



Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

Foreign Exchange Risks

Franco Cescon, Gina Rossi

Pavia, March 31, 2023
Volume 14 - N. 1/2023

DOI: 10.13132/2038-5498/14.1.123-140

www.ea2000.it
www.economiaaziendale.it


PaviaUniversityPress

Foreign Exchange Risks

Franco Cescon

Former Professor of Business Administration. Department of Economics and Statistics, University of Udine, Italy.

Gina Rossi, PhD

Associate Professor of Business Administration and Accounting Studies. Department of Economics and Statistics, University of Udine, Italy.

Corresponding Author:

Franco Cescon

Department of Economics and Statistics, University of Udine.
Via Tomadini 30/a
33100 Udine, Italy.

Email :franco.cescon@uniud.it

Cite as:

Cescon, F., & Rossi, G. (2023). Foreign Exchange Risks. *Economia Aziendale Online*, 14(1), 123-140.

Section: *Refereed Paper*

Received: February 2023

Published: 31/03/2023

ABSTRACT

La gestione del capitale circolante è di centrale importanza sia per le grandi che per le piccole e medie imprese internazionali. Se, da un lato, le grandi imprese sono spinte ad adottare strategie internazionali come quella globale e quella transnazionale (si veda l'interessante studio e l'analisi empirica in Magnani, (2018, pp. 1-22), nonché Colombo *et al.* (2018, pp. 319-332), dall'altro anche l'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese – principalmente basata sull'export e su strategie di tipo multinazionale – è diventata estremamente rilevante dato che, negli ultimi anni, il paese di origine ha visto diminuire il suo rilievo come fattore di vantaggio competitivo (per una comparazione tra *global strategy, transnational strategy, multi-domestic strategy and export*, si rinvia a: Johnson *et al.*, 2014, p. 270). Questo studio contribuisce alla letteratura di *managerial finance and accounting* focalizzandosi sul tema del *rischio di cambio*, connesso alla gestione del capitale circolante, nelle imprese internazionali. Gli obiettivi dello studio sono esaminare l'importanza della finanza manageriale internazionale, gli effetti della fluttuazione dei tassi di cambio, i rischi riconducibili alle operazioni in valuta estera e la conversione del bilancio di filiale estera nella valuta di conto usata dalla capogruppo. Con l'ausilio di opportune esemplificazioni, lo studio identifica possibili rischi di cambio che devono essere adeguatamente gestiti e controllati. Inoltre, viene utilizzato un caso di studio per sottolineare l'importanza di considerare il sistema di *managerial finance and accounting* come parte integrante dell'architettura organizzativa (in tema di Organizational Architecture dell'impresa, si veda Zimmerman, 2017, p. 127-160). L'analisi del caso di studio permette di comprendere meglio le implicazioni in termini di procedure, tecniche e sistemi per la gestione e la misurazione dei rischi di cambio (Scapen, 1990, in un interessante paper, esamina "The role of case study method in researching management practice").

Working capital management is of central importance for both large and small and medium-sized international companies. If, on the one hand, large companies are driven to adopt international strategies such as the global and the transnational one (see the interesting study and empirical analysis in Magnani, 2018, pp. 1-22, as well as Colombo *et al.*, 2018, pp. 319-332), on the other hand, the internationalization of small and medium-sized enterprises - mainly based on exports and multinational-type strategies - has also become extremely important given that, in recent years, the country of origin has seen its importance as a factor of competitive advantage diminish (for a comparison between global strategy, transnational strategy, multi-domestic strategy and export, see: Johnson *et al.*, 2014, p. 270). This study contributes to the *managerial finance and accounting* literature focusing on the issue of *exchange rate risk*, connected to the management of

working capital, in international companies. The objectives of the study are to examine the importance of international managerial finance final, the effects of exchange rate fluctuations, the risks attributable to transactions in foreign currency and the translation of the financial statements of the foreign branch into the reporting currency used by the parent company. With the help of appropriate examples, the study identifies possible exchange risks that must be adequately managed and controlled. Furthermore, a case study is used to underline the importance of considering the managerial finance and accounting system as an integral part of the organizational architecture (on the subject of the Organizational Architecture of the company, see Zimmerman, 2017, p. 127-160). The case study analysis allows for a better understanding of the implications in terms of procedures, techniques and systems for the management and measurement of exchange rate risks (Scapen, 1990, in an interesting paper, examines "The role of case study method in research management practice").

Keywords: International enterprise, Foreign exchange risk, Exchange rate fluctuation, Risk of firm in foreign currency units, Translation of financial statements.

1 – Introduzione

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

Nell'attuale contesto ambientale di elevata incertezza, sia nelle transazioni domestiche sia nelle transazioni internazionali, una criticità per la performance economica è la gestione del capitale circolante. Questa è rilevante sia nelle grandi imprese, dove viene affrontata 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.

Nelle transazioni internazionali, una rilevante criticità riguarda il problema associato ai "foreign exchange risks". Questo, a ben vedere, richiama la conoscenza di meccanismi finanziari internazionali per supportare la gestione e il controllo di una impresa internazionale, fra i quali è fondamentale la familiarità del management e dei manager finanziari, in particolare, con:

(a) il processo di aggiustamento in condizione di tassi di cambio flessibili (*the adjustment process under flexible rates*),

(b) il processo di cambiamento all'uso di tassi di cambio fissi (*fixed exchange rates*).

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 operano. 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 operativi possono favorire la gestione del capitale circolante velocizzando i flussi di fondi, diminuendo l'esposizione dei fondi alle fluttuazioni valutarie e riducendo (o mitigando) il rischio di cambio (*foreign exchange risk*).

In un ambiente in rapido cambiamento, il mercato finanziario genera pressioni che coinvolgono 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* (Bowditch e Burtle (1976)), sono chiamati, giorno per giorno, a considerare l'evoluzione del mercato finanziario internazionale. D'altro canto, anche nelle piccole e medie imprese internazionali il direttore finanziario e amministrativo (quale manager finanziario) è chiamato a favorire la gestione e il controllo dei *foreign exchange risks*.

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 acquisiti (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, i manager finanziari devono attivare la comparazione tra fonti di finanziamento 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 di origine anglosassone, hanno condotto studi in tema di *multinational financial management*, a nostra conoscenza sono pochi i ricercatori accademici in Europa che nella letteratura di *managerial finance and accounting* hanno rivolto contributi in tema di *working capital management* esaminando in particolare il problema dei *foreign exchange risks* nelle imprese internazionali.

Nel disegnare il contributo, lo studio si propone di supportare l'assunzione che appropriate procedure, tecniche e sistemi di gestione e controllo dei *foreign exchange risks* producano benefici per la riduzione della rischiosità. Per estensione, ne deriva che lo studio dei *foreign exchange risks* non può limitarsi a un insieme isolato di argomenti e di calcoli, ma deve essere parte integrante dell'*internal managerial finance and accounting system*, quale componente importante dell'*information system* delle imprese internazionali. La prospettiva teorica esposta si colloca, pertanto, nel filone di studi di *managerial finance*, originati dalla letteratura anglosassone (Weston and Copeland, 1986) e italiana di Economia e Finanza Aziendale.

Nella progettazione del contributo, l'orientamento di fondo è rivolto, 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 esaminano,

rispettivamente, le fluttuazioni dei tassi di cambio 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. La sezione 7, infine, illustra come il *financial statement* di filiale estera (*subsidiary*) viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo (*parent company*) utilizzando le pratiche di *accounting and finance* richiamate nel *case study* oggetto di analisi. 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. Infatti, gli effetti dovuti ai cambiamenti delle valute estere hanno influenzato in modo significativo i risultati economici. Nelle imprese internazionali, alla primaria capacità competitiva di creazione di 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 del management 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, richiamando le riflessioni di un'analisi di Weston e Copeland (1986), 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).

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 €

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 a 145 Yen per 1 €) gioca un ruolo nel processo di vendita dell'azienda Giapponese anche se 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).

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 \$

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 fluttuazione. Ad esempio, la statistica descrittiva di Tabella 3 evidenzia 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.

Tab. 3 - Evoluzione della valuta estera per Euro (Fonte: Nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia)

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

L'analisi mostra che ci sono state fluttuazioni verso l'alto per il Giappone (Yen) e verso il basso per paesi come la Cina (Yuan) e gli USA (\$). 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 con valute estere. Ad esempio, si pensi a un'azienda manifatturiera Italiana che vende merci e servizi a un'azienda USA la quale negozia il pagamento in dollari (\$). In questo contesto, sono possibili effetti delle variazioni dei cambi della valuta estera.

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 imprese 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 estera. Ricordiamo che 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 come "*short position*". Le diverse posizioni misurano un diverso impatto sul risultato economico quando il valore della valuta estera diminuisce o aumenta.

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 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 € (Dfd) può essere definita dalla misurazione che segue:

$$\text{Percentuale di cambio} = \frac{(X_1 - X_0)}{X_0} = \frac{4 - 2}{2} = 1 = 100\%$$

In questo caso, il 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:

$$\text{Percentuale di cambio} = \frac{(E_0 - E_1)}{E_0} = \frac{\frac{1}{X_0} - \frac{1}{X_1}}{\frac{1}{X_0}} = \frac{\frac{1}{2} - \frac{1}{4}}{\frac{1}{2}} = 50\%$$

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 estrema sintesi, 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) 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 (pp. 342-343).

Nelle imprese internazionali, congiuntamente al principio del “vantaggio competitivo” c’è il rischio della fluttuazione dei tassi di cambio esteri. Tuttavia, in particolare nelle piccole e medie imprese (SMEs) internazionali, molte decisioni sottovalutano il problema con una gestione del rischio di cambio mediocre. Mentre, come sostengono Cornell e Shapiro (1983):

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 (p. 16).

In genere, invece, le diverse raccomandazioni dei *financial consultants* sono orientate unicamente alla sola copertura finanziaria del rischio. A ben vedere, queste due differenti 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 il contratto di *forward*, o *futures*, consistente in un acquisto o vendita a un prezzo specifico *ora* (al tempo presente) con la transazione che avrà luogo in *data futura*. 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), come descritto nella discussione in Shapiro (1989) in tema di “*The Foreign Exchange Market*”.

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*),
- (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 riteniamo utile enfatizzare la “relazione” (base) nota come *Consistent Foreign Exchange Rates* (CFER). Nella letteratura di *International management*, questa relazione ha luogo quando nel mercato di intermediazione internazionale, i tassi di cambio esteri 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’analisi. 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 di chi fa arbitraggi, che sottende la logica di vendere “alto” e pagare “basso”, 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 £. L'esempio illustrato, riguardante la relazione tra due paesi/località diversi, può essere generalizzato. La letteratura anglosassone definisce questa generalizzazione come *consistent cross rates*.

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

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 sostengono Copeland and Weston (1988),

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 (p. 790).

A questo riguardo, questa sezione si concentra su due fondamentali relazioni di equilibrio e sui correlati modelli teorici: *The Purchasing Power Parity* (PPP) e *The International Fisher Relation* (IFR). La letteratura enfatizza che l'applicazione delle fondamentali relazioni di equilibrio sottendono nelle analisi le assunzioni base richieste per mercati perfetti. Tipicamente:

- (a) numerosi venditori e compratori;
- (b) assenza di tasse;
- (c) assenza di costi di transazione;
- (d) assenza di barriere al commercio;
- (e) il futuro è noto con certezza;
- (f) la competizione nei mercati è (teoricamente) in equilibrio.

Per discutere le due relazioni ribadiamo alcune convenzioni base. Supponiamo che un esportatore italiano tenda 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 units* in termini di Euro.

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

- $\Delta X = X_1/X_0$ = cambiamento del tasso di cambio;
- X_0 = FC *units* per Euro in un periodo immediato;
- X_1 = FC *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):

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 (p. 984).

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 seguente:

$$\Delta X = \frac{X_1}{X_0} = \frac{P_{f1}/P_{f0}}{P_{d1}/P_{d0}} = \text{RPC}$$

dove:

ΔX = 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:

dato che deve essere $(1.16/1.10 = X_1/5)$, si ricava: $(X_1 = 5,27)$ periodico.

L'informazione evidenzia che ora il *foreign currency unit* è uguale a FC 5,27 per 1 €. 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 di *managerial finance*, 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),

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 (p. 169).

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:

$$\frac{P_0}{P_1} = \frac{1+r}{1+R_n}$$

da cui:

$$1+r = (1+R_n) \frac{P_0}{P_1}$$

quindi:

$$R_n = \left[(1+r) \frac{P_1}{P_0} \right] - 1$$

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 and Weston (1988):

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

$$R_n = [(1.07)(1.10)] - 1 = 0.177 = 17.7\%$$

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:

$$r = [(1.12)(100/110)] - 1 = 0.01818 = 1.82\%$$

An approximation of the relationship is $R_n = r + (T - 1) = 7.0\% + 10\% = \sim 17.7\%$ (p. 794).

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, il rischio è dato dalla diminuzione della valuta straniera.

Supponiamo che l'impresa americana ETA in data 30/10 venda merci e servizi a un'azienda straniera. Il ricavo di vendita avviene con il pagamento in valuta estera (*foreign currency*) per FC = 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, l'impresa 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 in unità di valuta estera.

Approfondiamo alcuni aspetti chiave emersi dalla trattazione per riflettere su quali tecniche sono volte a mitigare l'esposizione verso le variazioni nei tassi di cambio. Al riguardo, l'esposizione al rischio di cambio è un problema per l'impresa internazionale, ma questa è soprattutto una sfida continua per il management. Mentre, la comprensione delle determinanti della performance richiama il contributo di molte conoscenze (discipline) con riferimento alle condizioni generali dell'economia (quali prosperità e recessione), la funzione di *managerial finance and accounting* gioca un ruolo importante per mitigare l'impatto del problema. Con la presenza di ampi movimenti dei tassi di cambio è necessario tenere sotto controllo le valute; un tasso di cambio che è in rapido aumento può rapidamente cambiare e precipitare nel declino o viceversa.

I commentatori con un focus sulla funzione di *corporare treasurer* sottolineano che possono essere usate tecniche di gestione finanziaria per fronteggiare la volatilità dei tassi di cambio. Sull'adozione di queste tecniche è utile premettere che ci sono due categorie di gestione dei cambi esteri: (1) *transaction management* e (2) *translation management*. Mentre, la *transaction* crea un problema perché ci sono ritardi temporali tra quando inizia la transazione e quando viene fatto il pagamento, con la *translation* i tassi di cambio impattano direttamente la situazione patrimoniale ogni volta che si hanno conversioni da una valuta all'altra.

Come scrivono Bowditch e Burtle (1976):

There are two principal methods in order to avoid losses on foreign transactions: (1) billing in dollars or in a currency not expected to change in value in relation to the dollar and (2) covering the transaction on forward foreign exchange markets.

The main objection to billing in dollars is that when the dollar shows signs of weakening, foreigners exporting to the United States will often refuse to accept payment in dollars. On the other hand, if the dollar is gaining in strength abroad, it may be overly conservative for U.S. importers to pay in dollar (p. 85).

La procedura (parziale) riguardante i problemi di *translation management* sarà oggetto di metodi specifici con la discussione nella sezione 7.

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

Come scrive Folks (1972),

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 (p. 101).

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 (1989a,b), 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 (1989a, p. 24).

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

Poiché vale l'eguaglianza fondamentale di stato patrimoniale:

$$AC_t + CF_t = (PC_t + PML_t) + CP_t,$$

tra capitali *reperiti* (lato destro) e *investiti* (lato sinistro), risulta che il CCF_t , può essere determinato con ciascuna delle due equazioni seguenti:

$$CCF_t = AC_t - PC_t$$

$$CCF_t = PML_t + CP_t - CF_t$$

essendo:

CCF_t = Capitale circolante finanziario al tempo t = *Working Capital*;

AC_t = Attività correnti al tempo t = *Current Assets*;

PC_t = Passività correnti al tempo t = *Current Liabilities*;

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

CP_t = Capitale proprio al tempo t = *Net Worth*;

CF_t = Capitale fisso netto al tempo t = *Net Fixed Assets*.

L'applicazione delle equazioni appena specificate (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 (Tabella 4).

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

Subsidiaries	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

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. 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 (la dilazione è al 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*) rimane 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.

Come anticipato nell'introduzione, la principale motivazione del presente studio è fornire suggerimenti e spunti di riflessione utili a ridurre gli effetti del rischio di cambio estero sulla performance economica delle imprese internazionali. In sintesi, i principali suggerimenti e spunti utili intendono sottolineare l'importanza di:

1. considerare la gestione dei *foreign exchange risks* come parte integrante dell'*international managerial finance and accounting system* dell'impresa internazionale;
2. conoscere i meccanismi finanziari su cui si basa la gestione e il controllo di un'impresa internazionale, al fine di attuare decisioni che non sottovalutino il problema della gestione dei rischi di cambio e il loro impatto sulla performance economico-finanziaria aziendale;
3. familiarizzare con i processi di aggiustamento attuabili in condizioni di tassi di cambio flessibili e di tassi di cambio fissi, in modo da poter attivare opportuni strumenti per proteggere l'impresa internazionale contro le fluttuazioni della valuta estera nelle vendite, negli acquisti, nelle negoziazioni di titoli e nei finanziamenti (soprattutto a medio-lungo termine);
4. velocizzare (anche con l'intermediazione di banche estere) i flussi di fondi, diminuendo così l'esposizione alle fluttuazioni valutarie e mitigando il rischio di cambio.

È utile ricordare che il principio contabile internazionale IAS 21 disciplina le modalità di contabilizzazione delle operazioni effettuate da un'impresa in valuta estera (*foreign currency*) e della conversione dei bilanci.

Tali suggerimenti, in particolare, sono rivolti ai manager finanziari (e, più in generale, al management) delle piccole e medie imprese (SMEs) internazionali che caratterizzano la manifattura e che spesso sono più esposte ai rischi di cambio nel loro processo di internazionalizzazione. Mentre, l'analisi effettuata in questo studio non è finalizzata alle esigenze informative di utilizzatori esterni all'impresa, quali, ad esempio, gli investitori che forniscono capitale di rischio, la sezione 7 è finalizzata alle informazioni per il controllo direzionale dell'impresa internazionale.

7 – Come il financial statement di filiale estera viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo

Questa sezione descrive come il *financial statement* di filiale estera (*subsidiary*) viene convertito nella valuta di conto correntemente usata dalla capogruppo (*parent company*) utilizzando la pratica di *management accounting* del *case study* oggetto di seguito presentato, riguardante l'impresa internazionale ABC. Proponiamo questo *case study* quale singola unità di analisi per capire procedure, tecniche e sistemi di *management accounting* nella pratica con lo scopo di focalizzare lo sviluppo delle informazioni derivanti dalla *translation of financial statements*.

La capogruppo ABC è un'impresa internazionale italiana che opera nel settore dell'arredamento con numerosi prodotti di qualità. Nell'ambito di una strategia di internazionalizzazione, la controllante ABC, con sede in Italia, aveva acquisito tutte le azioni della società controllata X, con sede negli USA, 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 generare informazioni attraverso l'*internal accounting system* (Alexander *et al.* 2008, p. 5), è semestrale. La presentazione 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) siano convertiti nella valuta di conto in euro (€) correntemente usata dalla capogruppo in Italia (controllante). Ricordiamo che nella letteratura anglosassone, i principi di conversione sono: *Current-Noncurrent Method*; *Monetary-Nonmonetary Method*; *Temporal Method*.

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 (*case study*) della capogruppo ABC e della controllata X. La Tabella 5, 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).

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*.

Tab. 5 – Currency Translation of the Balance Sheet (subsidiary USA) (Fonte: CFO capogruppo ABC)

<i>TRANSLATION. MONETARY-NONMONETARY METHOD</i>			
Balance Sheet as of June 30, 20X2	In Local Currency Accounts (FC)	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		5.508850
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
<i>Currency translation reserve</i>			1.479.046
Total liabilities and capital	17.783.423		17.120.846

Con il *Monetary-Nonmonetary Method* la letteratura anglosassone di *managerial finance* identifica la *net monetary position* (NMP_t) al tempo t . La grandezza NMP_t è fondamentale equivalente al concetto di capitale circolante in senso operativo nella letteratura italiana (si veda la discussione in Brunetti (1992) per una comparazione dei concetti di capitale circolante netto in senso finanziario e operativo). La quantità NMP_t è, infatti, uguale alla differenza tra *monetary assets* (MA_t) e *monetary liabilities* (ML_t) al tempo t :

$$NMP_t = ML_t - MA_t$$

Per la *foreign subsidiary X* (filiale USA) la quantità $NMP_t = 5.386.428$ (vedi Tabella 6).

Tab. 6 – Foreign subsidiary X: Monetary assets and Monetary Liabilities (fonte: Tabella 5)

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

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 €:

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

La conversione del conto economico riclassificato per la *foreign subsidiary X* è presentata, con alcuni semplici arrotondamenti, nella Tabella 7.

Tab. 7 – Income Statement for the period January - June, 20X2 (Subsidiary USA) (Fonte: CFO capogruppo ABC)

Income Statement	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

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.

Nelle pratiche di *management accounting* del *case study* (ABC), la fase successiva alla *translation of financial statements* – che non è oggetto di questo studio – riguarda la procedura e le tecniche 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 dell'organizzazione.

8 – Conclusioni

8.1 – Sintesi

Negli anni recenti, caratterizzati da un ambiente in rapido cambiamento, i problemi collegati alla gestione e al controllo dell'*foreign exchange risk* 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.

Il presente lavoro ha preso le mosse dall'assunzione che lo studio dei *foreign exchange risks* non possa limitarsi a un insieme isolato di argomenti e di calcoli, ma diventi parte integrante

dell'*internal managerial finance and accounting system* – e, più in generale, dell'*information system* delle imprese internazionali – al fine di definire appropriate procedure, tecniche e sistemi di gestione e controllo dei *foreign exchange risks* capaci di ridurre la rischiosità dell'impresa.

Nella progettazione del contributo l'orientamento di fondo, in particolare, è rivolto ai manager finanziari (e al management) delle piccole e medie imprese internazionali che caratterizzano la manifattura (in Italia e in molti paesi) perché spesso sono più esposte al rischio di cambio.

Lo studio contribuisce a identificare una molteplicità di possibili *foreign exchange risks* che richiedono di essere adeguatamente gestiti e controllati dalle imprese internazionali. In aggiunta, il *case study* che ha coinvolto una grande impresa internazionale di successo – e che è stato sviluppato con il coinvolgimento del CFO e con l'intervista "informale" a questo manager finanziario (l'intervista non è stata riportata in modo complessivo per ragioni di privacy) –, oltre a fornire preziose informazioni e tecniche in tema di *translation of financial statements*, rinforza l'importanza di considerare le funzioni di *managerial finance and accounting* quali parti integrate della architettura organizzativa a livello *corporate*. Inoltre, il *case study* evidenzia un ruolo importante nelle pratiche di *managerial finance and accounting* perché agisce come un potente motore per la gestione del *foreign exchange risk* assunto dall'impresa, per le decisioni e per la misurazione della *exchange risk situation*.

Nella sua recente esperienza, con il cambiamento dell'assetto proprietario e della *corporate governance*, l'impresa internazionale oggetto del *case study* è intervenuta attivamente a livello Corporate nell'*information system*, con informazioni finanziarie e non finanziarie e nell'*internal managerial finance and accounting system*, con l'incremento soprattutto delle informazioni per le transazioni estere. L'attivazione di un *internal accounting system* a livello di *Operating Divisions* (attualmente sono sette tra aziende italiane ed estere) è a supporto sia per le decisioni sia per il controllo. Ogni divisione o dipartimento ha il suo controller che risponde al CFO del gruppo ABC.

8.2 – 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 che enfatizzano l'*international business finance* e, in particolare, il problema degli *exchange foreign risks*. 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.

8.3 – Ringraziamenti

Nella stesura di questo paper, gli Autori hanno numerosi debiti di riconoscenza. In particolare, desideriamo ringraziare il CFO dell'impresa internazionale oggetto del *case study* per la disponibilità, i dati forniti, la documentazione e le informazioni finanziarie non formali. Un sentito ringraziamento ai Professori Marcellino Gaudenzi 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.

9 – Bibliografia essenziale

- Alexander, D., & Nobes, C. (2007). *Financial Accounting – An International Introduction* (3rd Edition). Pearson Education, UK. Edizione italiana a cura di Caruso, G.D., & Ferrari, E.R. (2008). *Financial Accounting*. Piacenza, 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., & Gougzwaard, M.B., eds, *Treasurer's Handbook*. Dow Jones-Irwin, Chapter 5, 84-110.
- Brunetti, G. (1992). Le nozioni di capitale circolante. In Brunetti, G., & Olivotto, L. (1992). *Il Controllo del Capitale Circolante*, Torino, UTET, Capitolo I, 7-13.
- Cescon, F. (2021). *Pianificazione e controllo per il capitale circolante*. Milano, Giuffrè Francis Lefebvre.
- Colombo, G., Vatamanescu, E.-M., Alexandru, V.-A., Gazzola, P. (2018), The influence of internationalization process-based factors on international performance in the case of SMFESs. *Economia Aziendale Online*, 9(3), 319-332.
- Copelan, T.E., & Weston, J.F. (1988). Exchange Rate Systems and Parity Conditions. In *Financial Theory and Corporate Policy*, (3rd Edition). Addison-Wesley Publishing Company Inc., USA, Chapter 21, 777-804.
- Cornell, B., & Shapiro, A.C. (1983). Managing Foreign Exchange Risks. *Midland Corporate Finance Journal*, Fall, 16-31.
- Folks, W.R. Jr. (1972). Decision Analysis for Exchange Risk Management. *Financial Management*, 1(3), 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*, (10th Edition). Harlow: Pearson Education Limited.
- Magnani, G. (2018). Customer-embedded opportunity in entering complex foreign markets. *Economia Aziendale Online*, 9(1), 1-22.
- Montemerlo, D. (2005). Il vantaggio competitivo: la differenziazione e il costo. In Airoidi, G., Brunetti, G., Coda, V., *Corso di economia aziendale Bologna*, Il Mulino, , Capitolo X, 342-345.
- Olivotto, L. (1989a). L'analisi dei movimenti di capitale circolante finanziario. In Olivotto, L., *La dinamica finanziaria d'impresa*. Milano, Franco Angeli, Capitolo 3, 23-51.
- Olivotto, L., (1989b). *La valutazione dell'affidabilità della clientela e il ruolo di alcuni modelli quantitativi di analisi*. In Scritti in onore di Luigi Guatri, Egea, Milano.
- Pisoni, P., Biancone, P.P., Russo, D., & Cisi, M. (2007). *Il Bilancio Consolidato IAS/IFRS*. Milano, Giuffrè Editore.
- Scapens, R.W. (1990). Researching Management Accounting Practice: the Role of Case Study Methods. *The British Accounting Review*, 22(3), 259-281.
- Scapens, R.W. (2006). Understanding Management Accounting Practice: A Personal Journey, *The British Accounting Review*, 38(1), 1-30.
- Shapiro, A.C. (1989). Multinational Working Capital Management. In Shapiro, A.C., *Multinational Financial Management*, (3rd Edition). Needham Heights, Massachusetts, Allyn and Bacon, A Division of Simon & Schuster, Part III, Chapter 12, 367-388.
- Sostero, U., Cerbioni, F., & Saccon, C. (2018). *Bilancio consolidato: Disciplina nazionale e IFRS*. Milano, McGraw-Hill Education.
- Weston, J.F., & Copeland, T.E. (1986). International Business Finance. In Weston, J.F., Copeland, T.E., *Managerial Finance* (8th Edition). Orlando, Florida, The Dryden Press International Edition, Chapter 32, 975-1003.
- Zimmerman, J. (2017). *Accounting for Decision Making and Control* (9th Edition). New York, McGraw-Hill Education.