

I piani di incentivazione del management nel private equity

di Valter Conca e Mauro Locatelli*



Il successo di un private equity deal dipende in larga misura dalla relazione fiduciaria e dall'allineamento degli interessi tra investitori e management delle partecipate. Contrariamente a quanto accade nel mondo anglosassone, il mercato in Italia non è ancora sensibile nel valutare la strategicità delle politiche di incentivazione delle target che, oltretutto, costituiscono una forte leva di retention del management stesso.

La scarsa comunicazione e il tecnicismo dei meccanismi premiali (per esempio, *exit ratchet*) nella prassi degli investitori hanno dato il via a una ricerca¹ condotta su settanta piani di incentivazione forniti da trentuno fondi italiani, per dare una rappresentazione empirica delle *best practice* di mercato, nonché per inquadrare il tema a seguito della riforma della normativa fiscale.

La ricerca si focalizza sui beneficiari del piano, sulla tipologia degli incentivi, sulle formule utilizzate e le condizioni di esercizio per le varie opzioni e, infine, sulla valorizzazione dell'incentivo.

L'innovazione del progetto risiede, oltre che nella specificità del tema esaminato, mai oggetto di una mappatura statisticamente significativa, anche nella metodologia di ricerca utilizzata. Si tratta infatti di informazioni sulla politica dell'investitore istituzionale di carattere «interno», specifiche delle singole operazioni, difficilmente reperibili da fonti pubbliche².

* **Valter Conca** è Senior Professor nel Dipartimento di Management dell'Università Bocconi e di Corporate Finance presso SDA Bocconi School of Management. È inoltre Direttore del Private Equity Lab & Finanza per la Crescita.

Mauro Locatelli è Dottore Commercialista e Revisore Legale, Coordinatore del Private Equity Lab & Finanza per la Crescita presso SDA Bocconi School of Management.

© ISTOCK - NUTHAWUT SOMSIK

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

COME SI STRUTTURA UN PIANO DI INCENTIVAZIONE

La struttura di riferimento di un piano di incentivazione poggia su alcuni punti cardine che riguardano:

- il livello di coinvolgimento dei target all'interno dell'impresa (quali funzioni incentivare);
- il grado di individualizzazione del piano (come differenziare l'incentivo);
- l'orizzonte temporale di riferimento del piano (breve o medio-lungo termine);
- l'entità del costo per gli azionisti.

Queste variabili sono declinabili in maniera differenziale in base alle specificità della realtà aziendale di riferimento. Non esiste, pertanto, una soluzione ottimale che, mettendo a sistema le quattro variabili, permetta di definire un «piano ideale».

L'applicazione dei piani segue alcuni principi di carattere generale:

- l'erogazione dell'incentivo è determinata dal raggiungimento di un particolare livello di obiettivo che deve risultare sfidante per stimolare il management a raggiungere quella prestazione, ma anche oggettivamente realistico;
- l'obiettivo deve essere misurabile, presupposto intrinseco per la sua fissazione, con modalità di determinazione chiare e concordate a priori;
- l'obiettivo deve essere controllabile, non solo alla fine del periodo di riferimento del piano, ma anche durante lo stesso;
- il numero di obiettivi definiti deve essere adeguato e proporzionato alla difficoltà del piano, in coerenza tra obiettivi per ogni singolo manager.

In presenza di eventuali obiettivi potenzialmente conflittuali, è bene assegnare un unico obiettivo il cui conseguimento possa essere subordinato al rispetto di determinati vincoli.

I PIANI DI INCENTIVAZIONE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE DA FONDI DI PRIVATE EQUITY

Nel mondo del private equity il tema è centrale e imprescindibile, poiché gli investitori finanziari, salvo casi particolari, non sono interessati a gestire operativamente la target ma lasciano una «quasi completa» autonomia al management o all'imprenditore che gestisce la continuità aziendale.

Vari sono i motivi di interesse che hanno ispirato la ricerca nel contesto del private equity:

- la scarsa trasparenza tipica di queste operazioni e la natura delle informazioni «sensibili» rende tale pratica poco conosciuta ai terzi e, per di più, difficilmente comparabile;
- tale pratica non trova un'applicazione generale e univoca, sia nel metodo sia nella sua strutturazione;

- la normativa fiscale applicabile al sistema premiante ha subito nel tempo una significativa evoluzione che, di fatto, ha modificato non poco l'attrattività di alcuni strumenti utilizzati.

Orizzonte temporale di riferimento, tipologia degli strumenti utilizzati, soglie di remunerazione concessa rappresentano alcuni esempi del *research gap* che gli investitori da un lato, ma soprattutto il mercato del management delle target, hanno interesse a valutare per un confronto che può fungere da leva per far crescere il mercato del private equity.

LA METODOLOGIA DELLA RICERCA E LA DESCRIZIONE DEL CAMPIONE

Attraverso il database del Private Equity Lab & Finanza per la Crescita sono stati rintracciati trentuno investitori istituzionali, rappresentanti oltre il 70 per cento dei *frequent buyer* individuati nel mercato italiano, ovvero degli investitori che hanno compiuto almeno tre investimenti nell'ultimo anno.

Sono stati studiati sessantatré³ piani di incentivazione destinati al management di target ubicate sul territorio italiano, stipulati al momento dell'investimento e sospensivamente condizionati al realizzarsi del disinvestimento. L'incentivazione è pertanto collegata al momento dell'exit. I piani riguardano operazioni di investimento a partire dal 2017 in seguito al cambiamento del trattamento fiscale in materia del *carried interest* (art. 60 D.L. n.50 del 2017).

Nei piani analizzati il momento dell'uscita si attesta a circa quattro anni dall'investimento iniziale.

Successivamente, ci si è focalizzati sull'analisi dei trentuno investitori istituzionali.

Essi sono stati studiati in funzione di diversi parametri, quali la nazionalità, la dimensione della raccolta effettuata dal fondo, il ticket medio d'investimento e il fatturato medio delle target, la tipologia di operazione, informazioni necessarie per raggruppare, ove possibile, specifiche dinamiche di incentivazione sulla base di fattori comuni o differenti.

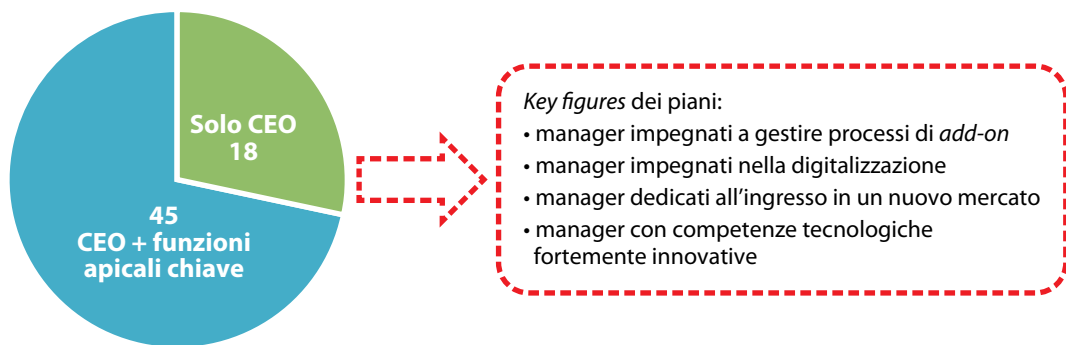
I RISULTATI DELLA RICERCA

L'analisi è stata prevalentemente condotta in relazione a quattro variabili: beneficiari, tipologia dello strumento utilizzato, condizioni realizzative, valorizzazione del beneficio.

Prima di passare in rassegna le evidenze empiriche, è bene ricordare che anche nel private equity la politica d'incentivazione è una pratica discrezionale, infatti, seppur in casi assai limitati, non è previsto alcun elemento premiale.

I beneficiari. Lo studio dimostra che la platea dei destinatari è decisa sulla base degli obiettivi strategici

FIGURA 1 | LE FIGURE MANAGERIALI DESTINATARIE



assegnati alla target e non necessariamente sulla grandezza della target e sulla dimensione del *deal*.

L'incentivo può essere destinato a uno o anche a più manager. La figura che risulta sempre presente come destinataria dell'incentivo è quella del *Chief Executive Officer* (CEO). In molti piani, tuttavia, nel 71 per cento dei casi, il CEO è affiancato da altre figure ritenute determinanti (Figura 1).

In questo caso il beneficio premiale assegnato ai *key manager*, oltre a fidelizzare le risorse, assicura un concreto commitment per la messa a terra del progetto.

Per l'individuazione dei beneficiari è essenziale non solo una visione strategica condivisa, ma anche la convergenza di empatia e fiducia che lega l'investitore e la principale figura apicale, di fatto il CEO responsabile del buon esito del piano.

La tipologia dell'incentivo. La seconda variabile oggetto dell'analisi concerne il tipo di incentivo che viene concesso. Gli strumenti utilizzati riguardano le seguenti categorie:

- gli *exit ratchets*;
- le *stock options*;
- le quote con diritti patrimoniali rafforzati;
- gli strumenti finanziari partecipativi.

Con il meccanismo dell'*exit ratchet* viene riconosciuta al management una quota del *carried interest* realizzato all'uscita sulla base degli accordi stipulati nel piano (i cosiddetti *triggers events*).

Per *carried interest* si intende l'extra rendimento percepibile dai General Partners sopra la soglia del rendimento minimo riconosciuto ai Limited Partners (LPs, cd. hurdle rate).

Le *stock options*, invece, rappresentano la possibilità per i manager di acquistare azioni emesse in precedenza, o di sottoscrivere, nel caso si utilizzino azioni di nuova emissione, titoli rappresentativi del capitale di rischio della società.

Molte volte accade che, al momento del passaggio della proprietà, i manager della target entrino in possesso

di quote con diritti patrimoniali rafforzati nella società stessa. Tale pratica è definita con la locuzione *carried interest* per indicare il diritto patrimoniale rafforzato incorporato in tali strumenti. Il diritto si configura in una partecipazione agli utili in misura più che proporzionale rispetto all'investimento, ma presenta anche alcuni limiti. Si tratta infatti di azioni di categorie speciali caratterizzate dall'assenza di diritti amministrativi, dalla presenza di limiti alla trasferibilità temporanea e dalla postergazione nella distribuzione agli utili, poiché si presuppone che essi siano riconosciuti solo nel momento in cui la generalità dei soci abbia ricevuto il capitale investito e il rendimento adeguato all'investimento effettuato.

Una tipologia di strumenti finanziari che risulta essere vantaggiosa proprio ai fini del *carried interest* riguarda gli Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP).

Gli SFP sono strumenti ibridi perché conferiscono al sottoscrittore sia i vantaggi dei titoli di debito sia i diritti patrimoniali rafforzati come per i detentori di equity.

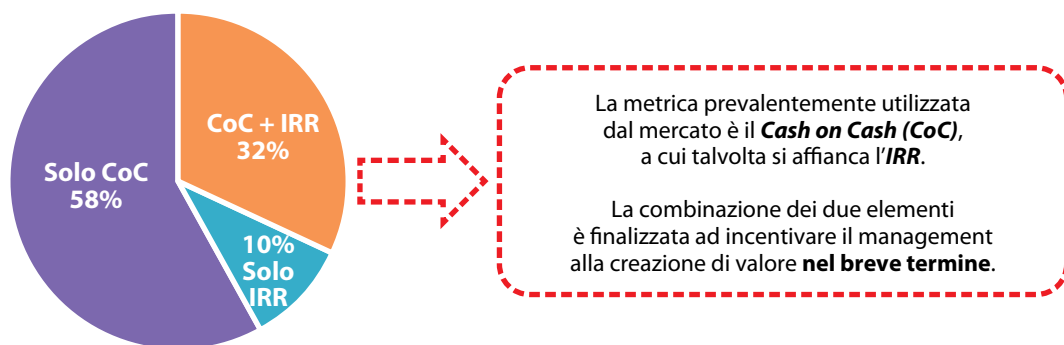
Essi hanno in comune con le azioni la natura partecipativa all'organizzazione e alla gestione della società emittente, ma non sono provvisti di diritti amministrativi e non attribuiscono alcun diritto di voto. Gli SFP sono rappresentati da certificati cartacei emessi dalla società a fronte della loro sottoscrizione.

Tra coloro che utilizzano un unico strumento (38,7 per cento del campione) il più utilizzato è la *stock option*; negli altri casi le combinazioni prevalenti sono state «*stock options* unitamente a quote con diritti patrimoniali rafforzati» e «*stock options* insieme agli SFP».

Questo dimostra come lo strumento delle *stock option* resta comunque quello in larga parte più utilizzato, ma insieme a esso vi sono altri *modus operandi* sul mercato, soprattutto in seguito all'introduzione della nuova disciplina del *carried interest*.

Le condizioni realizzative. Il buon esito della politica di incentivazione è legato al successo conseguibile all'u-

FIGURA 2 | LE CONDIZIONI SOSPENSIVE



scita, quando la target viene ceduta a un valore superiore rispetto all'investimento in entrata.

Le condizioni realizzative si distinguono in sospensive e risolutive; il rispetto delle condizioni sospensive determina la possibilità di risoluzione del piano.

In primis, una condizione sospensiva che apre la possibilità di ricevere un beneficio premiale è vincolata al livello minimo di investimento in equity richiesto al CEO della target (1 per cento), come previsto dalla normativa fiscale del 2017.

Necessario, oltre che il disinvestimento, è il realizzarsi di un rendimento minimo dell'operazione da parte del fondo, variamente utilizzato come emerge dalla Figura 2.

Mentre la storia del private equity ha per anni privilegiato una politica d'incentivazione basata su parametri di redditività (IRR), l'analisi indica la recente prevalenza del multiplo del capitale investito (CoC), seppur affiancato da un'indicazione reddituale.

Nella best practice del private equity le attese dei fondi dichiarate ai LPs al momento della raccolta sono almeno pari a due volte il capitale investito.

La supremazia del CoC è riscontrabile:

- nella necessità di allungare i tempi di gestione della

target, soprattutto quando essa è obbligata a crescere per linee esterne, fattore che procrastina i tempi di uscita;

- dalla sostanziale indifferenza dei LPs che riceveranno i ritorni alla chiusura del fondo.

Nel caso di applicazione dell'IRR, la ricerca indica che nella stragrande maggioranza dei casi il raggiungimento della soglia del 20 per cento fa scattare l'incentivo.

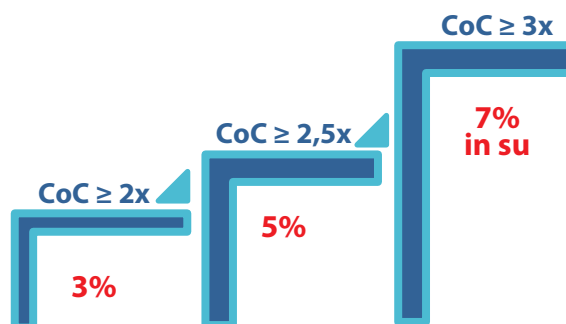
Per il CoC la soglia minima per conseguire il beneficio varia dal 2x al 2,5x, in linea con le attese dichiarate dagli investitori.

Alle condizioni sospensive si accompagna la presenza di condizioni risolutive.

Il successo dell'incentivo è risolutivamente condizionato al verificarsi della cessazione del rapporto di lavoro dei beneficiari nella società, tema che presenta non poche criticità. In tal senso, nei piani di incentivazione vengono inserite delle cosiddette clausole di *bad and good leavers*, con l'intento di disciplinare i problemi derivanti dall'interruzione del rapporto di lavoro del beneficiario.

La valorizzazione dell'incentivo. L'ultima variabile da analizzare, ma anche la più importante, è relativa al va-

FIGURA 3 | LA VALORIZZAZIONE DELL'INCENTIVO NEI 63 PIANI



lore attribuibile all'incentivo, misura che permette di conoscere quanta parte del valore creato dall'operazione è lasciata nelle mani dei beneficiari.

La metrica utilizzata nella ricerca è espressa come una percentuale sull'extra rendimento realizzato. Per extra rendimento si intende la differenza tra l'importo incassato dal fondo all'*exit* e il ritorno riconosciuto all'investitore eccedente le soglie definite nelle condizioni sospensive.

Nella prassi vengono definite delle scale di valori con le percentuali da riconoscere ai manager, direttamente correlate con l'entità del CoC, come sintetizzato nello schema della Figura 3, che riporta i risultati emersi dall'analisi dei piani fatto pari a 100 il valore dell'extra rendimento.

Nei casi intermedi in cui il CoC risulti compreso tra due soglie di valori (per esempio, tra 2x e 2,5x) si effettua un'interpolazione lineare con i limiti inferiori e superiori dell'intervallo di riferimento per calcolare l'esatta percentuale da destinare.

In estrema sintesi, si può affermare che il valore potenziale dell'incentivo è compreso tra il 3 e il 10 per cento dell'extra rendimento.

Successivamente, a conferma della politica prestabilita, è stato possibile individuare una relazione tra la percentuale del beneficio concedibile e il *deal value* di ogni operazione di riferimento.

Nel 44,4 per cento dei casi (precisamente in 28 casi su 63 piani) all'aumentare del prezzo pagato dal fondo diminuisce l'entità del beneficio attribuibile (Figura 4).

FIGURA 4 | RELAZIONE TRA VALORE DEL BENEFICIO E DEAL VALUE

<i>Deal value</i> (€ml)	Valore medio del beneficio attribuibile
< 20	8%
20 - 50	7%
> 50	5%

BOX

La normativa fiscale sul carried interest

a cura di Leo De Rosa, RDRA

L'art. 60 del d.l. 50/2017 conv. in l.96/2017, prevede che, a determinate condizioni, i proventi percepiti da dipendenti/amministratori di fondi o società vengano qualificati «in ogni caso» come proventi finanziari, pur in presenza di clausole di *good o bad leavership*.

Originariamente pensata per i manager dei fondi, poi estesa a quelli delle società partecipate, questa previsione ha risolto la problematica qualificazione della speciale quota di utile riservata a soggetti coinvolti a vario titolo nella creazione di valore di fondi/società.

Dal punto di vista soggettivo, la previsione è applicabile agli amministratori o a coloro che hanno un rapporto di lavoro dipendente o assimilato.

Dal punto di vista oggettivo, la presunzione opera a condizione che ricorrano contemporaneamente tre requisiti:

1. **ammontare minimo dell'investimento:** l'impegno di investimento complessivo dei soggetti eligible deve comportare un esborso effettivo pari ad almeno l'1 per cento del *commitment* del fondo ovvero del patrimonio netto (a valori correnti) della società, tenendo conto anche dell'ammontare sottoscritto in azioni, quote o altri strumenti finanziari privi di diritti patrimoniali rafforzati;
2. **postergazione:** il carried interest deve maturare solo dopo che tutti i soci abbiano percepito un ammontare pari al capitale investito e a un rendimento minimo (c.d. *hurdle rate*) previsto dal regolamento/statuto ovvero, nel caso di cambio di controllo, alla condizione che i soci cedenti abbiano realizzato con la cessione un prezzo di vendita almeno pari al capitale investito e al predetto rendimento minimo;
3. **holding period:** il periodo minimo di detenzione degli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati deve essere non inferiore a cinque anni. Unica deroga è prevista nell'ipotesi di cambio di controllo o di cambio della SGR. Ove manchi una delle tre condizioni, il provento non è automaticamente qualificato come reddito da lavoro, essendo ammessa un'analisi *case by case* per accertarne la natura.

I BENEFICI EFFETTIVAMENTE EROGATI

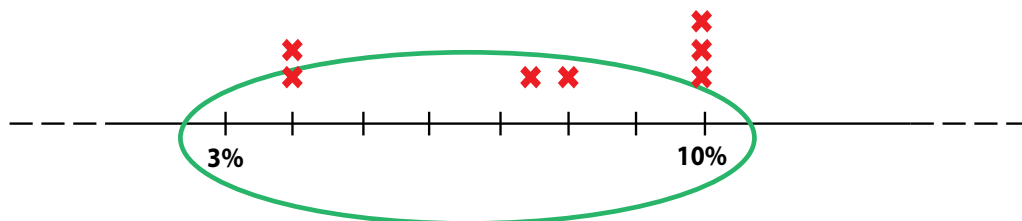
La ricerca si è conclusa con un'analisi dei casi di successo che hanno portato alla maturazione del beneficio al management delle target. Il numero esiguo del campione, limitato a soli sette casi, risente dell'orizzonte temporale della ricerca partito, in coerenza con la normativa fiscale, dal 2017.

I risultati riportati nella Figura 5 mostrano che l'en-

tità dei benefici premiali si attesta in media nella parte più alta della scala dei valori negoziati, con i due casi posizionati tra il 7,5 e l'8 per cento e, in ben tre casi, sul 10 per cento.

Considerando i valori assoluti in campo, si può affermare che l'impegno del management nella gestione delle partecipate nei casi di successo sia stato ampiamente riconosciuto.

FIGURA 5 | CASI REALIZZATI



¹ A cura del Private Equity Lab di SDA Bocconi (2022).

² Gli autori sono grati a tutti gli operatori che hanno contribuito alla raccolta dei dati consentendo un'ampia disclosure delle politiche adottate. I risultati della ricerca sono stati discussi al Convegno «Private equity e piani di incentivazione per il management delle partecipate. Una prospettiva empirica comparata», svoltosi il 29 marzo 2023 in SDA Bocconi. Si ringraziano, in particolare, i partner del Pe Lab BPER Banca, Fidelity International, Mindful Capital Partners, Quantyx, Russo De Rosa Associati, Xenon Private Equity.

³ Un limite alla ricerca è rappresentato dall'orizzonte temporale di riferimento dei contratti, poiché sette di essi presentano una data di stipula antecedente al 2017, anno rappresentativo della riforma fiscale, a cui è dedicato un approfondimento tecnico specifico.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Biesinger, M., Catagay B., Ljungqvist A. (2020), Value Creation in Private Equity, EBRD.

Bower J. L., Paine L. S. (2017), «The Error at the Heart of Corporate Leadership», Harvard Business Review, Vol. 95 n. 3.

Conca V. (2021), Le acquisizioni, Parte terza, Milano, Egea.

Caselli S., Negri G. (2021), Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals, Elsevier.

Cole Rebel A., Mehran H. (a cura di) (2013), «What Do We Know About Executive Compensation at Privately Held Firms?», Federal Reserve Bank of New York Research Paper Series.

Jensen M., Ruback R. (1983), «The Market for Corporate Control: the scientific evidence», Journal of Financial Economics 11.

Leslie P., Oyer P. (a cura di) (2008), Managerial incentives and value creation: evidence from private equity, Stanford University.

Pavarani E. (2003), «Stock option e qualità dei piani di incentivazione», in Regalli M., Stock Option e incentivazione del Management, Milano, Il Sole 24 Ore.

Sabbatino E., Beccegato E., Ronchini A., Marini R. (2018), I diritti patrimoniali rafforzati e gli sff, CBA.

IN SINTESI

- Un piano di incentivazione poggia su alcune variabili che differiscono a seconda delle specificità aziendali. Nel caso di società partecipate da fondi di private equity il tema è particolarmente delicato sia perché si tratta di una pratica che non ha applicazioni univoche, oltre a non essere sempre trasparente, sia perché la normativa fiscale in materia ha subito, nel corso degli anni, diverse modifiche.
- I piani di incentivazione sono stati analizzati in relazione a quattro variabili: beneficiari, tipo di strumento utilizzato, condizioni realizzative e valorizzazione dell'incentivo.
- Gli incentivi sono destinati ai CEO ma anche ad altre figure manageriali; possono essere erogati sotto forma di *exit ratchet*, *stock options*, quote con diritti patrimoniali rafforzati o strumenti finanziari partecipativi. La corresponsione dell'incentivo è legata al valore di cessione della target che deve essere superiore rispetto all'investimento in entrata. Nei casi analizzati, il valore dell'incentivo è compreso tra il 3 e il 10 per cento dell'extra rendimento.