

Cosa prevedono i Piv per le aziende con flussi in una valuta e valore da esprimere in un'altra

Valutazioni, il cambio è il fulcro

Fin dall'impostazione del metodo va gestita la conversione

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

Per le aziende con flussi in una valuta e valore da esprimere in un'altra, il cambio non è un passaggio finale della perizia: entra nel metodo di valutazione. L'esperto deve governare la conversione fin dall'impostazione del modello, mantenendo coerenti valuta dei flussi e tasso di attualizzazione. Il principio III.1.14 dei Piv individua due strade: attualizzare i flussi nella valuta funzionale e convertire al cambio corrente il valore ottenuto, oppure tradurre i risultati prospettici mediante la curva dei cambi a termine e scontrarli con un tasso appropriato alla valuta nella quale deve essere espresso il valore.

La regola interessa direttamente gruppi multinazionali, controllate estere, partecipazioni e rami d'azienda che operano in mercati con monete diverse da quella della capogruppo. Più in generale, riguarda ogni valutazione nella quale la moneta in cui si forma la performance economico-finanziaria non coincida con quella richiesta nella relazione di stima.

Il punto di partenza è la valuta funzionale, ossia la moneta dell'ambiente economico prevalente nel quale l'impresa opera e nel quale genera e impiega principalmente le proprie disponibilità liquide.

Prima la valuta, poi il Dcf. Una controllata può predisporre il reporting destinato al consolidato in euro e avere, al tempo stesso, una valuta funzionale diversa. Se ricavi, costi, fabbisogni finanziari e generazione di cassa si formano prevalentemente in dollari, il fatto che la capogruppo presenti il bilancio in euro non trasforma l'euro nella moneta economica di quel business.

Le gestioni estere vanno quindi considerate nella rispettiva valuta funzionale e il valore così determinato viene successivamente convertito nella valuta dell'entità domestica al cambio corrente.

Nel primo metodo previsto dal principio III.1.14 l'esperto mantiene le previsioni nella valuta funzionale, attualizza i flussi con un tasso appropriato per quella stessa valuta e, solo dopo avere determinato il valore attuale, procede alla conversione nella valuta di riferimento applicando il cambio corrente alla data della va-

Le due strade indicate dai Piv		
Profilo	Attualizzazione in valuta funzionale	Conversione mediante curva forward
Flussi di partenza	Espressi nella valuta funzionale	Espressi inizialmente nella valuta funzionale
Conversione	Dopo l'attualizzazione	Prima dell'attualizzazione, periodo per periodo
Cambio utilizzato	Cambio corrente alla data di valutazione	Cambi a termine ricavati dalla curva forward
Tasso di sconto	Appropriato alla valuta funzionale	Appropriato alla valuta di riferimento
Valore terminale	Determinato e attualizzato nella valuta funzionale, poi convertito	Inserito in un modello già espresso nella valuta di riferimento
Punto critico	Coerenza tra flussi e tasso nella stessa valuta	Attendibilità e liquidità della curva forward
Mercato forex poco liquido	Non opera la specifica limitazione prevista per il forward	Il metodo può non essere utilizzabile
Rischio economico di cambio	Non viene eliminato dalla conversione finale	Continua a incidere sull'economia del business
Gestione estera	Valutazione separata nella propria valuta funzionale e successiva conversione	Possibile se la curva forward è sufficientemente affidabile
Presidio dell'esperto	Documentare valuta funzionale, tasso e cambio spot	Documentare anche fonte, scadenze e affidabilità della curva

lutazione. Un Dcf (Discounted cash flow o flusso di cassa attualizzato) formulato in dollari, quindi, non può essere attualizzato automaticamente con un costo del capitale costruito su parametri nominali riferiti all'euro. Tasso privo di rischio, inflazione incorporata nei rendimenti e crescita nominale di lungo periodo devono restare coerenti con lo stesso quadro monetario dei flussi.

Il presidio diventa ancora più importante nel terminal value. Se i flussi sono espressi in termini nominali nella valuta funzionale, anche le ipotesi di crescita perpetua e il tasso di attualizzazione devono restare coerenti, senza mescolare inflazioni e strutture dei tassi riferite a differenti aree valutarie.

L'alternativa della curva forward. Nel secondo metodo previsto dai Piv, i risultati prospettici espressi nella valuta funzionale vengono tradotti, periodo per periodo, nella valuta di riferimento attraverso una curva dei cambi a termine; soltanto dopo la conversione i flussi sono attualizzati utilizzando un tasso appropriato alla nuova valuta.

Il cambio, in questo caso, entra direttamente nelle

previsioni. Il principio, però, pone anche un limite preciso: quando la curva forward non è affidabile, per esempio per mancanza di liquidità nello specifico mercato forex, il metodo può non essere utilizzabile. Per curva forward si intende l'insieme dei tassi di cambio fissati oggi per operazioni che avranno esecuzione in date future diverse. In pratica, per ciascuna scadenza viene individuato un cambio a termine tra due valute.

La presenza di una quotazione forward (o prezzo a termine) non basta, di per sé, a renderla idonea per una valutazione. Occorre verificare profondità del mercato, scadenze disponibili e attendibilità degli input in rapporto all'orizzonte del piano.

La questione diventa particolarmente delicata quando le previsioni coprono quattro o cinque anni e il modello comprende un valore terminale. Non tutti i mercati valutari offrono curve liquide per scadenze così lunghe: ne consegue che eventuali estensioni della curva devono essere motivate sul piano tecnico e rese ricostruibili nella documentazione dell'esperto.

Il rischio cambio non

sparisce. Valutare un'impresa nella propria valuta funzionale non significa neutralizzare il rischio di cambio.

La conversione finale del valore al cambio corrente fa sì che ai flussi stimati non venga applicata direttamente una dinamica futura del cambio, ma non elimina l'esposizione economica della gestione estera alle oscillazioni valutarie.

Un'impresa può fatturare in dollari e sostenere una parte rilevante dei costi in euro; oppure può competere con produttori localizzati in aree valutarie differenti. Un deprezzamento o un apprezzamento della moneta può allora incidere su prezzi, volumi, margini e posizione competitiva anche se la valutazione viene costruita interamente nella valuta funzionale.

Questi effetti appartengono all'economia del business e, se rilevanti e supportati dalla base informativa, devono riflettersi nelle assunzioni utilizzate per formulare i risultati prospettici. Diverso è il procedimento tecnico con il quale il valore così determinato viene tradotto nella valuta richiesta.

Occorre soprattutto evitare duplicazioni. Se il rischio

derivante da una determinata variabile è già stato incorporato nelle previsioni, non può essere nuovamente caricato sul tasso di sconto senza verificarne gli effetti.

Le gestioni estere vanno separate. Per i gruppi multinazionali il principio spinge verso una costruzione della valutazione per singole realtà economico-monetarie. Ciascuna gestione estera viene analizzata nella propria valuta funzionale; nella stessa valuta vengono formulate le previsioni e costruito il tasso coerente; solo successivamente il valore viene ricondotto alla moneta dell'entità domestica.

E un'impostazione che consente anche di rendere più leggibili le differenze di inflazione, struttura dei tassi e condizioni del mercato finanziario fra i diversi Paesi.

Due metodi, non due risultati da scegliere. La possibilità di utilizzare due procedimenti non autorizza l'esperto a selezionare quello che conduce al risultato più conveniente.

Il principio non attribuisce una preferenza assoluta al metodo del cambio corrente rispetto a quello basato sulla curva forward. Li ammette entrambi, ma segnala espressamente che il secondo può diventare impraticabile quando manchi un mercato sufficientemente affidabile.

La scelta deve quindi discendere dalla struttura della valutazione, dalla valuta funzionale, dalla disponibilità e qualità degli input e dalla liquidità del mercato valutario. Non dal valore finale ottenuto.

La stessa impostazione generale dei Piv richiede che le scelte metodologiche siano motivate e che l'esperto eviti combinazioni di procedimenti non coerenti. L'esperto è responsabile dell'appropriata implementazione del modello e deve rappresentare in maniera chiara e trasparente analisi e assunzioni.

Per questo, nelle carte di lavoro e nella relazione dovrebbero risultare almeno la valuta funzionale individuata, la valuta nella quale il valore viene espresso, il metodo di conversione utilizzato e le fonti dei dati valutari. Nel primo metodo rileva il cambio corrente alla data della valutazione; nel secondo assumono rilievo la curva forward utilizzata, le scadenze considerate e il giudizio sulla sua affidabilità.