount (€)
Cash	8.849.817	1,0387	8.520.089
Accounts receivable	2.067.204	1,0387	1.990.184
Inventory	5.357.416	1,0387	5.157.808
Others	191.450	1,0387	184.316
Total current assets	16.465.886		15.852.398
Investment, nonmonetary	163.595	1,0387	157.500
Gross plant and equipment	2.477.415	1,0387	2.385.111
Reserve for depreciation	-1.323.473	1,0387	-1.274.163
Total assets	17.783.423		17.120.846
Accounts payable	5.602.506	1,0387	5.393.767
Notes payable			
Accruals			
Others	119.537	1,0387	115.083
Total current liabilities	5.722.043		5.508.850
Bonds outstanding			
Common stock	4.600.000	1,2520	3.674.248
Retained earnings	7.134.204	1,1582	6.159.474
Profit/loss	327.175	1,0934	299.327
Currency translation reserve			1.479.046
Total liabilities and capital	17.783.423		17.120.846

Fonte: CFO capogruppo ABC

Tab. 7 - Foreign subsidiary X: Monetary assets and Monetary Liabilities

Cash	8.849.817	Accounts payable	-5.602.506
Accounts receivable	2.067.204	Notes payable	
		Accruals	
Others	191.450	Others	-119.537
Monetary Assets (FC in \$)	11.108.471	Monetary Liabilities (FC in \$)	-5.722.043

Tab. 8 – Income Statement for the period January - June, 20X2 (Subsidiary USA)

	In Local Currency Accounts (\$) FC	Exchange Rate	Amount €
Sales, net	7.885.724	1,0934	7.212.112
Purchases and change in inventories	-6.019.683	1,0934	-5.505.472
Depreciation	-55.368	1,0934	-50.638
Other costs	-313.899	1,0934	-287.085
Cost of sales	-6.388.950		-5.843.195
Gross operating profit	1.496.774		1.368.917
General expenses (SG&A)	-1.187.651	1,0934	-1.086.199
Net operating profit	309.123		282.717
Interest income/(expense)	50.025	1,0934	45.752
Earning before taxes	359.148		328.469
Income taxes	-31.973	1,0934	-29.242
Earning after taxes	327.175		299.327

Fonte: CFO capogruppo ABC

Tab. A.1 - Foglio di lavoro per il consolidamento del gruppo come singola entità

Consolidate End June 30, 20X2	Parent Company ABC	Foreign Company X	Aggregate ABC + X Data	Adjustment D Debit	Adjustment C Credit	Total Consolidate Data + D – C
Balance Sheet						
Cash		8.520.089				
Accounts receivable		1.990.184				
Inventory		5.157.808				
Others		184.317				
Current assets		15.852.398				
Participations	3.674.248		3.674.248		3.674.248	0
Investments nonmonetary		157.500				
Gross plant and equipment		2.385.111				
Reserve for depreciation		-1.274.163				
Total assets		17.120.846				
Accounts payable		5.393.768				
Notes payable						
Accruals						
Others		115.083				
Current liabilities		5.508.851				
Loans						
Common stock		3.674.248		3.674.248		
Retained earnings		6.159.474				
Revaluation Account		1.479.046				
Profit/loss		299.327				
Liabilities and Capital		17.120.846				
Income statement						
Sale net		7.212.112				
Inventory charge-outs		-5.505.472				
Depreciation		-50.638				
Other costs		-287.085				
Cost of sales		-5.843.195				
Gross operating profit		1.368.917				
SG&A		-1.086.200				
Net operating profit		282,717				
Interest expenses		45.752				
Earning before taxes		328.469				
Income taxes		-29.242				
Earning after taxes		299.227				
				Σ Debit	Σ Credit	Data + D – C

Fonte: nostre elaborazioni