

La gestione dei rischi finanziari nei fondi di private equity

di Cesare Conti*

La performance delle aziende è spesso esposta ai rischi finanziari di prezzo, ovvero i rischi originati da variazioni inattese dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e dei prezzi delle *commodity*.

La gestione dei rischi finanziari nelle aziende è una pratica manageriale che si propone di misurare, gestire, controllare, rappresentare in bilancio e comunicare al mercato l'impatto dei rischi finanziari sulla performance e sul valore delle aziende. Tale pratica comporta la progettazione e l'implementazione di un processo gestionale che è *industry specific* e *firm specific*, nel senso che presenta caratteristiche peculiari ai settori e ai contesti aziendali considerati.

In tale ambito, un caso del tutto particolare è la gestione dei rischi finanziari nei fondi di *private equity* (PE) e nelle loro *portfolio companies* (PCs), ovvero le società acquisite e detenute in portafoglio dai fondi stessi.

Questo contributo si propone di fornire alcune linee guida che possano supportare il management dei fondi di PE e delle loro PCs a progettare e implementare un efficace processo gestionale dei rischi finanziari, con particolare riferimento al rischio di interesse e al rischio di cambio. Più precisamente, vengono di seguito proposti sia i presupposti metodologici per implementare efficacemente il processo di *financial risk management*, sia le decisioni manageriali e gli strumenti di copertura che consentono di gestire i rischi finanziari.



L'OBIETTIVO DELLA GESTIONE DEI RISCHI FINANZIARI

L'obiettivo della gestione dei rischi finanziari nei fondi di PE risiede nella protezione dell'*internal rate of return* (IRR) atteso dell'investimento nella PC da variazioni inattese del tasso di interesse e del tasso di cambio.

La protezione dell'IRR atteso presuppone, innanzitutto, la sua quantificazione, ricavata sulla base dei tassi di interesse e dei tassi di cambio attesi, ovvero i tassi utilizzati per redigere il *budget* e il *business plan*. Inoltre, la protezione dell'IRR presuppone l'identificazione dello scostamento tollerato dell'IRR rispetto a quello atteso. Lo scostamento tollerato, che è originato da variazioni inattese dei tassi di interesse e di cambio, dipende dalla propensione al rischio del Fondo.

Per calcolare l'IRR è possibile utilizzare la seguente formula, dove: E_e ed E_c esprimono il valore dell'*equity* rispettivamente al momento della vendita della PC (*exit*) e in quello del suo acquisto (*closing*); D è il valore di eventuali dividendi attesi distribuiti dalla PC tra il momento del *closing* e quello dell'*exit*; e, infine, t è l'*holding period* della PC, ovvero il valore atteso del tempo che intercorre tra *closing* ed *exit*:

$$IRR = \sqrt[t]{\frac{E_e + D}{E_c}} - 1$$

La principale variabile che determina l'IRR è identificabile in E_e , ovvero il valore atteso dell'*equity* della PC al momento dell'*exit*. Tale valore merita un breve approfondimento.

Nella prassi valutativa adottata dai fondi di PE, il valore dell'*equity* della PC è comunemente ottenuto mediante un approccio cosiddetto *asset side* e utilizzando il metodo dei multipli. In particolare, il valore dell'*equity* viene ricavato: a) moltiplicando l'EBITDA per un multiplo dato dal rapporto tra *Enterprise Value* (EV) ed EBITDA, dove tale multiplo è desunto da transazioni comparabili; b) sottraendo all'*Enterprise Value* – ovvero il risultato ottenuto dalla moltiplicazione di cui al punto precedente – il valore della posizione finanziaria netta (PFN) atteso al momento dell'*exit*.

Tra le variabili principali che determinano l'IRR vi sono pertanto – oltre a E_e , a D e a t – tutte le variabili che concorrono a definire il valore atteso dell'*equity* al momento dell'*exit* (E_e), ovvero i valori attesi dell'EBITDA, del multiplo EBITDA/EV e, infine, del valore della PFN. Per proteggere l'IRR dai rischi finanziari è dunque necessario intervenire in modo coordinato e coerente su tutte le suddette variabili.

Si noti, per inciso, come il valore della PFN al momento dell'*exit* dipenda anche dalle decisioni di finanziamento e di gestione dei rischi finanziari intraprese dalla PC durante l'intero *holding period*. Peraltro, tali decisioni esercitano un impatto anche sulla liquidità che, durante l'*holding period*, può essere destinata a servizio del debito così come all'acquisto e all'utilizzo delle coperture finanziarie.

LE FASI DEL PROCESSO DI GESTIONE DEI RISCHI FINANZIARI

La protezione dell'IRR atteso è perseguita attraverso decisioni manageriali mirate e il ricorso a strumenti finanziari di copertura che, sotto il profilo cronologico, si posizionano in diverse fasi del processo di investimento. Ciascuna fase merita un breve approfondimento.

La prima fase si colloca prima del *signing* dell'operazione di acquisto della PC da parte del fondo. In tale fase il management del fondo effettua solitamente una due diligence preliminare volta soprattutto: ad analizzare l'esposizione della PC al rischio di cambio e al rischio di interesse; a qualificare l'obiettivo del fondo in termini di IRR atteso e di sua esposizione tollerata ai rischi finanziari; infine, a verificare la presenza di vincoli di liquidità della PC. Tale due diligence è funzionale alla progettazione

delle iniziative di *financial risk management* che saranno eseguite nelle fasi successive del processo di investimento.

La seconda fase è compresa tra il *signing* e il *closing* dell'operazione di investimento. In tale fase vengono progettate le strategie di copertura dei rischi di interesse e di cambio associate all'operazione di *acquisition financing* perfezionata dalla PC in occasione della sua acquisizione da parte del fondo. Tale progettazione impone di formulare una previsione degli effetti originati da diverse possibili soluzioni di finanziamento e di copertura del rischio di interesse e del rischio di cambio sull'IRR dell'investimento, ipotizzando diversi scenari dei tassi di mercato. In questa fase potrebbe porsi per il fondo anche il problema di gestire il rischio di cambio del valore dell'*equity* al momento del *closing*. Ciò accade, evidentemente, solo quando la valuta di denominazione della PC è diversa da quella del fondo.

Le strategie di copertura programmate in questa seconda fase vengono normalmente eseguite subito dopo il *closing* ma talora anche prima, per esempio mediante il ricorso a operazioni di *pre-hedging* del rischio di interesse o attraverso coperture di tipo contingente¹.



© SHUTTERSTOCK - ERHUI1979

La terza fase, che è collocata tra il *closing* e la preparazione dell'*exit*, coincide con il periodo in cui la PC è detenuta nel portafoglio del fondo (il cosiddetto *holding period*). In tale periodo vengono innanzitutto eseguite le operazioni di copertura progettate nelle fasi precedenti. Per il resto, il management della PC gestisce i rischi finanziari similmente a quanto accade in ogni altra azienda, ponendosi come obiettivo la protezione dai rischi finanziari dell'EBITDA, del multiplo dell'EBITDA, della PFN e della liquidità destinabile a servizio del debito così come all'acquisto e all'utilizzo delle coperture finanziarie.

La quarta e ultima fase è compresa tra l'avvio e la fine del percorso di *exit*, per cui termina con la quotazione o la vendita della PC. Anche in tale fase (come nella seconda) potrebbe porsi per il fondo il problema di gestire il rischio di cambio del valore dell'*equity* al momento dell'*exit*. Questo accade, evidentemente, solo quando la valuta di denominazione della PC è diversa da quella del fondo.

Da quanto esposto si evince una particolarità che contraddistingue la gestione dei rischi finanziari nei fondi di PE e nelle loro PCs. Il perseguimento dell'obiettivo della gestione dei rischi finanziari, ovvero la protezione dell'IRR, richiede decisioni manageriali e il ricorso a operazioni di copertura che sono posizionate in fasi diverse del processo di investimento e, soprattutto, non sono sempre intraprese dal management del fondo di PE. Alcune scelte sono invece intraprese dal management della PC e, quindi, risentono dell'influenza più o meno rilevante che gli azionisti diversi dal fondo esercitano sul management della PC.

VINCOLI E PREREQUISITI PER IMPLEMENTARE LA GESTIONE DEI RISCHI FINANZIARI

La concreta implementazione delle decisioni e degli strumenti di copertura dei rischi finanziari è condizionata da specifici vincoli e prerequisiti aziendali.

Il principale vincolo aziendale è identificabile nella disponibilità della liquidità necessaria a garantire il servizio del debito ma anche ad acquistare i prodotti derivati di copertura (*upfront*) e a consentire il loro utilizzo dopo la stipula (*collateral posting*). Da tale disponibilità dipende, peraltro, anche la selezione degli strumenti di copertura tecnicamente più adatti, che possono essere più o meno *cash absorber*. Per esempio, un *interest rate swap* è solitamente più *cash absorber* di un'opzione.

Un importante prerequisito è identificabile nella disponibilità delle previsioni circa l'ammontare e la distribuzione temporale dei flussi di cassa generati dalla PC durante l'intero processo di investimento (previsioni formalizzate tipicamente attraverso la redazione del *budget* e del *business plan*). La disponibilità delle pre-

visioni è semplicemente il presupposto indispensabile per selezionare consapevolmente ed efficacemente le strategie e gli strumenti di copertura².

Un ulteriore e importante prerequisito è identificabile nella dotazione di competenze, relativamente alle tecnologie e ai sistemi organizzativi e informativi necessari a utilizzare con consapevolezza i prodotti derivati. L'utilizzo dei prodotti derivati con finalità di copertura presuppone infatti la capacità dell'azienda di:

- misurare correttamente l'esposizione ai rischi finanziari;
- predisporre una strategia di copertura sulla base del *risk appetite* e della *risk tolerance*;
- selezionare i prodotti derivati tecnicamente più adatti;
- prezzare correttamente i prodotti di copertura selezionati, nonché analizzare criticamente i risvolti economici e giuridici dei relativi contratti ISDA;
- predisporre un sistema di *reporting* che monitori continuamente il valore dei derivati di copertura insieme a quello delle attività/passività/flussi oggetto di copertura;
- contabilizzare i prodotti derivati utilizzati con finalità di copertura sfruttando, se opportuno, le regole di *hedge accounting*;
- garantire il rispetto dei requisiti di *compliance* regolamentare imposti alle società (anche non finanziarie) che utilizzano i prodotti derivati;
- comunicare efficacemente (al *board*, al mercato finanziario, ai finanziatori e in generale agli stakeholder) i risultati ottenuti tramite l'implementazione dell'intero processo di gestione dei rischi finanziari, evidenziandone i benefici economici in termini, per esempio, di creazione/protezione del valore della PC e/o dell'IRR dell'investimento nella PC.

Tutte queste attività meriterebbero di essere formalizzate in una apposita *financial risk policy*, che dovrebbe essere condivisa dal management del fondo di PE con il board e il management della PC.



DECISIONI E STRUMENTI PER LA COPERTURA DEI RISCHI FINANZIARI

La protezione dell'IRR viene perseguita dapprima in occasione della progettazione e dell'esecuzione dell'operazione di *acquisition financing* e, successivamente, durante l'*holding period*, e cioè quando la PC protegge dai rischi finanziari l'EBITDA, il multiplo dell'EBITDA, la PFN e la liquidità.

Inoltre, quando la valuta di denominazione della PC è diversa da quella del fondo, la protezione dell'IRR può richiedere la gestione del rischio di cambio: a) del valore dell'*equity* della PC, tanto nel periodo compreso tra il *signing* e il *closing*, quanto in quello compreso tra l'avvio e la fine dell'*exit*; b) di eventuali dividendi distribuiti dalla PC durante l'*holding period*.

Di seguito vengono brevemente esaminate, per ciascun ambito decisionale, gli strumenti di copertura che consentono di gestire i rischi finanziari.

La copertura dei rischi finanziari nell'operazione di *acquisition financing*

In occasione dell'operazione di *acquisition financing* il fondo e la PC progettano le caratteristiche tecniche del debito e di eventuali prodotti derivati di copertura dei rischi, le condividono con la banca e le formalizzano contrattualmente in un *term sheet* e, talora, in una *hedging letter*. In tale ambito viene definita la gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio. Entrambe meritano un breve approfondimento.

La copertura del rischio di interesse

Spesso, il debito a tasso variabile contratto dalla PC viene trasformato almeno in parte in debito a tasso fisso, attraverso uno o più contratti derivati di copertura del rischio di interesse. In questa fase, un aspetto rilevante del processo di gestione dei rischi finanziari risiede nella progettazione e nella successiva esecuzione dei prodotti derivati di copertura del rischio di

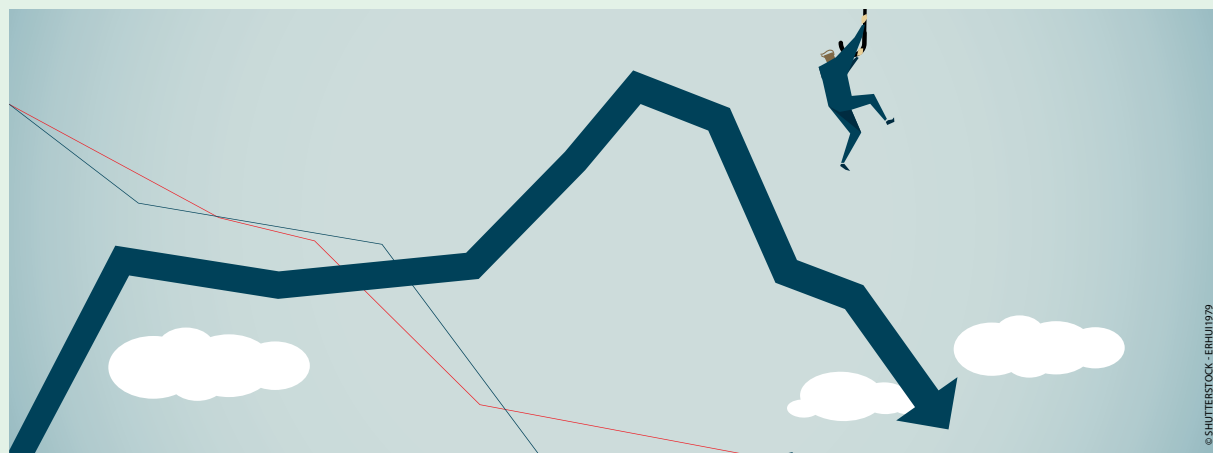
interesse. La difficoltà di perfezionare tali operazioni in modo efficace ed efficiente risiede innanzitutto nella possibilità del management di effettuare apposite simulazioni che consentano di comprendere l'impatto esercitato da diverse soluzioni di copertura sulla PFN, considerando diversi scenari dei tassi di interesse e tenendo conto del vincolo costituito dalla dotazione aziendale di liquidità destinabile al servizio del debito così come all'acquisto e all'utilizzo delle coperture finanziarie. Tali simulazioni sono finalizzate soprattutto: a) a progettare ed eseguire strategie di copertura coerenti con l'esposizione al rischio tollerata in termini di scostamento tra IRR atteso ed effettivo; b) a ottenere un valore della PFN idonea a garantire il rispetto di eventuali *covenant*.

È inoltre necessaria particolare cautela nell'esecuzione della strategia di copertura. Solitamente, infatti, la stessa banca (o lo stesso *pool* di banche) che concede il finanziamento propone di eseguire anche i contratti di copertura del rischio di interesse del debito. Tale circostanza può originare tra la banca, da un lato, e il fondo di PE e la sua PC, dall'altro, una situazione di asimmetria quanto a informazioni, competenze tecniche sui prodotti derivati e capacità di *pricing* dei derivati stessi. Il fondo e la PC corrono pertanto il rischio concreto di stipulare prodotti di copertura inadeguati e/o di negoziarli a condizioni disallineate da quelle di mercato.

La copertura del rischio di cambio

Una decisione importante nell'ambito della progettazione e dell'esecuzione dell'operazione di *acquisition financing* risiede nella composizione valutaria del debito. Quest'ultima dovrebbe perseguire due obiettivi che meritano di essere tra loro coordinati.

Il primo obiettivo è abbastanza intuitivo e risiede nella possibilità di compensare in tutto o in parte i flussi di cassa relativi al servizio del debito denominato in valuta con quelli originati dalla gestione operativa che



pure sono denominati nella stessa valuta.

Il secondo obiettivo è meno intuitivo ed è peculiare dei fondi di PE. Esso consiste nella possibilità di attivare, tramite la denominazione valutaria del debito (totale o parziale), un ulteriore *hedging* naturale del rischio di cambio, riferibile questa volta al valore dell'*equity* al momento dell'*exit*.

Come anticipato, infatti, il valore dell'*equity* al momento dell'*exit* è ricavato per prassi valutativa diffusa come differenza tra l'*enterprise value* – ottenuto a sua volta moltiplicando l'EBITDA per un multiplo di mercato EV/EBITDA – e il valore della PFN. Ne deriva che l'esposizione al rischio di cambio dell'EBITDA può essere bilanciata in tutto o in parte dall'esposizione al rischio di cambio originata dalla parte della PFN che, al momento dell'*exit*, è denominata in valuta. Tale bilanciamento consente al contempo di proteggere il valore di mercato dell'*equity* al momento dell'*exit* e, per tale via, anche l'IRR dell'investimento.

Si noti, per inciso, come la composizione valutaria del debito possa essere ottenuta sia mediante la progettazione di un debito che nasce con una ben precisa composizione valutaria, sia attraverso un debito sintetico, e cioè un debito ottenuto accompagnando la stipula di un *cross currency swap* all'accensione di un debito denominato per intero nella valuta di conto della PC.

LA COPERTURA DEI RISCHI FINANZIARI DURANTE L'HOLDING PERIOD

Durante l'*holding period*, il *management* della PC gestisce i rischi finanziari similmente a quanto accade in ogni altra azienda, con l'obiettivo di proteggere l'EBITDA, il multiplo EV/EBITDA, la PFN e la liquidità destinabile all'acquisto e all'utilizzo delle coperture finanziarie.

È opportuno precisare che la protezione dell'EBITDA consente di preservare il valore dell'*equity* in modo sia diretto sia indiretto: in modo diretto perché l'EBITDA, moltiplicato per il multiplo EV/EBITDA, consente di ottenere l'*enterprise value*, a cui viene poi sottratta la PFN per ottenere il valore dell'*equity* al momento dell'*exit*; in modo indiretto perché la protezione dell'EBITDA contribuisce a sostenere anche il multiplo EV/EBITDA. Prima di essere utilizzato nel caso di specie, infatti, il multiplo EV/EBITDA ricavato da transazioni comparabili viene rettificato, per tener conto delle caratteristiche distintive della spe-

cifica azienda oggetto di valutazione. La capacità del management di proteggere l'EBITDA può assumere un rilievo importante ai fini di tale rettifica³.

In generale, pertanto, l'obiettivo di proteggere l'EBITDA perseguito dal management della PC durante l'*holding period* è coerente e compatibile con l'obiettivo del management del fondo di PE di preservare il valore dell'*equity* della PC al momento dell'*exit* e, di conseguenza, anche l'IRR dell'investimento nella PC. Lo stesso vale anche per la protezione del valore della PFN al momento dell'*exit* e della liquidità destinabile all'acquisto e all'utilizzo delle coperture finanziarie.

Tale allineamento di obiettivi non è peraltro sempre scontato. Potrebbe per esempio verificarsi una diver-

genza (più o meno consapevole) tra il fondo e gli altri azionisti della PC in merito all'obiettivo da perseguire e/o alla *risk tolerance* e/o alle variabili a cui assegnare priorità nella gestione dei rischi finanziari⁴.

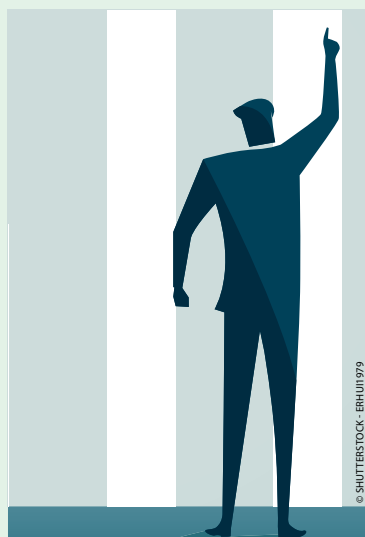
Peraltro, durante l'*holding period* si verifica spesso una significativa crescita (organica e/o per acquisizioni) da parte della PC. Tale circostanza rimette frequentemente in discussione le strategie aziendali e con esse le decisioni originariamente intraprese con riguardo agli investimenti, ai finanziamenti e alla gestione dei rischi finanziari. Basti considerare, a solo titolo di esempio, come l'acquisizione di una nuova azienda da parte della PC possa comportare la ristrutturazione del debito originario e con essa

la ristrutturazione dei prodotti derivati di copertura del rischio di interesse e del rischio di cambio.

Per diversi motivi, pertanto, durante l'*holding period* è opportuno effettuare un costante monitoraggio delle decisioni e degli strumenti utilizzati per coprire i rischi finanziari, in modo che sia mantenuto un ragionevole allineamento tra l'obiettivo del management del fondo e quello del management della PC così come una certa coerenza tra le coperture in essere e le eventuali periodiche ristrutturazioni di attivi e passivi.

LA COPERTURA DEL RISCHIO DI CAMBIO DELL'EQUITY E DEI DIVIDENDI

Come anticipato, quando la valuta di denominazione della PC è diversa da quella del fondo, si presenta il problema di proteggere dal rischio di cambio sia il valore dell'*equity* (al momento del *closing* e al momento dell'*exit*) sia il valore di eventuali dividendi distribuiti dalla PC durante l'*holding period*. Ciascun caso merita un breve approfondimento.



La gestione del rischio di cambio dell'*equity*

Il valore dell'*equity* al momento del *closing* e al momento dell'*exit*, espresso nella valuta di conto del fondo, dipende evidentemente dal valore dell'*equity* espresso nella valuta di conto della PC e dal tasso di cambio *spot* corrente (rispettivamente nei momenti del *closing* e dell'*exit*) tra la valuta di conto della PC e quella del fondo. Pertanto, anche quando il valore dell'*equity* espresso nella valuta di conto della PC è noto prima del *closing* e prima dell'*exit*, residua per il fondo un rischio dovuto alle variazioni inattese del tasso di cambio tra il momento in cui il valore dell'*equity* è diventato noto e quello in cui esso viene di fatto regolato.

La complessità che riguarda la gestione di questo rischio di cambio trae origine dalla possibilità che l'operazione di acquisto dell'*equity* (al momento del *closing*) ovvero quella di vendita dell'*equity* (al momento dell'*exit*) non trovino concreta manifestazione e, dunque, tali operazioni vengano posticipate o, addirittura, non vengano nemmeno regolate.

Tali circostanze impongono una particolare cautela nell'utilizzare i prodotti derivati tradizionali per coprire il rischio di cambio. Potrebbe infatti accadere che i flussi in valuta originati dai *deal* (di acquisto o di vendita) non trovino manifestazione, diversamente dai flussi generati dai prodotti derivati eventualmente già stipulati con finalità di copertura. Questi ultimi flussi, venendo meno il sottostante da coprire, determinerebbero pertanto una posizione speculativa sul cambio che è sempre meglio evitare.

Per tale motivo, in tali casi è diffuso il ricorso a prodotti derivati di copertura cosiddetti contingenti, ovvero prodotti derivati che producono effetti solo

condizionatamente al fatto che si manifesti anche l'operazione sottostante di acquisto o di vendita della PC.

Talvolta, inoltre, per proteggere dal rischio di cambio il valore dell'*equity* al momento dell'*exit*, vengono utilizzate anche le opzioni cosiddette con premio differito. Si tratta di particolari opzioni su cambi in cui il premio viene regolato alla scadenza invece che alla stipula dell'opzione. Tali opzioni possono essere utilizzate quando, durante l'*holding period*, anche con significativo anticipo rispetto al momento atteso dell'*exit*, il mercato dei cambi presenta condizioni particolarmente favorevoli. In tal modo, il management può spuntare opportunisticamente un tasso di cambio favorevole senza gravare sull'EBITDA corrente, rinviando la corresponsione del premio al momento della scadenza dell'opzione, ovvero in concomitanza con l'incasso originato dalla vendita della PC⁵.

La gestione del rischio di cambio dei dividendi

La gestione del rischio di cambio originato da eventuali flussi di dividendo attesi, che vengono distribuiti dalla PC durante l'*holding period* in una valuta di conto diversa da quella del fondo, viene comunemente effettuata coprendo il rischio di cambio relativo al primo flusso di dividendi atteso e quindi «rollando» la copertura di periodo in periodo.

Tale tipo di copertura presuppone, da un lato, una buona capacità di previsione del *timing* e dell'entità dei dividendi attesi e, dall'altro, la piena consapevolezza del tasso di cambio obiettivo (ovvero il tasso di cambio che è stato utilizzato per redigere il budget e il business plan e che consente di perseguire l'IRR atteso) o, meglio, di un range di tassi di cambio idoneo a garantire il raggiungimento di un IRR tollerato.



Un ulteriore aspetto che impatta significativamente sull'efficacia della copertura del rischio di cambio dei dividendi risiede nel *timing* con cui tale copertura viene dapprima avviata e quindi gestita. Idealmente, sarebbe opportuno un approccio gestionale di tipo dinamico, volto a sfruttare opportunisticamente la presenza di condizioni del mercato dei cambi particolarmente favorevoli.

In generale, un errore di previsione sui flussi relativi ai dividendi potrebbe generare una situazione indesiderata di *over* o *under hedging* mentre la scarsa consapevolezza del cambio obiettivo e/o l'inadeguatezza del *timing* della copertura rispetto alle condizioni del mercato dei cambi potrebbero inficiare la razionalità e/o l'economicità della copertura, compromettendo il perseguimento dell'IRR atteso.

¹ Le operazioni di pre-hedging del rischio di interesse sono perfezionate ancora prima dell'accensione del finanziamento, con l'obiettivo di approfittare di eventuali condizioni particolarmente favorevoli dei tassi di interesse e, quindi, di fissare il costo del finanziamento. Esse vengono perfezionate soprattutto quando vi è ragionevole certezza del closing (e quindi dell'operazione di acquisition financing) e, al contempo, vi è il timore che variazioni inattese dei tassi di interesse posizionate in prossimità del closing possano seriamente compromettere l'IRR dell'investimento. Le coperture di tipo contingente, diversamente dalle soluzioni di pre-hedging, manifestano i loro effetti solo contingentemente, ovvero solo al verificarsi del closing. Talora, peraltro, le coperture di tipo contingente possono essere utilizzate in questa fase non solo per coprire il rischio di interesse del finanziamento, ma anche per definire in anticipo la composizione valutaria del debito, oppure qualora la valuta di conto della PC sia diversa da quella del fondo, per coprire il rischio di cambio del valore dell'equity che il fondo deve corrispondere al momento del closing.

² L'attendibilità/probabilità delle previsioni esercita un impatto anche sul timing del ricorso alle coperture (che può essere più o meno anticipato, ovvero avere avvio sin dal momento della redazione del budget o comunque prima della manifestazione contabile di costi e ricavi esposti ai rischi finanziari) e sulle percentuali di copertura delle esposizioni sottostanti. In generale, tanto maggiore è l'attendibilità/probabilità delle previsioni, tanto più anticipata è la gestione e tanto è maggiore la percentuale di copertura.

³ La protezione dell'EBITDA è particolarmente rilevante ai fini della rettifica del multiplo EV/EBITDA quando gli investimenti programmati sono in tutto o in parte finanziati dall'EBITDA. In tal caso, infatti, la protezione dell'EBITDA garantisce la possibilità di realizzare il piano degli investimenti programmati e per tale via preserva il valore attuale delle opportunità di crescita originato da tali investimenti. Quest'ultimo valore è infatti incorporato nell'enterprise value e quindi anche nel multiplo EV/EBITDA rettificato che può essere utilizzato nel caso di specie. Pertanto, la protezione dell'EBITDA contribuisce a sostenere il valore attuale delle opportunità di crescita, che a sua volta sostiene il multiplo dell'EBITDA, che a sua volta protegge sia l'enterprise value sia il valore dell'equity.

⁴ Il management del fondo potrebbe per esempio essere interessato a proteggere l'IRR atteso dall'investimento nella PC mentre gli altri azionisti della PC potrebbero essere orientati a proteggere solo l'EBITDA, trascurando l'impatto esercitato dalla eventuale denominazione valutaria del debito sul valore dell'equity al momento dell'exit. Oppure, gli azionisti della PC diversi dal fondo potrebbero essere orientati a proteggere l'EBITDA riferito a un orizzonte temporale diverso da quello dell'holding period adottato dal fondo. Infine, anche a parità di obiettivo, il management del fondo e quello della PC potrebbero avere una diversa percezione in merito all'esposizione tollerata dell'IRR ai rischi finanziari, da cui discenderebbero differenti soluzioni gestionali.

⁵ Il ricorso alle opzioni con premio differito non è peraltro esente da alcune evidenti criticità. In primo luogo, tali opzioni sono solitamente molto care. Inoltre, nella maggior parte dei casi, non è noto ex ante con ragionevole approssimazione il timing dell'exit. Può dunque accadere che l'opzione scada prima della concreta manifestazione dell'exit. In tal caso si rende pertanto necessario ristrutturare o «rollare» la posizione in valuta aperta attraverso l'acquisto dell'opzione. Inoltre, al momento della stipula dell'opzione non è evidentemente noto con certezza il valore di uscita dell'equity. Per evitare di incorrere in una situazione di over-hedging è dunque necessario ponderare attentamente la percentuale di copertura e selezionare un nozionale dell'opzione significativamente inferiore al valore di uscita atteso dell'equity.

IN SINTESI

- La gestione dei rischi finanziari nei fondi di *private equity* (PE) si propone di proteggere l'*internal rate of return* (IRR) atteso dagli investimenti nelle PCs dalle variazioni inattese dei tassi di interesse e dei tassi di cambio. La protezione dell'IRR richiede un intervento coordinato su EBITDA, multiplo EV/EBITDA e PFN.
- Le differenti decisioni di copertura si posizionano in fasi cronologicamente diverse dell'intero processo di investimento nella PC e, soprattutto, è necessario garantire uno stretto coordinamento tra il management del fondo e quello delle PCs volto a promuovere e a preservare un allineamento sull'obiettivo della gestione dei rischi finanziari così come sulle decisioni manageriali e sugli strumenti di copertura idonei a perseguirlo.
- La possibilità concreta di progettare e implementare la gestione dei rischi finanziari dipende da alcuni vincoli aziendali: dalla disponibilità della liquidità destinabile al servizio del debito così come all'acquisto e all'utilizzo di coperture finanziarie; dalla dotazione aziendale di competenze, di tecnologie e di sistemi organizzativi/informativi. Queste ultime non sono sempre presenti né nei fondi di PE né nelle loro PCs. Si pone dunque, spesso, il tema della loro acquisizione sul mercato.