

Buy Out e incentivi ai manager

FEBBRAIO 2024

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity,
Venture Capital e Private Debt



Presentazione

AIFI



DLA Piper è uno studio legale internazionale presente in più di 40 paesi che in Italia conta oltre 300 professionisti tra le sedi di Milano e Roma e un'offerta che copre ogni aspetto di assistenza legale e fiscale. Il dipartimento corporate di DLA Piper in Italia vanta un'esperienza pluriennale nella consulenza legale sull'intera gamma di operazioni di M&A domestiche e *cross-border*. In particolare, i professionisti del team di Private Equity assistono regolarmente fondi di *private equity* e di *venture capital*, fondatori, imprenditori e manager in tutte le fasi delle operazioni di PE lato *buy side*, *sell side*, e *management side*, inclusi nell'ipotesi di *distressed asset*, nell'ambito di operazioni nazionali e internazionali.

www.dlapiper.com

AIFI

AIFI è l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt nata nel 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano. I membri Associati ad AIFI sono fondi e società specializzati che investono prevalentemente in aziende non quotate, attraverso la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni e che offrono strumenti di debito flessibili e adattabili in relazione alle esigenze delle singole realtà.

www.aifi.it

Introduzione

AIFI



AIFI e DLA Piper hanno deciso di avviare una collaborazione volta ad approfondire alcuni temi di particolare interesse ed attualità per l'*industry* del *private equity* e, con questo evento, perseguono l'obiettivo di fornire una prospettiva aggiornata sul panorama degli strumenti che gli operatori di *private equity* (PE) e i *player* del mercato M&A (italiani e *cross-border*) utilizzano allo scopo di remunerare, incentivare, ritenere e/o premiare i manager coinvolti nelle proprie operazioni di investimento in Italia.

Ma perché ha senso studiare i sistemi di incentivazione nel contesto delle operazioni di *buy out* e in generale di *private equity* in Italia? Cosa offre e in che direzione sta andando il mercato?

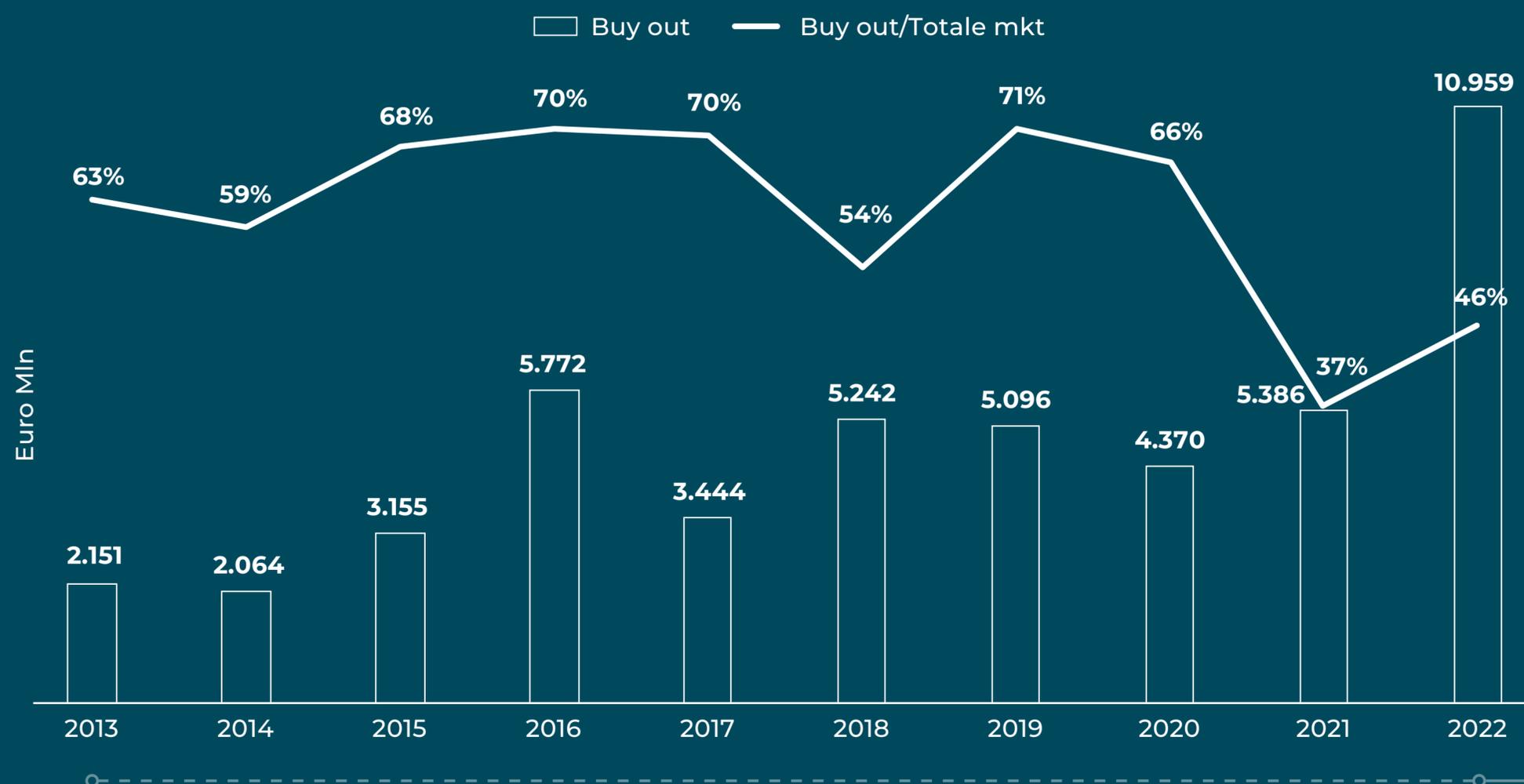
Da un lato, gli attori dell'*industry* del PE sono interessati ad indagare modi sempre più efficaci per incentivare i propri *manager*. Dall'altro lato, i manager (o i management team) hanno necessità di stabilire una base di riferimento affidabile rispetto alla quale valutare i propri impegni e negoziare con gli operatori istituzionali la propria posizione.

Il tutto, nel contesto di un mercato del *private equity* che, pur essendo ancora focalizzato su operazioni di primario, sta maturando e guarda, quindi, con attenzione e interesse agli strumenti tipici di operazioni di "*secondary buy out*".

In Europa lo studio DLA Piper ha fornito consulenza in un numero di operazioni di *buy out* superiore a qualsiasi altro studio legale. Lo Studio è, quindi, in grado di raccogliere e analizzare i termini e condizioni, i dati e le tendenze di centinaia di operazioni di *private equity* a livello globale, offrendo una visione del mercato approfondita e completa.

Approfittando della straordinaria opportunità di collaborazione, l'indagine condotta congiuntamente da AIFI e da DLA Piper punta, pertanto, a fornire un quadro aggiornato e puntuale sulle prassi e sulle *technicality* di questa materia.

Il contesto di riferimento: l'evoluzione delle operazioni di buy out nel mercato italiano



1.090

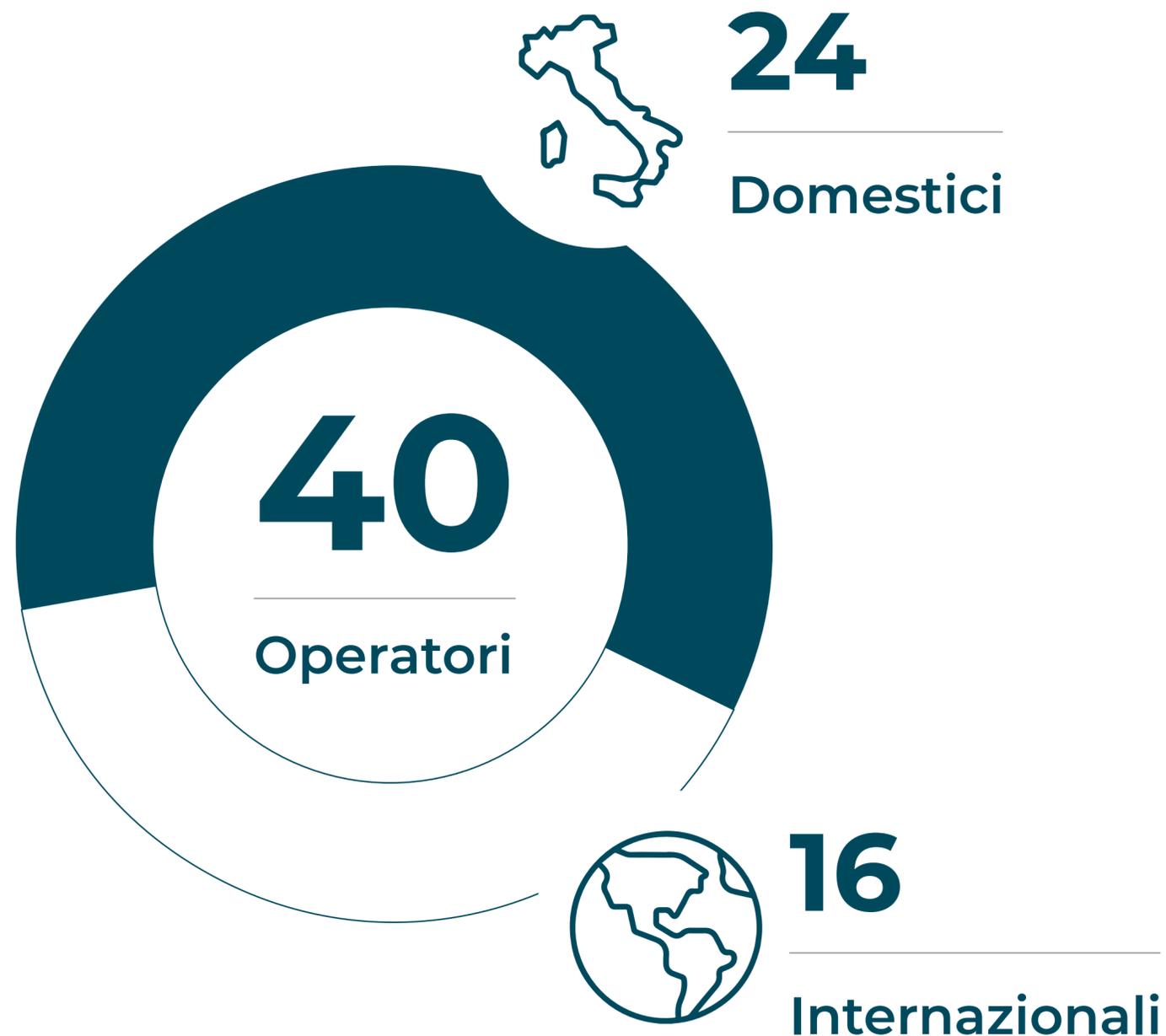
Operazioni 

48 Mld/€

Ammontare 
investito (equity)

Il campione

AIFI



13 Mld/€

PERIODO
2013-2022



28%
dell'ammontare investito
in buy out nel mercato italiano

349 operazioni

PERIODO
2013-2022



32%
degli investimenti di buy out
nel mercato italiano

I buy out negli ultimi 5 anni

AIFI



1 OPERATORE SU 2

HA REALIZZATO ALMENO UN BUY OUT
CON IL COINVOLGIMENTO
DEL MANAGEMENT TEAM DELLA TARGET



IN QUANTE OPERAZIONI (%) I GESTORI
COINVOLGONO ESCLUSIVAMENTE
MANAGER INTERNI?

% DI OPERAZIONI	NUMERO DI GESTORI
0%	12
<25%	7
25% – 50%	6
50% – 75%	4
>75%	11

8 OPERATORI SU 10

HANNO REALIZZATO ALMENO UN BUY OUT
CON IL COINVOLGIMENTO
DELL'IMPRENDITORE CHE RIMANE COME MANAGER



IN QUANTE OPERAZIONI (%) I GESTORI
COINVOLGONO ESCLUSIVAMENTE
MANAGER ESTERNI?

% DI OPERAZIONI	NUMERO DI GESTORI
0%	6
<25%	5
25% – 50%	6
50% – 75%	6
>75%	17

L'inserimento di nuovi manager

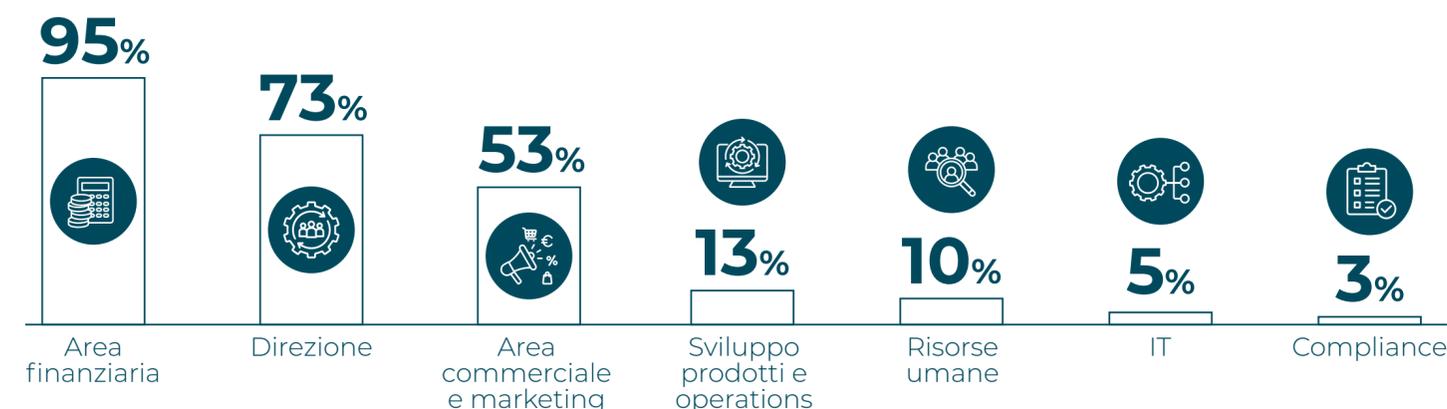
AIFI



IN CASO DI INSERIMENTO DI NUOVI MANAGER,
QUANTE SONO MEDIAMENTE LE NUOVE FIGURE?



IN QUALI AREE VENGONO PRINCIPALMENTE
INSERITE LE NUOVE FIGURE?



IN QUANTE OPERAZIONI (%) I GESTORI
INSERISCONO UN NUOVO **CEO/COO**?

% DI OPERAZIONI	NUMERO DI GESTORI
0%	2
<25%	14
25% – 50%	10
50% – 75%	6
>75%	8

IN QUANTE OPERAZIONI (%) I GESTORI
INSERISCONO UN NUOVO **CFO**?

% DI OPERAZIONI	NUMERO DI GESTORI
0%	2
<25%	3
25% – 50%	7
50% – 75%	10
>75%	18



In 3 casi su 4

la selezione dei nuovi manager viene effettuata tramite headhunter

Le principali tipologie di incentivi ai manager

AIFI



L'INCENTIVAZIONE AI MANAGER ALLINEA GLI INTERESSI DEL FONDO E COSTITUISCE UN IMPORTANTE ELEMENTO PER IL SUCCESSO DELL'OPERAZIONE

81%

degli operatori inserisce incentivi ai manager almeno in **3 operazioni su 4**

L'inserimento di incentivi ai manager

IN QUANTE OPERAZIONI (%) I GESTORI RICORRONO AI SEGUENTI STRUMENTI?

NUMERO DI GESTORI CHE RICORRONO A:

% DI OPERAZIONI	SWEET EQUITY	EXIT RATCHET	CO-INVESTIMENTO RE-INVESTIMENTO	STOCK OPTION	MANAGEMENT BY OBJECTIVES
0%	11	15	2	23	3
<25%	3	5	1	6	4
25% – 50%	5	5	4	3	5
50% – 75%	5	6	11	3	2
>75%	16	9	22	5	26

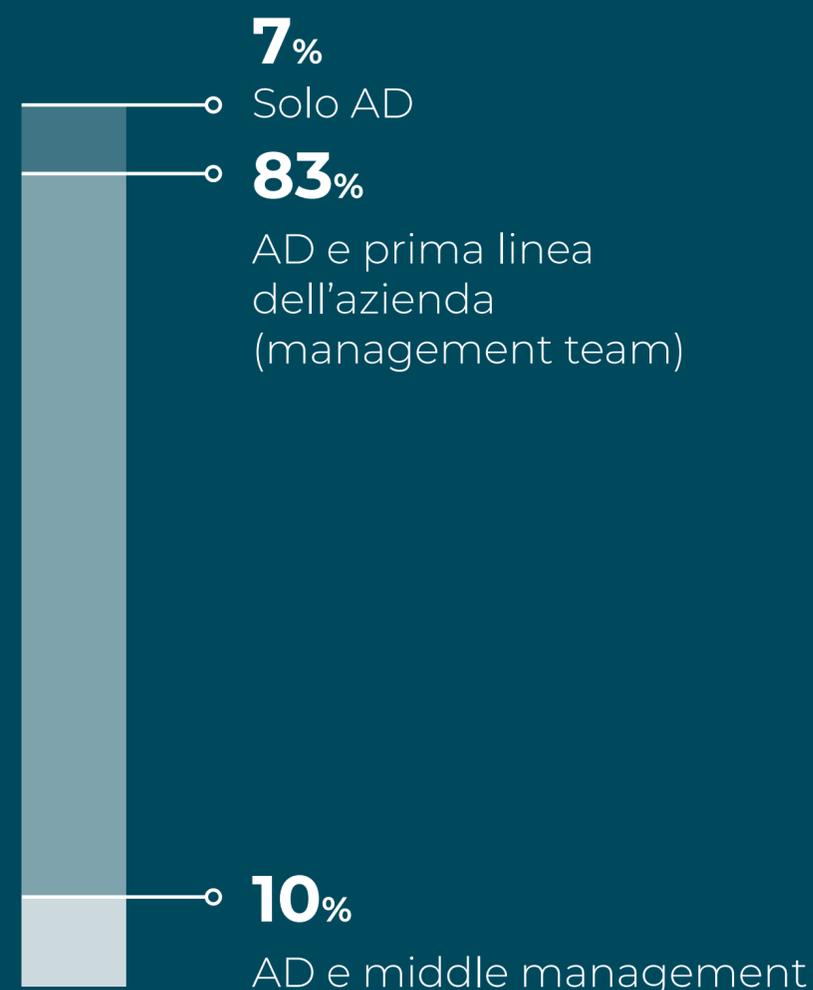
Sweet Equity

AIFI



Azioni/titoli portanti diritti patrimoniali rafforzati assegnati ai manager

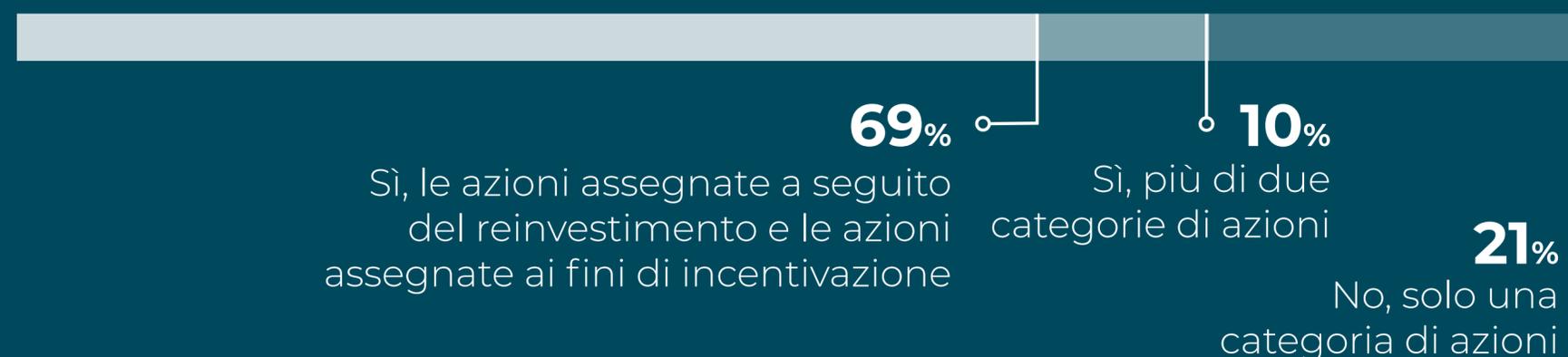
A QUALI FIGURE VENGONO ATTRIBUITI QUESTI INCENTIVI?



METRICHE A CUI È COLLEGATO IL RICONOSCIMENTO DI QUESTI INCENTIVI



SONO PREVISTE DIVERSE CATEGORIE DI AZIONI DI TITOLARITÀ DEI MANAGER?



A seguito della modifica normativa in materia di carried interest (art. 60 DL 50/2017), per il 66% degli operatori questo strumento è diventato quello preferito

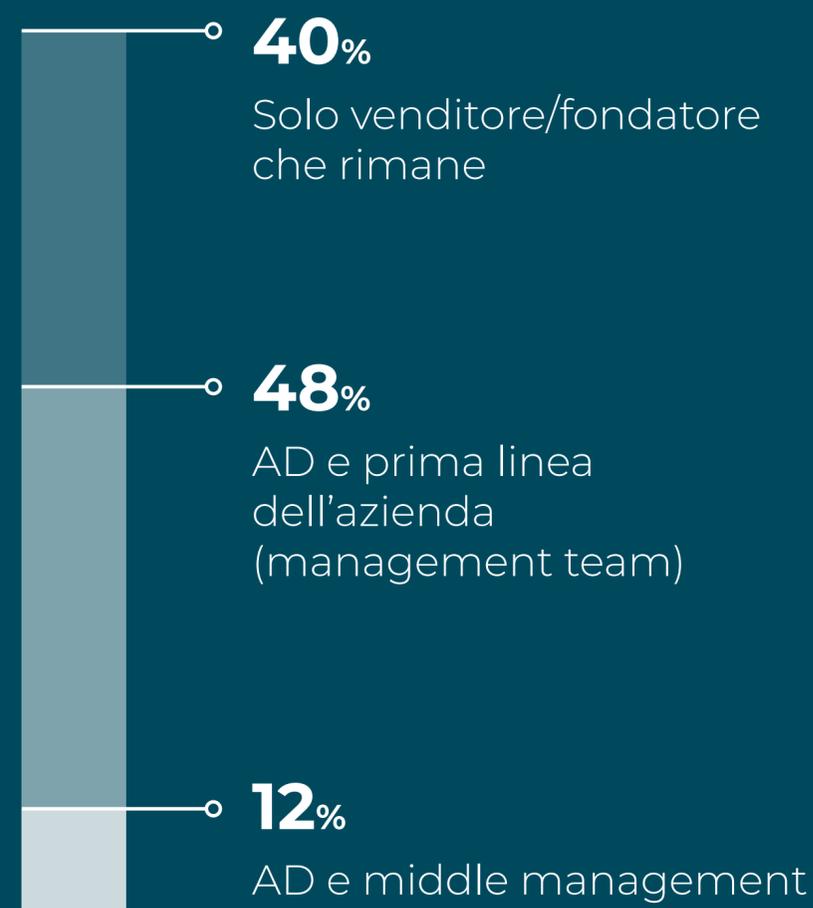
Exit ratchet

AIFI



Pagamento in denaro ai manager di parte dei proventi derivanti dal disinvestimento da parte dell'investitore, determinato tipicamente sul ritorno ottenuto in tale sede

A QUALI FIGURE VENGONO ATTRIBUITI QUESTI INCENTIVI?



METRICHE A CUI È COLLEGATO IL RICONOSCIMENTO DI QUESTI INCENTIVI



COME VIENE STRUTTURATO L'EXIT RATCHET?



Nel 60% dei casi gli operatori che utilizzano lo strumento del ratchet lo fanno in abbinamento alle stock option e/o altri strumenti di incentivazione

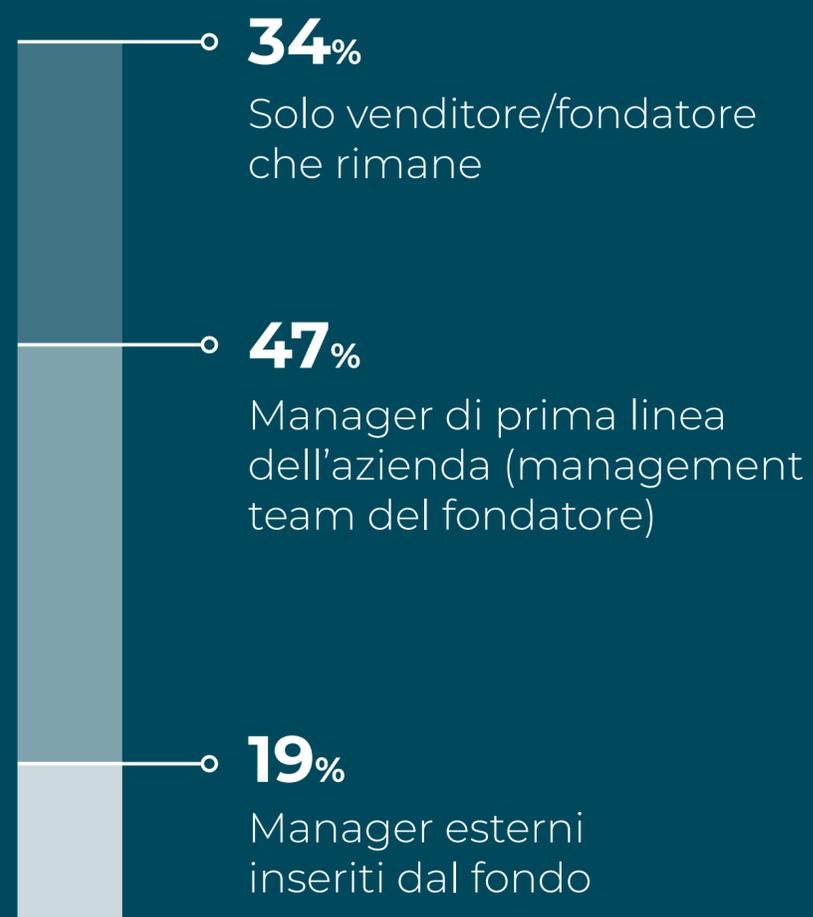
Co-investimento e re-investimento

AIFI

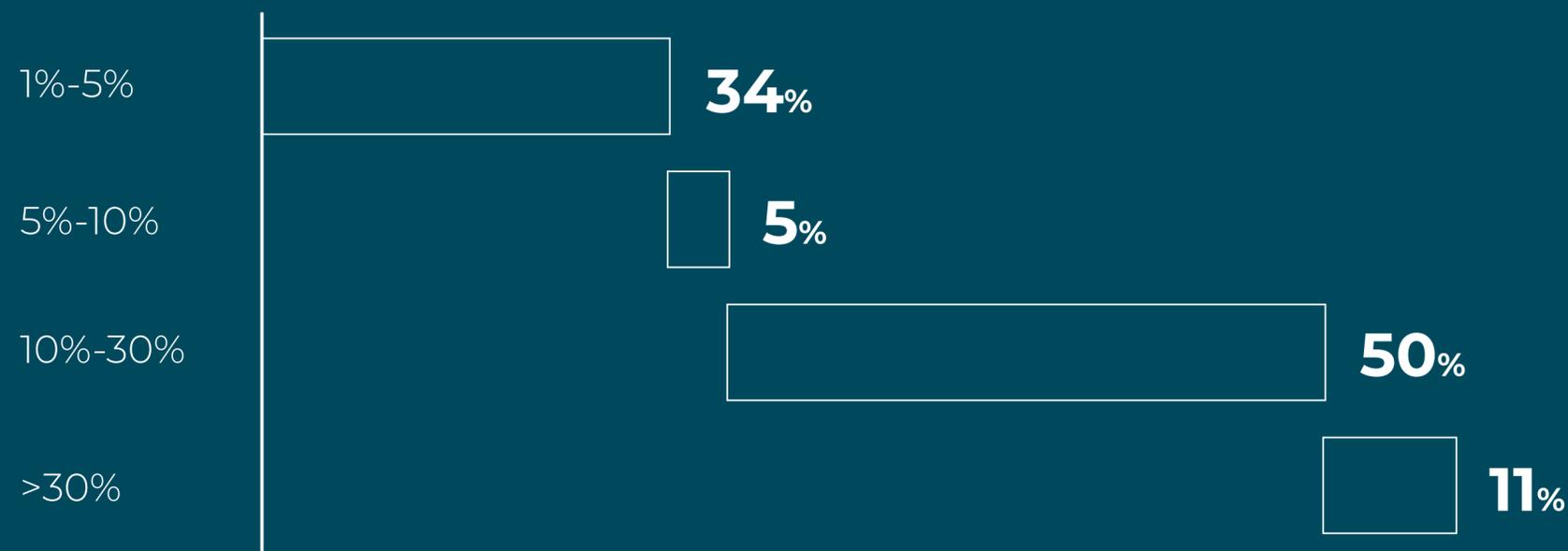


Re-investimento di soci/soci manager in società del gruppo investitore o nella target con finalità di allineamento di interessi nel contesto di operazioni di buy-out/management buy-out

A QUALI FIGURE VENGONO ATTRIBUITI QUESTI INCENTIVI?



A QUANTO AMMONTA IL VALORE DEL RE-INVESTIMENTO RISPETTO AL VALORE TOTALE DEL DEAL?



Nei buy out con coinvolgimento del management team della target, il re-investimento avviene sulla target nel **68%** dei casi e nel **32%** su un'altra società del gruppo acquirente

In caso di re-investimento in un'altra società del gruppo, nel **58%** dei casi si tratta di una holding italiana del gruppo acquirente

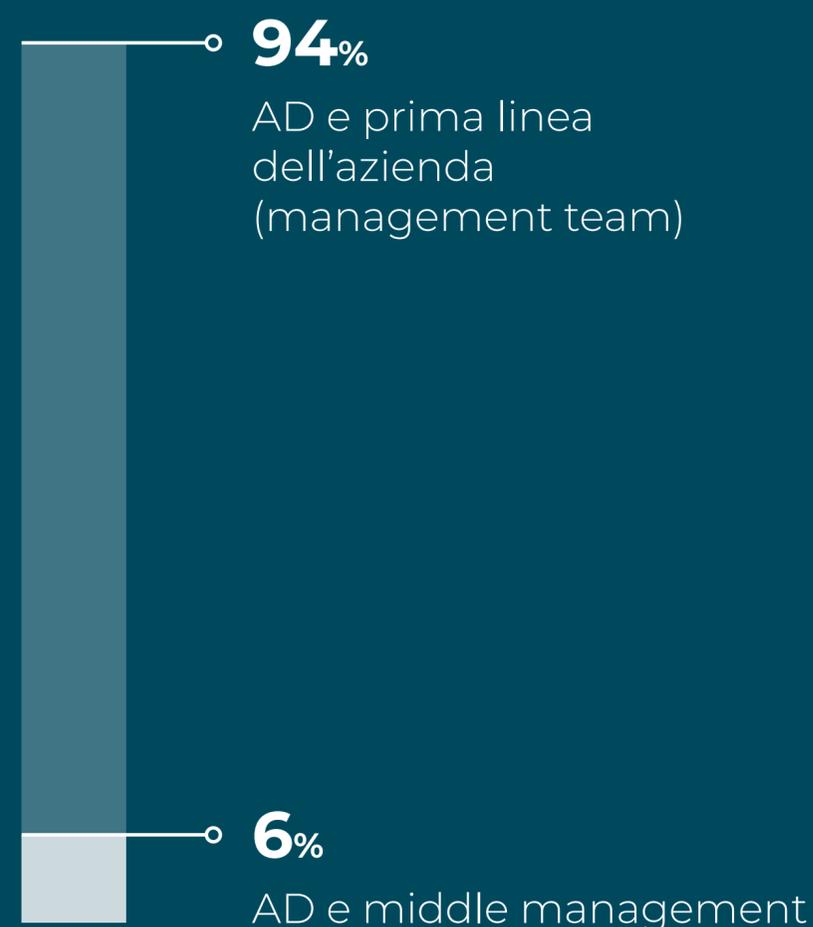
Stock option

AIFI



Strumenti finanziari che conferiscono la facoltà di acquistare o di sottoscrivere titoli rappresentativi del capitale di rischio dell'impresa (azioni) a determinati termini e condizioni

A QUALI FIGURE VENGONO ATTRIBUITI QUESTI INCENTIVI?



METRICHE A CUI È COLLEGATO IL RICONOSCIMENTO DI QUESTI INCENTIVI



In seguito alla modifica normativa in materia di carried interest (art. 60 DL 50/2017), c'è stata una diminuzione nell'utilizzo delle stock option

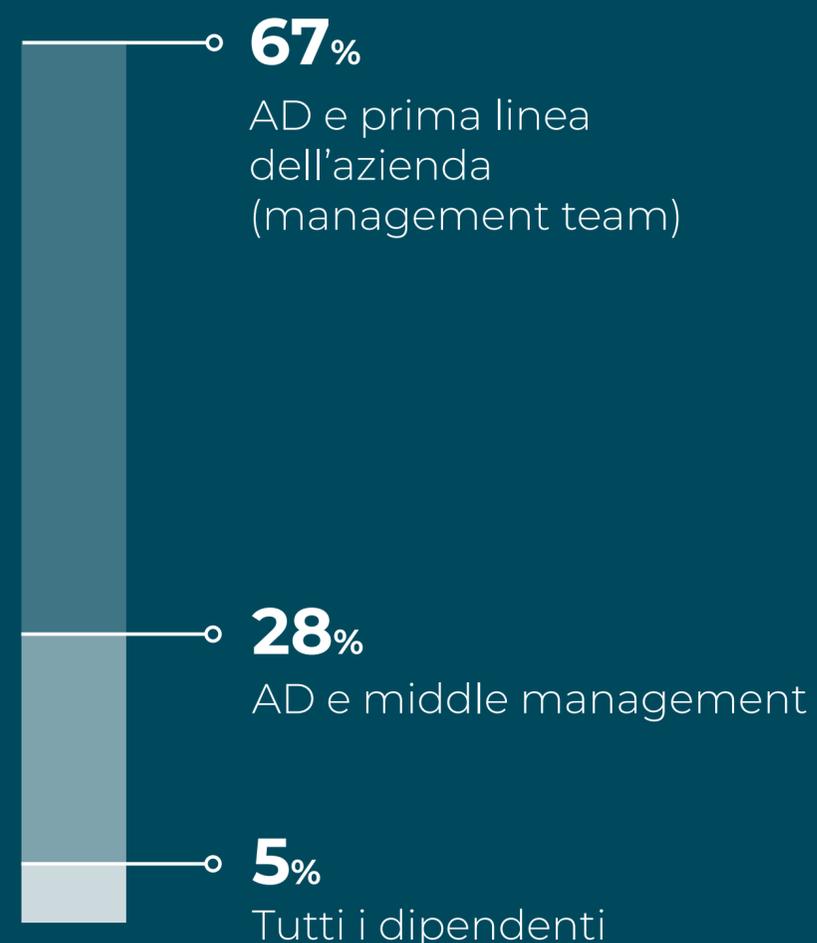
Management by objectives

AIFI

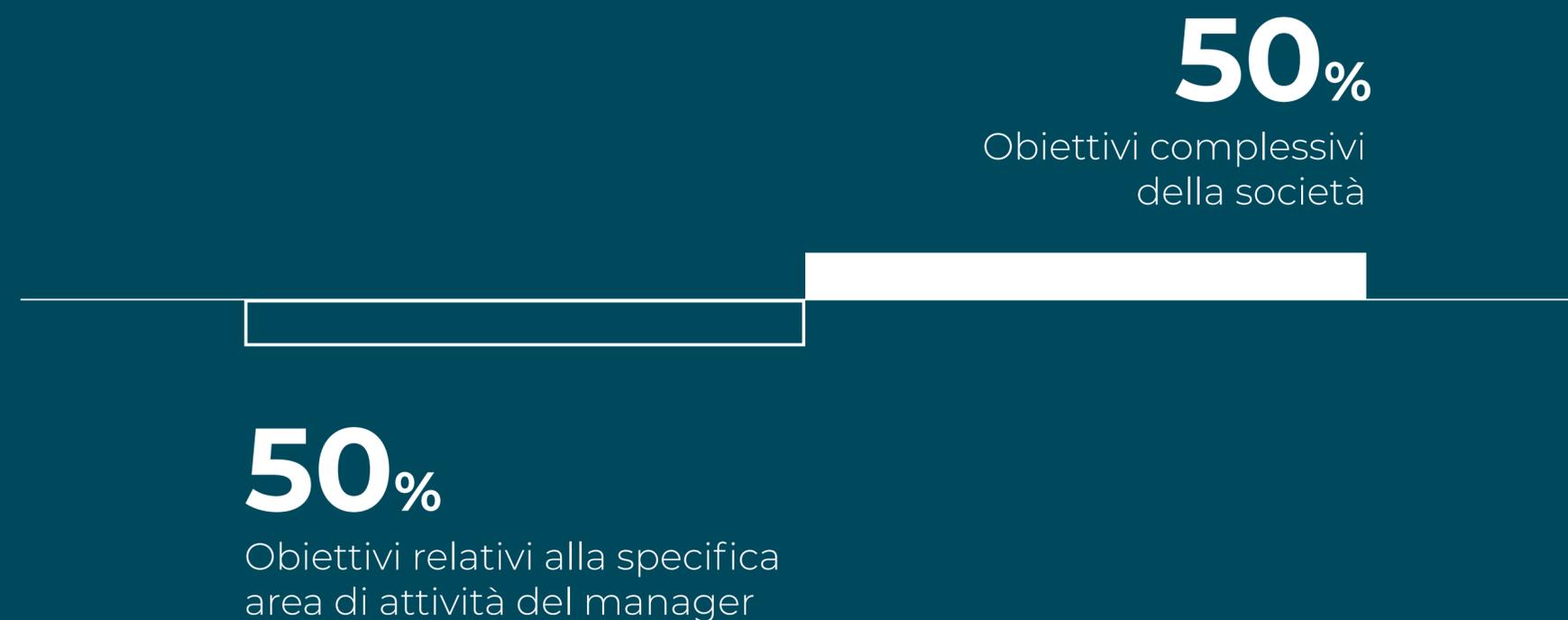


Modello di gestione strategica che detta obiettivi individuali ai manager (il cui raggiungimento è premiato tramite pagamento di bonus) allineati agli obiettivi aziendali

A QUALI FIGURE VENGONO ATTRIBUITI QUESTI INCENTIVI?



A QUALE TIPOLOGIA DI OBIETTIVO SONO PREVALENTEMENTE LEGATI QUESTI INCENTIVI?



Principali variabili utilizzate

EBITDA e PFN

Condizioni di good/bad leaver

AIFI



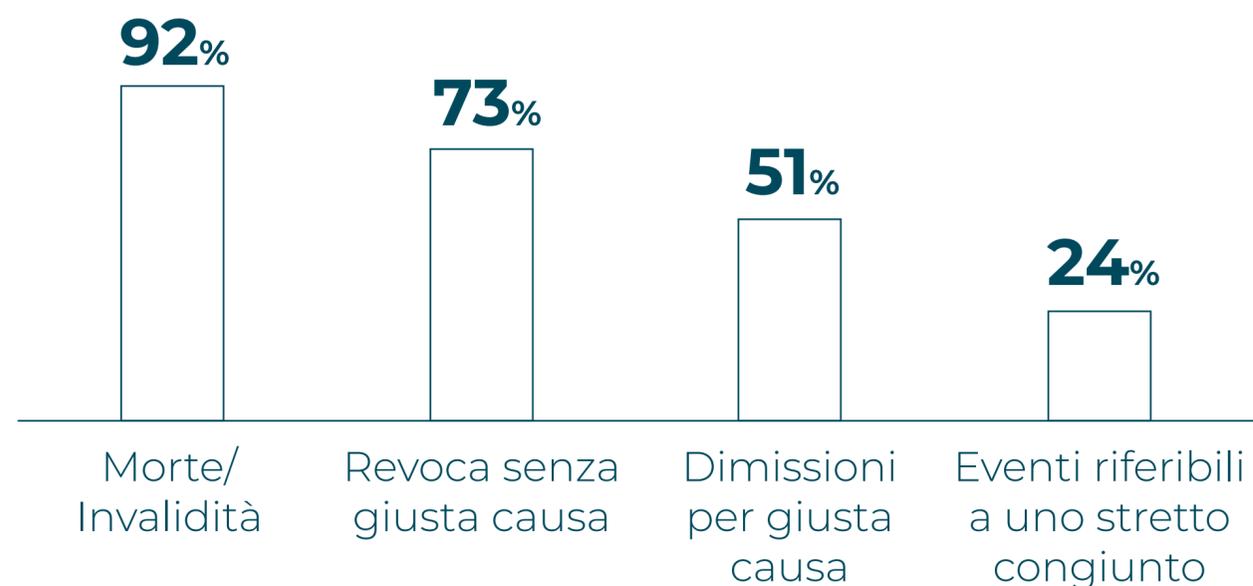
NELLA QUASI TOTALITÀ DEI CASI SONO PREVISTE CONDIZIONI DI GOOD/BAD LEAVER

EVENTI ASSOCIATI ALLA POSSIBILITÀ DI RIACQUISTO DA PARTE DI SOCIETÀ/INVESTITORE DELLE AZIONI/TITOLI DETENUTI DAL MANAGER

43% solo bad leaver

57% sia good leaver che bad leaver

IL GOOD LEAVER RICOMPRENDE



IL BAD LEAVER RICOMPRENDE



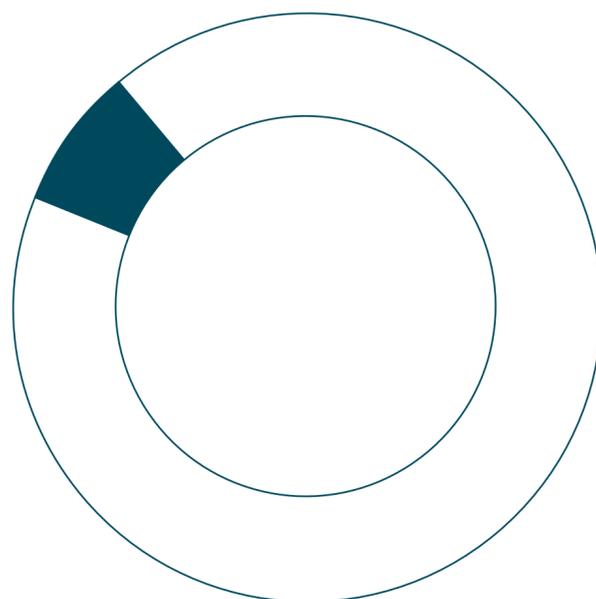
Nel 65% dei casi il bad leaver viene sanzionato mediante opzione di acquisto

Condizioni di good/bad leaver

A QUALE VALORE PUÒ AVVENIRE IL RIACQUISTO IN CASO DI GOOD LEAVER?

8%

Inferiore al fair market value



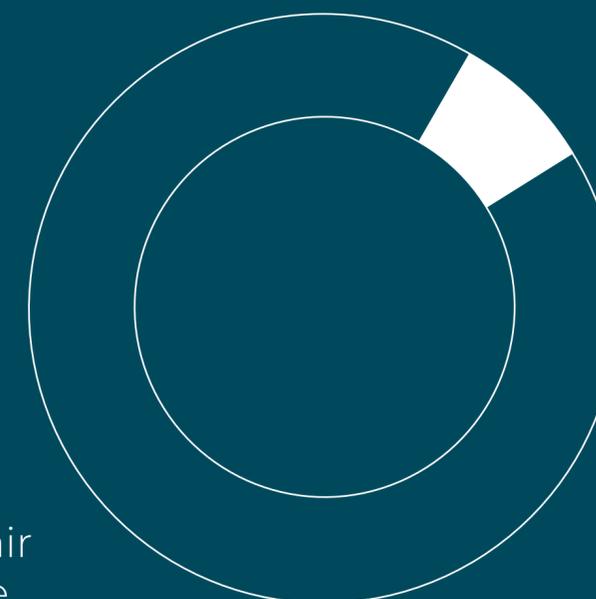
92%

Fair market value

A QUALE VALORE PUÒ AVVENIRE IL RIACQUISTO IN CASO DI BAD LEAVER?

8%

Fair market value



92%

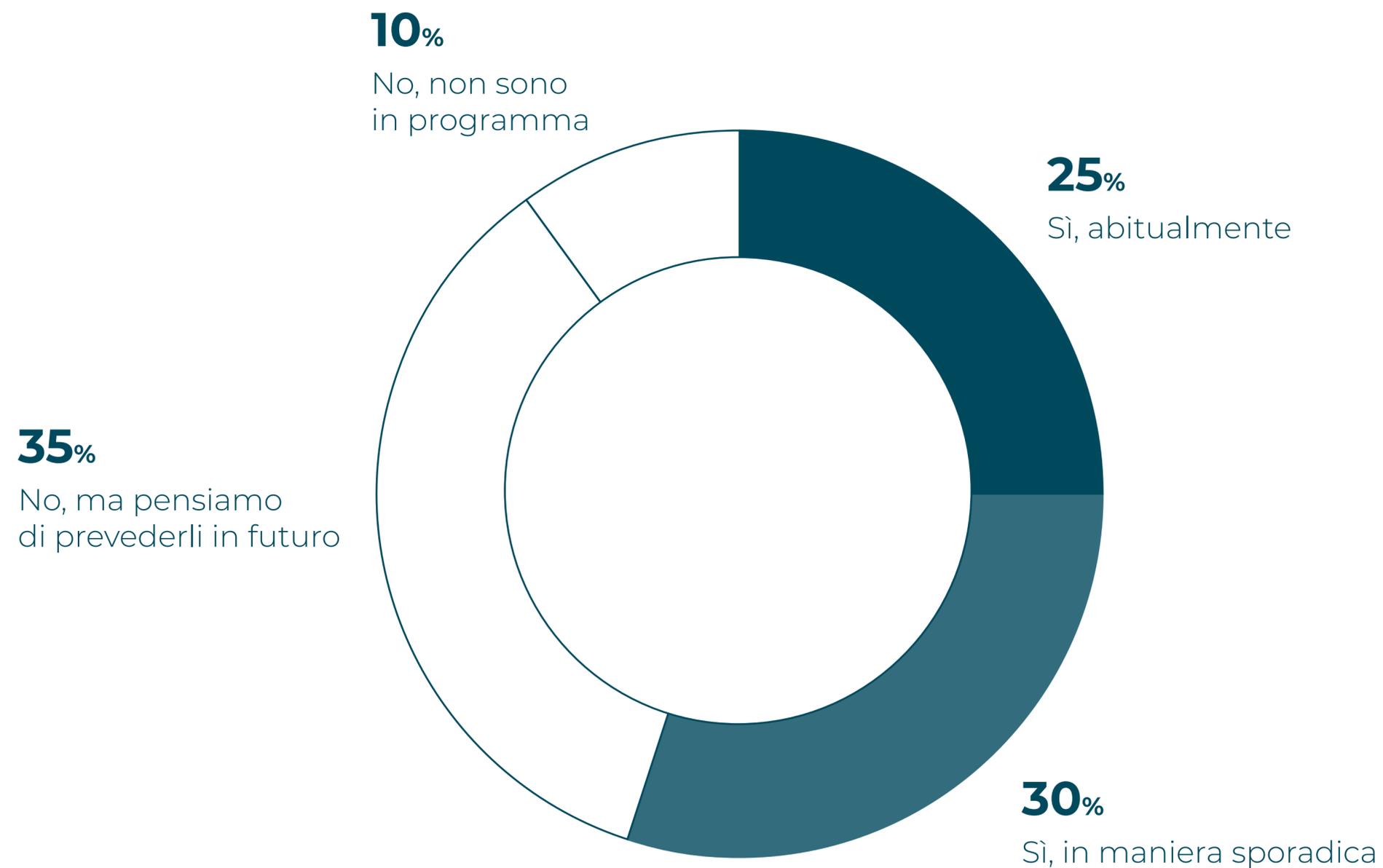
Inferiore al fair market value

95%

degli operatori non ha affrontato un contenzioso sulla sussistenza di eventi di good/bad leaver

Sostenibilità

AVETE MAI PREVISTO OBIETTIVI LEGATI A TEMATICHE DI SOSTENIBILITÀ?



Conclusioni

- Negli ultimi 5 anni quasi il 50% degli operatori ha realizzato almeno un buy out con il coinvolgimento del management team della target; oltre l'80% ha realizzato almeno un buy out con il coinvolgimento dell'imprenditore che rimane manager (quasi la metà ha realizzato 3 o più operazioni di questo tipo)
- Per il 38% degli operatori c'è stato il coinvolgimento di soli manager interni in oltre la metà dei casi; per il 58% c'è stato il coinvolgimento di soli manager esterni in oltre la metà dei casi
- Il 40% degli operatori ha inserito almeno 3 nuovi manager; in 3 casi su 4 la selezione viene effettuata tramite headhunter
- Nel 95% dei casi sono stati introdotti nuovi manager nell'area finanziaria, nel 73% in quella di direzione e nel 53% nell'area commerciale e di marketing; le figure maggiormente inserite sono CEO/COO e CFO
- L'81% degli operatori inserisce incentivi ai manager almeno in 3 operazioni su 4

SWEET EQUITY

- Lo strumento del sweet equity viene inserito dal 40% degli operatori in oltre il 75% degli investimenti, coinvolgendo AD e prima linea dell'azienda
- Nel 52% dei casi il riconoscimento di questi obiettivi è collegato al Cash-on-Cash e all'IRR congiuntamente
- Nel 79% dei casi sono previste diverse categorie di azioni di titolarità dei manager

EXIT RATCHET

- Lo strumento dell'exit ratchet viene inserito dal 23% degli operatori in oltre il 75% degli investimenti, coinvolgendo AD e prima linea dell'azienda
- Nel 52% dei casi il riconoscimento di questi obiettivi è collegato al Cash-on-Cash
- Nel 60% dei casi gli operatori che utilizzano lo strumento del ratchet lo fanno in abbinamento alle stock option e/o altri strumenti di incentivazione
- Principalmente lo strumento viene strutturato come bonus (64%) o prezzi differenziati (44%)

Conclusioni

STOCK OPTION

- In oltre la metà dei casi le stock option non vengono utilizzate, anche a seguito della modifica normativa in materia di carried interest
- Nei casi di utilizzo, coinvolgono AD e prima linea dell'azienda e, nel 41% dei casi, sono collegate al Cash-on-Cash

MANAGEMENT BY OBJECTIVES

- Lo strumento del management by objectives viene inserito dal 65% degli operatori in oltre il 75% degli investimenti, coinvolgendo AD e prima linea dell'azienda
- Nella metà dei casi sono legati a obiettivi specifici di area di attività del manager, nell'altra metà a obiettivi complessivi (principalmente EBIT-DA e PFN)

CO-INVESTIMENTO E RE-INVESTIMENTO

- Lo strumento del co-investimento/re-investimento viene inserito dal 55% degli operatori in oltre il 75% degli investimenti, coinvolgendo AD e prima linea dell'azienda
- Nella metà dei casi il re-investimento ammonta al 10-30% del valore del deal

- Nei casi di coinvolgimento del management team della target, il re-investimento avviene sulla target nel 68% dei casi e nel 32% su un'altra società del gruppo acquirente (principalmente una holding italiana del gruppo acquirente)

GOOD/BAD LEAVER

- In quasi la totalità dei casi sono previste condizioni di good/bad leaver
- Il good leaver ricomprende prevalentemente morte/invalidità e revoca senza giusta causa
- Il bad leaver ricomprende prevalentemente revoca per giusta causa
- In caso di good leaver il riacquisto avviene nel 92% dei casi al fair market value
- In caso di bad leaver il riacquisto avviene nel 92% dei casi a un valore inferiore al fair market value
- Il 95% degli operatori non ha affrontato un contenzioso sulla sussistenza di eventi di good leaver/bad leaver

SOSTENIBILITÀ

- Nel 55% dei casi sono previsti, abitualmente o in maniera sporadica, obiettivi legati alla sostenibilità e nel 35% dei casi si prevede di inserirli in futuro

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity,
Venture Capital e Private Debt

www.aifi.it



www.dlapiper.com