



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria

**Efficacia degli strumenti di remunerazione nei
fondi di Private Equity: conflitto d'interesse,
allineamento delle funzioni obbiettivo e
distribuzione della ricchezza**

Relatore

Prof. Alessandro Pansa

Candidato

Edoardo Bartolucci

Matr. 673171

Correlatore

Prof. Ernesto Monti

Anno Accademico 2016/2017

Indice

Introduzione.....	1
1. I fondi di Private Equity	5
1.1 Caratteristiche	5
1.2 Struttura e partecipanti	9
1.3 Regolamenti e clausole dei fondi	17
2. Strumenti di remunerazione.....	22
2.1 Criteri nella remunerazione fissa	25
2.2 Sistemi a remunerazione variabile	35
2.3 Deal-Related fee.....	51
3. Strumenti di remunerazione.....	56
3.1 Agency Theory nei fondi di Private Equity	57
3.2 I contratti dei fondi.....	63
3.3 Il Carried Interest	67
3.4 La Management Fee.....	77
3.5 Considerazioni sul conflitto d'interessi.....	82
4. Possibile evoluzione e scenari futuri	90
4.1 Situazione attuale	90
4.2 Strutture LP's Friendly.....	94
4.3 Le nuove clausole sulla remunerazione	100
Conclusioni.....	110
<i>Bibliografia</i>	117

Introduzione

Il conflitto d'interesse si verifica quando un'alta responsabilità decisionale viene affidata ad un soggetto che ha interessi personali o professionali potenzialmente in contrasto con l'imparzialità a lui richiesta.

Tale fenomeno si manifesta nel mondo del *Private Equity*, nel quale il conflitto d'interesse coinvolge i membri della *management company*, ovvero i *General Partners*, soggetti che promuovono e gestiscono l'iniziativa ed i *Limited Partners*, coloro che decidono di apportare finanziamenti tramite capitale all'interno dell'attività.

Questi ultimi, solitamente, sono investitori istituzionali e grandi investitori privati che partecipano all'operazione di investimento in società individuate dai *General Partners*, tramite sottoscrizione di quote della *management company*, con l'obiettivo di ottenere un ritorno del capitale impiegato coerente con la media dei rendimenti realizzati da altri operatori nel medesimo settore.

E' proprio la presenza di questa particolare struttura organizzativa, cioè la *limited partnership*, a spingere il settore verso situazioni di conflitto d'interesse tra le due categorie di partecipanti, poiché i *General Partners* possono ottenere vantaggi indirizzando le risorse messe a disposizione da parte degli investitori verso finalità ed interessi personali.

Per far fronte a questa difficoltà si sono sviluppati degli appositi strumenti di remunerazione, che caratterizzano il settore dagli anni '80, ma che soprattutto negli ultimi anni sono stati messi in discussione dalla maggior parte degli operatori all'interno del settore.

Infatti, nei decenni precedenti la grande crisi finanziaria, i *Limited Partners* non avevano né una forza contrattuale tale da poter imporre limitazioni e vincoli ai membri della *management company* né una particolare premura nei confronti di

queste specifiche strutture di retribuzione perché il settore era caratterizzato da rendimenti tali che il potenziale conflitto d'interesse ed il comportamento opportunistico tenuto da parte dei *General Partners* passavano in secondo piano.

Tuttavia, recentemente, ci sono stati dei cambiamenti dettati sia da trasformazioni esterne che da mutamenti avvenuti all'interno del settore, i quali hanno rettificato soprattutto il punto di vista e le attitudini degli investitori, non più intenzionati a rivestire un ruolo puramente marginale all'interno dell'industria.

Questi cambiamenti non hanno però coinvolto la struttura di compenso presente all'interno dei fondi di *Private Equity*, che, come abbiamo detto, è caratterizzata da una costanza stabile nel corso del tempo delle proprie caratteristiche fondamentali, soprattutto degli strumenti che garantiscono reddito e guadagni ai membri della *management company*.

L'invariabilità che caratterizza gli strumenti di remunerazione non è più considerata ammissibile poiché i cambiamenti sono tali da richiedere una rivisitazione e riprogrammazione degli stessi.

L'obiettivo di questo elaborato è quello di fornire un'analisi il più possibile esaustiva dell'efficacia degli strumenti di retribuzione applicati nella maggior parte dei fondi esistenti.

Cercheremo inoltre di indagare ed approfondire in misura maggiormente dettagliata i due principali strumenti di remunerazione: il *Carried Interest* e la *management fee*, che sono considerate le principali cause dell'atteggiamento opportunistico dei gestori. Nel primo capitolo saranno delineate le principali caratteristiche dei fondi di *Private Equity*, il funzionamento, i partecipanti e gli obiettivi ricercati dagli stessi.

Per approfondire le caratteristiche standard maggiormente utilizzate dai fondi di *Private Equity*, inoltre, saranno analizzati e studiati i regolamenti di diversi fondi operanti in Italia.

In questo primo capitolo è fondamentale la comprensione della struttura organizzativa su cui poggia l'intera operazione di *Private Equity*.

Essa si basa sulla costituzione di una società di persone con un'esigua dotazione di capitale, che prende il nome di *newco*, utilizzata per realizzare l'elevata leva finanziaria, necessaria ad effettuare le operazioni di acquisizione delle società target tramite l'utilizzo delle risorse investite dai *Limited Partners*.

E' proprio questa particolare struttura organizzativa che permette ai *General Partners* di gestire ed utilizzare un elevato ammontare di capitale non proprio,

creando una netta separazione tra coloro che apportano risorse e coloro che le gestiscono, che può sfociare nella nascita del conflitto d'interesse tra le due classi di partecipanti.

Questa potenziale causa di conflitto d'interesse è stata combattuta tramite l'utilizzo degli specifici strumenti di remunerazione del settore.

Essi saranno l'argomento principale del secondo capitolo, per il quale l'attenzione si focalizzerà proprio sulla struttura di compenso, ad oggi fortemente criticata, ed appositamente creata allo scopo di fronteggiare e superare i conflitti d'interesse impliciti tra i *General Partners*, che hanno il potere decisionale e decisionale, e i *Limited Partners* che sono i reali investitori e possessori del capitale utilizzato per le operazioni di acquisizione.

Basti pensare all'importanza assunta, dal punto di vista economico, dalla *management fee* per capire la necessità di un cambiamento sostanziale nella remunerazione. Un trend che si è confermato infatti, ed è tuttora in atto, riguarda il costante aumento del dimensionamento medio dei fondi che permette ai *General Partners* di incassare solamente sotto forma di commissione di gestione decine di milioni ogni anno, se prendiamo in considerazione i fondi di maggiore dimensione, indipendentemente dalla performance ottenuta dagli stessi.

Le principali criticità, che comportano la nascita del conflitto d'interesse saranno approfondite nello svolgimento dell'elaborato; l'attenzione sarà posta su ogni singolo elemento che contribuisce o può concorrere alla creazione del conflitto d'interesse tra gestori e finanziatori, partendo dagli schemi di remunerazione, in primo luogo dagli strumenti in cui questo si manifesta maggiormente e passando poi per la struttura tipica dei fondi e per i contratti stipulati dai partecipanti all'operazione.

Il tutto sarà finalizzato a giungere a delle conclusioni attendibili e verosimili sulla reale efficacia degli strumenti di compenso che hanno accompagnato lo sviluppo di questa industria e che in alcuni casi possono essere giunti al capolinea della loro efficacia.

Inoltre saranno prese in considerazione ed approfondite le misure che i principali *player* hanno iniziato ad adottare all'interno del settore, per affrontare con successo le criticità che vengono riscontrate al giorno d'oggi.

Un aspetto che sarà sottolineato è la sempre maggiore importanza rivestita da parte dei *Limited Partners* e da coloro che in passato svolgevano un ruolo secondario, ma che tramite la costituzione di apposite organizzazioni riescono ad avere un potere

contrattuale sempre maggiore; questo aspetto sarà trattato nell'ultimo capitolo insieme ai nuovi strumenti che vengono utilizzati nel settore per far fronte al conflitto d'interesse.

Tramite lo studio e l'approfondimento con casi reali di fondi che stanno effettuando delle profonde trasformazioni saremo in grado di vedere più da vicino e cercare di capire quali sono gli intenti e le finalità, che l'industria sta cercando di raggiungere, nonostante l'elevata opacità e riservatezza che da sempre contraddistingue questo settore.

Così saremo in grado di definire ed ipotizzare gli scenari futuri e le principali trasformazioni che il mondo del *Private Equity* sta subendo e affronterà nei prossimi anni.

Primo Capitolo

1. I fondi di Private Equity

1.1 Caratteristiche

L'attività di *Private Equity* consiste in un processo che coinvolge società o singoli investitori che decidono di apportare capitale in una società quotata o non quotata con la finalità di conseguire un elevato ritorno in conto capitale, a seguito della vendita della partecipazione, in un arco temporale di medio periodo.

Il buon esito dell'operazione risiede nella capacità dei manager di selezionare l'azienda target ottimale in cui investire e nella propria abilità di gestione della società acquisita.

Il dimensionamento del fondo viene definito ex-ante; in principio i gestori intraprendono la raccolta di capitali proponendo la sottoscrizione di quote di un fondo a investitori istituzionali, in un secondo momento inizia la fase di ricerca degli investimenti da effettuare.

In base al ciclo di vita dell'azienda, nel momento in cui viene ad essere acquistata, è possibile distinguere diverse tipologie di attività che si differenziano in base al capitale necessario per compiere l'iniziativa ed al supporto dal punto di vista manageriale richiesto.

Tali iniziative si possono suddividere in:

- operazioni di *early stage financing*;
- operazioni di *expansion financing*;
- operazioni di *buyout*.

Le prime due vengono utilizzate principalmente in interventi di *Venture Capital*; vengono quindi selezionate società che sono all'inizio del loro ciclo di vita ed hanno

elevate prospettive di crescita per dei finanziamenti che hanno lo scopo soprattutto di garantire uno sviluppo adeguato dell'impresa.

L'attività di *Private Equity*, tuttavia, è maggiormente rappresentata dalle operazioni di *buyout*, che hanno come scopo il cambiamento dell'assetto azionario della società. Con una particolare tecnica di acquisizione, infatti, i promotori dell'iniziativa entrano in posizione di comando all'interno della società preesistente.

Per realizzare le acquisizioni il fondo utilizza principalmente la tecnica del *Leveraged Buy-Out*¹: tramite una leva finanziaria molto elevata si ottiene il controllo della società target e successivamente si utilizzano i *cash flow* prodotti dall'azienda per ripagare e gradualmente ridurre il debito complessivo e, di conseguenza, far aumentare il valore dell'equity della società.

La caratteristica dell'operazione produce effetti nella struttura dell'impresa oggetto di acquisizione. Nell'azienda target si verificano allo stesso momento due diversi cambiamenti²:

- mutamento della proprietà;
- ristrutturazione delle passività.

La tecnica di acquisizione si sviluppa su diversi momenti; come prima attività viene creata una società ad hoc, che prende il nome di *newco* o *shell company*, la quale ha come scopo quello di veicolare i capitali per poter compiere l'operazione di acquisizione.

La *Newco* effettua un ampio ricorso al debito per raggiungere la somma necessaria a realizzare l'iniziativa.

Successivamente l'operazione viene completata con la fusione delle due società, tramite incorporazione della società acquisita nell'acquirente. A seguito della fusione la risultante si ritroverà nel proprio passivo il debito contratto dalla *shell company* nella fase iniziale e nell'attivo il patrimonio dell'impresa target.

Come conseguenza dell'utilizzo del *Leveraged Buy-Out*, le imprese oggetto di acquisto da parte dei fondi solitamente hanno caratteristiche comuni tra loro.

E' fondamentale innanzitutto che l'azienda sia in grado di generare elevati flussi di cassa a seguito dell'operazione di acquisizione; questa circostanza, in ogni caso,

¹ Monti E., *Manuale di Finanza per l'impresa*, Isedi, 2009, p. 606.

² Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e associati, 2008

dipende maggiormente dalla capacità di ottimizzare i vari processi di gestione dell'impresa da parte dei nuovi manager.

Un altro elemento da tenere in considerazione quando si analizzano i *cash flow* potenziali è l'attivo patrimoniale; infatti sono obbiettivi ideali le aziende che dispongono di un elevato ammontare di attività fisse, ad esempio impianti e macchinari, ed hanno appena terminato gli investimenti da effettuare per essere competitive nel mercato di riferimento.

Sottoponendo, invece, ad attenta valutazione le attività immobilizzate immateriali, come ad esempio marchi e brevetti, un'impresa che dispone di brevetti consolidati e pronti ad essere sfruttati avrà nei prossimi anni maggiori possibilità di incrementare i propri *cash flow*.

Sulla base delle considerazioni precedenti la teoria suggerisce le imprese mature, che secondo la matrice Boston Consulting prendono il nome di *cash cow*³, come aziende ottimali per realizzare un'operazione di *Leveraged Buy-Out*⁴.

L'obbiettivo principale in un'operazione di *Private Equity* è conseguire un ritorno dall'investimento che sia coerente con il premio per il rischio sostenuto dagli investitori e conforme al rendimento realizzato da altri fondi con caratteristiche e struttura simili.

Per realizzare il proposito la società deve essere acquistata con il minor impiego possibile di capitale proprio e al termine del periodo prefissato cercare di realizzare il maggior ricavo dalla vendita della partecipazione.

Gli investitori, come già anticipato, richiedono un *risk premium* sul ritorno che ricevono rispetto all'introito ottenuto da un investimento azionario.

Ci sono vari fattori che devono essere presi in considerazione come motivazione di questa pretesa:

- mancanza di liquidità: nel settore in questione c'è la parziale presenza di un mercato secondario per rivendere le proprie partecipazioni; esistono acquirenti di posizioni nei fondi, ma la maggior parte delle volte esigono uno sconto sostanzioso per comprarle⁵;

³ Fontana F., Boccardelli P., *Corporate Strategy, Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, HOEPLI, 2015

⁴ Brealey R., Myers S., Allen F., Sandro S., *Principi di finanza aziendale*, 7a edizione, McGraw-Hill, 2015, p. 750

⁵ Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007, p. 112

- tempistica: la durata viene definita ex-ante, anche se la durata effettiva del fondo può variare in base ai risultati che sono stati ottenuti nel corso del tempo o a causa di cambiamenti dettati dal mercato; in ogni caso il capitale investito rimane vincolato per un periodo di tempo di medio periodo;
- rischio investimento: nel momento in cui decidono di effettuare un investimento in *asset class* che dispongono di liquidità, ad esempio in titoli che sono quotati in borsa, essi dispongono di una categoria di rischio implicito derivante dal rischio sistemico. Investendo, invece, in altre tipologie diverse di attività come ad esempio partecipazioni in fondi di Private Equity, i finanziatori sono soggetti ad un altro tipo di rischio che è caratterizzato da illiquidità e per questo motivo i *Limited Partners* richiedono un rendimento aggiuntivo per mantenere all'interno del proprio portafoglio questa tipologia di rischio⁶;
- rischio complessivo: tenendo conto dei fattori analizzati precedentemente, come la non liquidità e l'orizzonte temporale di medio periodo, si intuisce la motivazione della domanda di un più alto ritorno dall'investimento, da parte dei finanziatori, rispetto ad altre tipologie di impieghi.

Per cercare di massimizzare il guadagno, inoltre, i soggetti che gestiscono e sono i promotori dell'iniziativa collocano il fondo in Paesi dove si minimizzano gli impatti tributari, ad esempio in Italia la maggior parte dei fondi prendono il nome di SGR (Società di gestione del risparmio) che governano dei fondi chiusi di investimento e non sono quasi mai legalmente costituite in Italia, ma in Paesi con un sistema fiscale più conveniente. Le società con sede in altri Stati dell'Unione Europea prendono il nome di SGA (Società di gestione armonizzate)⁷.

⁶ Sorensen M., Wang N., Yang J., *Valuing Private Equity*, The Review of Financial Studies v 27 n 7, 2014 pp. 1978

⁷ Assogestioni, *Regolamentazione SGR e SICAV*, www.assogestioni.it, 2017

1.2 Struttura e partecipanti

I fondi di *Private Equity* sono organizzati con strutture particolari. La principale distinzione è tra *General Partners*, ovvero soggetti che gestiscono la società creata per amministrare i capitali e definiscono le strategie necessarie per creare valore; ed investitori istituzionali (*Limited Partners*), che finanziano l'attività tramite apporto di capitali propri.

In primo luogo gli amministratori creano la *management company*, cioè una società di persone con una esigua dotazione di capitale, successivamente si presentano da una serie di investitori istituzionali proponendo loro la possibilità di sottoscrivere delle quote di partecipazione in un fondo chiuso, il quale a sua volta investirà in una serie di acquisizioni, prevalentemente compiute con il sistema del LBO.

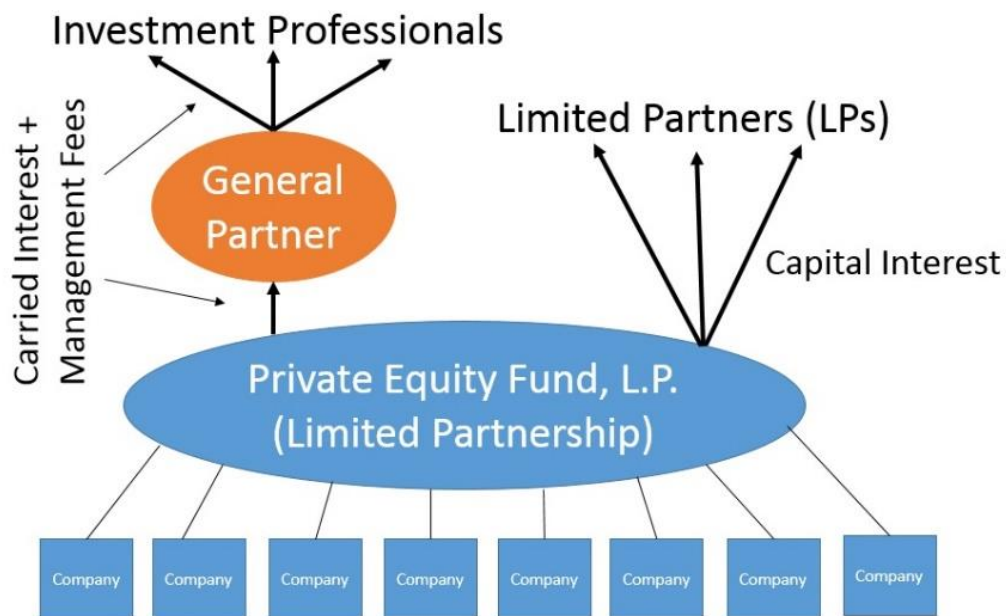
Le operazioni, poi, saranno gestite dagli stessi soggetti che hanno creato la *management company*.

I promotori dell'iniziativa riescono a raccogliere grandi somme di denaro grazie alla credibilità ed all'esperienza professionale accumulata nel corso del tempo, oltre al fatto di offrire un rendimento prospettico adeguato al rischio assunto da parte dei *Limited Partners*.

Oltre alle due categorie, descritte in precedenza, è presente un terzo organo indipendente che prende il nome di *Advisory Board*. Il *Board* è composto da alcuni rappresentanti dei principali *Limited Partners* e da professionisti esterni alla società, le principali funzioni assegnatogli riguardano attività di monitoraggio delle operazioni compiute da parte dei manager e dai gestori del fondo, azioni per prevenire eventuali conflitti d'interesse che si possono manifestare durante lo svolgimento dell'attività ordinaria del fondo e hanno voce in capitolo riguardo decisioni su determinati argomenti⁸.

⁸ Arnall Golden Gregory LLP, *An Overview of Limited Partner Advisory Committees and Private Equity Fund Advisory Boards*, www.agg.com, 2013

Figura 1.1 - Struttura fondo di Private Equity



Fonte: Fleischer V., *Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds*

Tramite l'utilizzo di questa struttura automaticamente si crea una divisione tra la società oggetto di acquisizione e i portatori di capitale; l'azienda target, inoltre, avrà incorporato anche il debito utilizzato per compiere l'iniziativa.

In questa situazione l'investitore finanziario è un soggetto passivo ed il controllo vero e proprio della società è in mano ai soggetti che gestiscono il fondo; quindi la separazione tra management e capitale ci consente di evitare il tema della direzione e coordinamento e del consolidamento in bilancio.

Infatti una delle caratteristiche di un'operazione di LBO è il *non recourse* del debito ed in questa situazione l'unica soluzione per ottenere il rimborso dell'indebitamento sono i flussi di cassa generati dall'azienda.

Prendendo in considerazione la particolare struttura organizzativa è semplice intuire la facile nascita di problemi di agenzia all'interno del fondo.

In primo luogo ci sono problemi di asimmetria informativa quando il manager (*agent*), che gestisce e governa il complesso delle operazioni, è a conoscenza di qualcosa di cui l'investitore (*principal*) non è al corrente; queste asimmetrie possono sorgere continuamente durante il normale svolgimento del business.

L'agente, se non opportunamente incentivato e monitorato, può compiere azioni che generano benefici privati a scapito degli investitori⁹.

Un altro problema che può verificarsi è il *moral hazard* poiché i promotori dell'iniziativa, spinti soprattutto dall'utilizzo di risorse non proprie e senza obblighi di direzione e coordinamento, per cercare di conseguire fin dal principio i ricavi spettanti da commissioni di gestione ed altri proventi da incentivi sulla performance conseguita¹⁰, possono effettuare investimenti che incorporano un livello di rischio complessivo considerevole.

Per cercare di ridurre questa criticità, quindi, si sono sviluppate determinate strutture di remunerazione, che saranno analizzate in modo più esaustivo nel seguito dell'elaborato.

Altre caratteristiche fondamentali del fondo di *Private Equity* sono:

- arco temporale di durata: solitamente sono costituiti con un orizzonte temporale di dieci anni. Questa durata viene stimata, dagli operatori, come sufficientemente adeguata per riuscire a conseguire entrata ed uscita dal proprio portafoglio di investimenti¹¹;
- responsabilità limitata: le partnership sono efficienti veicoli fiscali¹², infatti la tassazione avviene quando il partner riceve il *capital gain*.

Se il fondo fosse strutturato come una società, invece, i ritorni potrebbero essere soggetti a doppia tassazione; che andrebbe ad essere effettuata sia dalla società, nel momento in cui sono conseguiti, sia dagli investitori, che li ricevono come forma di remunerazione. Questa struttura, allo stesso tempo, presenta una criticità, che sarà uno dei temi dell'elaborato, poiché l'organizzazione basata sulla responsabilità limitata comporta l'esclusione degli investitori dal processo decisionale, potendo essi fare affidamento solo alle scelte compiute dal *General Partner*;

⁹ Mehta V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, University of Pennsylvania ScholarlyCommons, 2004

¹⁰ Blundell-Wignall, A., *The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues*, Financial Market Trends, N°92, Vol. 2007/1

¹¹ I *General Partners* hanno la possibilità di richiedere l'estensione di uno o più anni (*grace period*) al totale della durata del fondo se ritengono che sia sconveniente effettuare un'uscita che rispetti le tempistiche, ma che porti una perdita derivante dal minor guadagno conseguito che si realizzerebbe con il mantenimento della partecipazione. Nella maggior parte dei casi i *Limited Partners* e l'*Advisory Board* accettano la richiesta di prolungamento della durata.

¹² Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007, p. 99

- numero di investimenti realizzati: nel corso della sua attività vengono selezionati un numero di investimenti compresi tra i 7 e i 25¹³, poiché con una quantità maggiore di progetti si riescono a mitigare gli effetti negativi di un'iniziativa che ha ottenuto un risultato negativo;
- partecipazione reciproca negli investimenti: gli investitori pretendono che anche i gestori co-investano nel fondo. Tale elemento è stato inserito per cercare di allineare gli interessi dei partecipanti in un'operazione di *Private Equity* e per fare in modo che anche i manager siano strettamente coinvolti all'interno dell'iniziativa.

1.2.1 General Partners

Il ruolo svolto dal *General Partner* è di fondamentale importanza per l'esito finale dell'operazione; fanno parte di questa categoria dei professionisti che nel corso degli anni hanno acquisito una fiducia ed una competenza tale da poter ricevere grandi quantità di denaro, sia da parte di investitori istituzionali sia di privati, da poter impiegare.

Il successo della raccolta dipende dalla definizione di un'opportuna strategia di *fund raising*, prendendo in primo luogo una decisione riguardo l'utilizzo o meno di un network di *advisor* locali.

Il seguente processo di raccolta, che generalmente dura per circa un anno, comporta un impiego laborioso sia in termini di risorse che di tempo.

Il procedimento si articola in più fasi e, in relazione al tema discusso nell'elaborato, assume un ruolo di grande importanza il momento di incontro con i potenziali investitori.

In tale fase, i manager, per cercare di attrarre i finanziatori, devono essere sia in grado di proporre affidabili previsioni di rendimento che di rispondere ad eventuali questioni di *due diligence*, per cercare di ottenere la fiducia da parte degli investitori.

Fin dalle fasi di vita iniziali del fondo i *General Partners* hanno ben chiari gli strumenti e le modalità con cui tentare di superare problemi legati ai conflitti d'interesse, quindi è necessario eliminare tutti i potenziali fattori di incertezza che allontanino l'investitore. Per questo motivo è imprescindibile avvalersi anche di un team di esperti in questioni tecniche, legali e fiscali.

¹³ Pansa A., Agnese P., *Finanza Straordinaria*, McGraw Hill Education, 2016 pp. 350-378

I manager del fondo hanno piena responsabilità per le attività che gestiscono e stabiliscono quali investimenti effettuare.

La generazione del *deal flow*, ovvero il processo di creazione di varie opportunità di investimento, è condizionato da diversi fattori¹⁴.

Il primo fattore da considerare sono le caratteristiche dell'operatore, da intendersi come l'ottima considerazione ottenuta nel mercato di riferimento dove esso opera. Tale reputazione si ottiene nel corso degli anni ed a seguito di varie operazioni ben realizzate, inoltre un impulso considerevole della notorietà e dell'immagine deriva dall'utilizzo di strumenti di divulgazione e promozione.

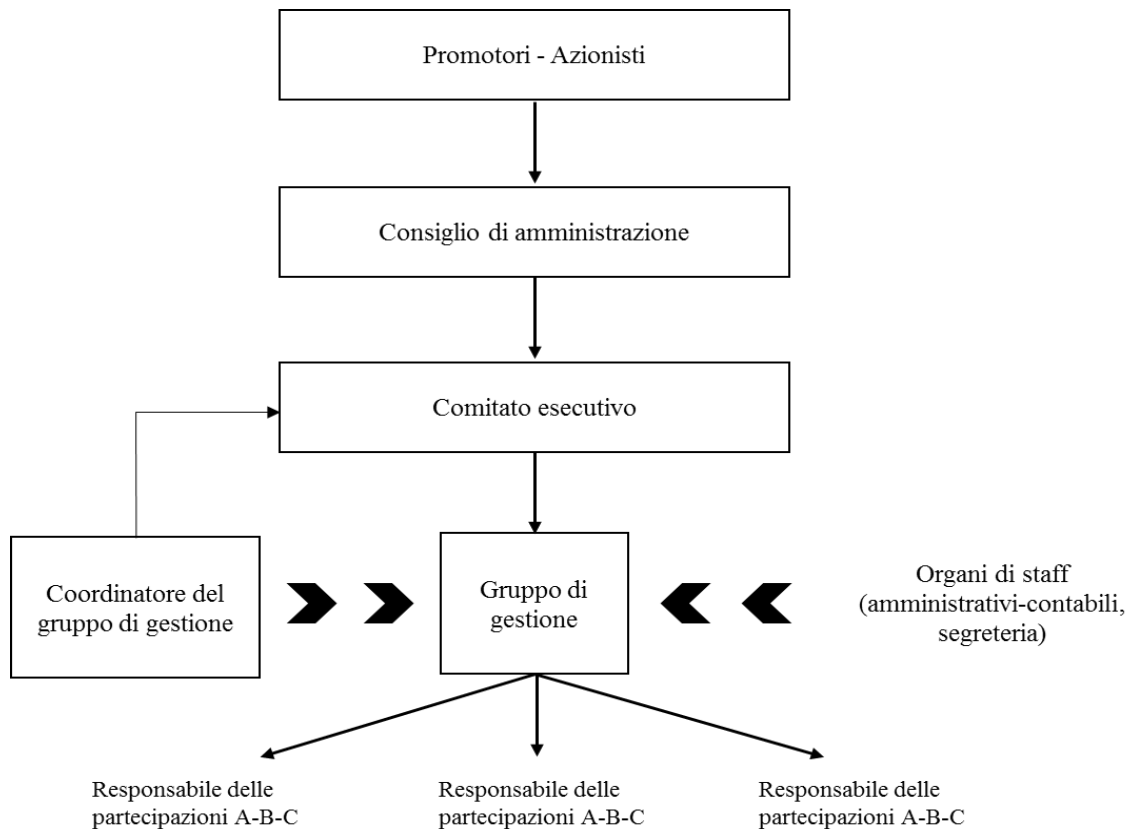
Rivestono un ruolo cruciale le caratteristiche del mercato geografico nel quale si intende compiere l'operazione e ciò si riflette sui comportamenti e le consuetudini tipiche del contesto di riferimento, che può variare notevolmente se si tratta di operazioni svolte nell'area Statunitense piuttosto che in quella Europea.

Infine, per completare l'analisi, si deve stabilire la tipologia di interventi che l'operatore intende effettuare; ad esempio può decidere di concentrarsi sull'investimento in aziende che sono nella fase di maturità invece che, come nel caso di *early stage financing*, in aziende finanziare e promuovere la rapida espansione di società create da poco tempo.

Una volta deciso l'investimento i gestori propongono agli investitori la sottoscrizione delle quote in un fondo chiuso, che sarà poi utilizzato per realizzare le operazioni di acquisizione.

¹⁴ Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e associati, 2008

Figura 1.2 - Struttura di una società di gestione



Fonte: *Private equity e venture capital*. Gervasoni A., Sattin F

Nell'immagine sopra esposta, viene descritta un'ipotesi di struttura di governance di una società di gestione. In questo caso il fondo ha un proprio staff composto da professionisti che effettuano le operazioni di investimento e, dopo aver realizzato un'accurata selezione delle migliori opportunità, si occupano di tutto il processo sottostante l'intera iniziativa, trattando le varie fasi di investimento, gestione e disinvestimento delle partecipazioni.

Il comitato esecutivo riveste un ruolo molto importante, poiché indirizza sia il gruppo di gestione che la strategia del fondo. All'interno del gruppo di gestione si trovano i promotori del fondo, il coordinatore, professionisti ed esperti del settore.

I manager godono di grande libertà nelle scelte relative all'utilizzo del capitale disponibile, questa autonomia può spingerlo a realizzare decisioni dettate maggiormente dai propri interessi piuttosto che effettuare scelte correlate agli interessi dei membri facenti parte dell'organizzazione.

Il comportamento opportunistico del *General Partner* si può verificare in atteggiamenti con effetti di natura economica e di natura amministrativa; ad esempio nel primo caso può appropriarsi di vantaggi dati dalla sua posizione dominante all'interno dell'operazione, con la relativa possibilità di sottrarre valore agli altri membri del fondo tramite attività che rientrano nella sua sfera di interesse, ma che, allo stesso tempo, non sono vantaggiose per gli altri partecipanti, ad esempio tramite trasferimenti di asset ad un prezzo favorevole¹⁵.

1.2.2 Limited Partners

I membri che sottoscrivono le quote e sono i principali finanziatori del fondo di *Private Equity* prendono il nome di *Limited Partners*, poiché la loro responsabilità è circoscritta al solo capitale investito nell'operazione.

I manager dei fondi ricercano investitori che hanno un orizzonte temporale di lungo periodo. Preferibilmente soggetti che possiedono passività a lungo termine, che puntano a mettere in relazione con rendite di medio-lungo termine caratterizzate da una diversificazione rispetto ad altre tipologie di attività che solitamente detengono in portafoglio¹⁶.

Fanno parte di questa categorie diversi investitori professionali, che sono individuabili in¹⁷:

- fondi pensione;
- banche d'affari
- divisioni di banche commerciali;
- compagnie di assicurazione;
- grandi imprese con disponibilità liquide;
- fund of funds¹⁸;
- investitori privati.

¹⁵ Meles A., *Private Equity e sviluppo dell'impresa*, Franco Angeli, 2013, p. 54

¹⁶ Considerando, ad esempio, un fondo pensione che investe prevalentemente in titoli obbligazionari, può decidere di investire una quota del suo portafoglio in un fondo di *Private Equity*, che gli consente di realizzare un rendimento tale da poter compensare i bassi rendimenti generati dai tassi di interesse che oggi caratterizzano il mercato finanziario regolamentato.

¹⁷ Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e associati, 2008

¹⁸ E' una strategia di investimento realizzata da veri e propri fondi con ingenti disponibilità di capitali, che decidono di investire in un portafoglio che contiene diverse attività sottostanti invece di investire direttamente in obbligazioni, azioni e altri tipi di titoli.

La diversificazione tra i vari gruppi di finanziatori operanti nel settore si basa principalmente sulle modalità di investimento e disinvestimento.

Le diverse tipologie di investitori, che si possono trovare all'interno di un fondo di *Private Equity*, invece, vengono raggruppate da un elemento comune a tutti i finanziatori: il monitoraggio del proprio investimento.

Il monitoraggio delle risorse investite è reso necessario dall'elevato ammontare del capitale impiegato in questa attività. Inoltre alla base del controllo costante da parte dei finanziatori ci sono diversi fattori economici da tenere in considerazione. Innanzitutto c'è la possibilità di comportamenti opportunistici da parte del management e degli amministratori, solitamente l'attività di controllo, infatti, è inversamente collegata alla durata di permanenza dell'impresa nel portafoglio dell'investitore.

Inoltre l'elevata asimmetria informativa, soprattutto nelle prime fasi di sviluppo dell'azienda, richiede un attento controllo sulle attività svolte dai gestori da parte dei *Limited Partners*.

Per concludere, altri motivi che portano a variazioni sul processo di monitoraggio sono l'esperienza dell'investitore e la distanza geografica dall'impresa finanziata¹⁹.

Dopo aver analizzato le caratteristiche dei principali investitori istituzionali che finanziano un fondo di *Private Equity* è opportuno proporre alcuni comportamenti ottimali, che possono ridurre fin dal principio i maggiori problemi cui vanno incontro i finanziatori in questa particolare operazione di investimento. Infatti la soluzione a gran parte dei comportamenti opportunistici del management e ai problemi di asimmetria informativa è strettamente legata alla fase iniziale di realizzazione dell'operazione ed è quindi in questa fase che le criticità devono essere previste e affrontate.

L'efficacia dell'azione di monitoraggio è legata alla precisione ed alla chiarezza con cui, nella fase introduttiva di redazione della documentazione contrattuale, vengono precisati i concetti riguardanti varie argomentazioni, che in seguito possono essere fonte di conflitti d'interesse, come ad esempio la definizione del ruolo dei vari soggetti presenti all'interno del fondo, la determinazione dei meccanismi di retribuzione, delle tempistiche e delle modalità di disinvestimento.

¹⁹ Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e associati, 2008

In teoria i *Limited Partners* potrebbero decidere di realizzare collocamenti di capitale proprio direttamente nelle imprese, oltrepassando la costosa struttura dei *General Partners*.

In pratica, ricercare e trovare aziende in cui investire richiede un procedimento molto articolato, che necessita di una grande disponibilità di tempo ed eccellenti conoscenze in materia²⁰.

Per questo motivo si ricercano ottimi team di manager, che siano in grado di poter compensare i grandi costi richiesti con il ritorno dagli investimenti realizzati.

1.3 Regolamenti e clausole dei fondi

A seguito del progressivo aumento delle tipologie di membri coinvolti in operazioni di *Private Equity* si è rafforzata la normativa che regola i fondi.

Precedentemente, infatti, non erano regolati appropriatamente poiché raccoglievano denaro da individui con grandi disponibilità, che erano in grado di sostenere delle perdite, anche di grandi dimensioni. Recentemente, invece, i fondi sono finanziati da soggetti come fondi pensioni ed hedge fund, che controllano dei risparmi non propri e che richiedono maggiore sorveglianza da parte delle autorità di vigilanza e controllo.

1.3.1 I regolamenti dei fondi

Il rapporto di partecipazione è disciplinato dal regolamento del fondo che ne contiene le caratteristiche ed è redatto seguendo i principi di chiarezza, completezza e sintesi. Una volta redatto deve essere approvato dall'organo di amministrazione del fondo per essere poi approvato dalla Banca d'Italia che ne determina la validità ed il rispetto delle regole.

I regolamenti del fondo sono maggiormente standardizzati per i fondi retail, mentre per i fondi riservati sono negoziati con gli investitori specifici prima e durante la sottoscrizione. Proprio dalla capacità di ottenere l'approvazione e soddisfare gli interessi dei vari finanziatori dipende il successo della collocazione delle quote del fondo.

²⁰ Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007, p. 99

Il regolamento, infatti, deve essere in grado di poter soddisfare tutti gli interessi dei soggetti che entrano in gioco nel fondo e questa condizione ha portato maggiore complessità tramite l'introduzione di clausole specifiche, che si rivolgono alle diverse tipologie di soggetti che fanno parte del fondo.

1.3.2 Clausole standard

Nei regolamenti di diversi fondi di Private Equity italiani si possono trovare clausole standard, che ricorrono nei diversi contratti²¹. In relazione al tema oggetto dell'elaborato, assumono rilevante importanza le clausole relative a:

- Politiche e limiti di investimento;
- Partecipanti e classi di quote;
- Cascata dei pagamenti;
- Politiche di retribuzione.

Innanzitutto nel regolamento del fondo vengono delineati gli obiettivi di investimento tramite la definizione dei principali settori nei quali il fondo andrà ad operare; ad esempio la scelta si può poggiare su dei criteri che valutano la qualità del management, società quotata o non e investimenti *greenfield* o *brownfield*²². Inoltre possono essere esclusi determinati settori in base a principi etici che il fondo cerca di perseguire.

I limiti di investimento sono posti soprattutto in relazione all'esigenza di diversificazione delle attività finanziarie in modo da evitare un'elevata concentrazione ed attuare una riduzione del rischio complessivo di portafoglio. In base a esigenze di investimento, possono essere previste delle deroghe che permettano, tramite il consenso dei partecipanti, la possibilità di investire oltre le soglie minime per un ammontare predeterminato.

Nel fondo si trovano partecipanti che hanno interessi diversi e per tale motivo si sono costituite diverse classi che comportano diritti amministrativi e patrimoniali distinti per ciascuna categoria, nel concreto possono essere costituite:

²¹ Per l'analisi sono stati esaminati diversi regolamenti di fondi di Private Equity come Credem PE, Anima SGR, Fondo italiano d'investimento e Eurizon Capital SGR.

²² Papa A., *I regolamenti dei fondi comuni d'investimento. Clausole standard nel Private Equity*, 2013.

- Per sponsor e soci: solitamente sono quote con maggiori diritti economici, come ad esempio remunerazioni prioritarie.
- Per i maggiori sottoscrittori (*Core Investors*) interessati soprattutto al controllo e alla partecipazione negli organi di governance e *advisory*.
- Per quotisti pubblici: richiedono affidabilità nel fatto che i vantaggi derivanti dall'attività del fondo siano ottenibili da parte dei soggetti pubblici e non solamente di privati, solitamente hanno potere di veto sulle modifiche del regolamento.
- Per il management: hanno lo scopo di ridurre il moral hazard tramite compartecipazione al risultato, prevedono poi un rendimento legato al rendimento (*Carried Interest*).

Visto il numero di quote e di diversi soggetti che entrano in gioco, assume importanza la pianificazione della proporzione delle quote, che deve essere effettuata ex-ante. Inoltre nel corso di tutta la durata del fondo deve essere presente la verifica del mantenimento dello status che si aveva al momento della sottoscrizione.

Questo problema è molto rilevante soprattutto per il management, che ricopre funzioni operative e di gestione; possono essere previste clausole “*good leaver*”, dove l'uscita è “giustificata”, e “*bad leaver*” che causano la perdita della qualifica di manager e comportano quindi un disincentivo ad abbandonare la partecipazione, favorendo la continuità gestionale.

Aspetto di primo piano per la ricerca rimangono le modalità di distribuzione dei risultati della gestione, ed in questo caso il regolamento del fondo deve prevederne le modalità; ad esempio deve indicare se i gestori del fondo devono effettuare rimborsi parziali o distribuzioni a fronte di disinvestimenti già realizzati. Le distribuzioni tengono conto delle categorie analizzate precedentemente.

Nei fondi italiani si distinguono due diverse tipologie di cascata dei pagamenti (*waterfall*) la cui differenza risiede nell'esistenza o meno di un collegamento fra gli importi distribuiti e la provenienza delle somme in distribuzione.

Esistono quindi due diversi metodi:

- Metodo *all contributions preferred return back*: prevede che la distribuzione dell'extra rendimento e delle commissioni di performance sia subordinata all'integrale restituzione ai partecipanti dei versamenti effettuati e del rendimento minimo.

Quindi abbiamo più fasi: distribuzione delle risorse ai partecipanti fino ai versamenti effettuati inizialmente, erogazione del residuo fino al rendimento obiettivo del fondo (*hurdle rate*), distribuzione del restante in base all'accordo che era stato inizialmente stabilito tra partecipanti e gestori che così ottengono il loro extra-rendimento (*Carried Interest*).

- Metodo *deal by deal*: distribuzione basata sull'ottimizzazione di ciascun investimento come se fosse autonomo; il *General Partner* viene così remunerato sulla base della performance conseguita nella singola operazione e non sul totale del portafoglio gestito²³, questa tipologia di pagamento favorisce i gestori del fondo che possono liquidare anticipatamente asset che hanno conseguito un rendimento positivo così da ottenere la remunerazione variabile e lasciare, in un secondo momento, la liquidazione finale degli asset che non riescono a rimborsare il capitale versato da parte dei sottoscrittori.

Quindi la distribuzione dell'*hurdle rate* può avvenire dopo che è stato rimborsato l'intero valore della quota di equity versata dai partecipanti o dopo che è stato restituito tutto il capitale investito sul singolo asset oggetto di disinvestimento²⁴.

La distribuzione delle somme spettanti al management possono essere vincolate in base ad eventuali compensazioni da doversi effettuare con gli importi spettanti ai partecipanti in sede di liquidazione finale, in un *escrow account*. Anche dopo lo svincolo delle somme, ad esempio una volta raggiunta una determinata percentuale di rimborso dell'equity, si possono reiterare tali somme per destinarle ai Limited partner, con apposite clausole (*Claw back*).

A tutela degli investitori possono esistere ulteriori condizioni che vietano la gestione di altri fondi con obiettivi di investimento simili e possono autorizzare la cessione e dismissione dal contratto di investimento anticipatamente qualora sopraggiunga l'uscita di determinati manager ritenuti fondamentali per il successo dell'operazione (*key man clause*).

La funzione di allineamento degli interessi tra gestori e investitori viene svolta principalmente dalla struttura remunerativa del fondo. Il primo aspetto da valutare sono le commissioni di gestione (*management fee*) che solitamente si attestano a

²³ Palmisani E., *Le dinamiche industriali di creazione del valore nei fondi di private equity*, 2013.

²⁴ Papa A., *I regolamenti dei fondi comuni d'investimento. Clausole standard nel Private Equity*, 2013.

circa il 2% del capitale gestito dal fondo che, considerando la grande dimensione dei fondi, equivale ad una cifra notevole. Solitamente per i primi anni viene calcolata sul valore sottoscritto dagli investitori, per poi essere calcolata sul *Net Asset Value* cioè sul valore del fondo.

La percentuale è maggiore per i fondi di dimensioni minori, mentre si riduce per i fondi più grandi, perché la management fee non può essere una fonte di reddito significativa, ma dev'essere utilizzata per coprire i costi di gestione e deve essere adeguata alla struttura operativa, così che il vero incentivo per i gestori sia dato dalla *performance fee* e che si realizzi un migliore allineamento degli interessi.

Quest'ultima *fee*, tuttavia, sta subendo dei cambiamenti. Inizialmente era calcolata sul 20% della plusvalenza realizzata e l'obiettivo del gestore era quindi di massimizzare la plusvalenza da realizzare, con il passare del tempo questo vincolo non è stato più ritenuto in grado di superare il conflitto d'interesse ed al giorno d'oggi viene riconosciuta al gestore nel momento in cui supera una determinata soglia di rendimento minimo (*hurdle rate*) così che l'obiettivo dei gestori cambia ed è quello di realizzare un buon rendimento su base annua.

Non è ancora stata sviluppata una prassi comune per quanto riguarda il *catch-up*²⁵, per raggiungere la quota di *Carried Interest* spettante ai gestori una volta superato l'*hurdle rate*.

Un altro aspetto della remunerazione, per combattere il conflitto d'interesse, è dato dalla partecipazione del team gestorio nell'investimento dove la percentuale d'investimento si aggira su una quota che varia tra 1%-2%²⁶.

Per i *General Partners* sono previsti limiti nella raccolta di un nuovo fondo durante il periodo di gestione del fondo precedente, così che i gestori siano pienamente concentrati nell'attività di investimento del fondo attuale.

²⁵ Periodo, dove una volta che i *Limited Partners* hanno raggiunto il ritorno che era stato fissato all'inizio del contratto, in cui il residuo viene ad essere distribuito in misura maggiore ai *General Partners* fino al momento in cui non conseguono il livello di *Carried Interest*, come da accordi, stabilito.

²⁶ Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007

Secondo Capitolo

2. Strumenti di remunerazione

Nei fondi di *Private Equity* la relazione che viene a crearsi nella *Limited Partnership* tra i gestori del fondo (*General Partners*) e gli investitori, è regolata dal contratto, stipulato nella fase di avvio del fondo.

Uno degli aspetti più importanti del regolamento interessa i sistemi di remunerazione, ovvero le diverse tipologie di compenso che vengono riconosciute ai promotori e gestori dell'iniziativa come corrispettivo per la loro attività svolta. Infatti la peculiarità della struttura richiede un sistema di retribuzione che superi i possibili conflitti d'agenzia che si possono creare all'interno del fondo tra le due classi di soggetti presenti.

L'obiettivo prioritario di questi strumenti di compenso è, quindi, di creare un meccanismo che sia capace di allineare gli interessi delle due categorie, in modo da evitare comportamenti opportunistici da parte dei manager che dispongono di un maggior potere decisionale dettato dalla propria posizione di comando all'interno della struttura del fondo.

Le modalità di calcolo dei compensi e le clausole relative alla retribuzione previste dal contratto sono di notevole importanza per gli investitori poiché l'impegno che essi assumono al momento della stipula dell'accordo è di medio periodo, solitamente tra i sette e i dieci anni, e nel corso di tutta la durata dell'investimento i finanziatori hanno limitate possibilità di far valere i loro diritti al di fuori del contratto di gestione, stipulato nella fase di negoziazione.

Nel corso degli anni si è definita una struttura di retribuzione che i fondi di *Private Equity* utilizzano maggiormente ed è diventata un punto di riferimento per la remunerazione dei *General Partners*.

Nonostante i rilevanti cambiamenti che hanno interessato il settore si nota una notevole stabilità nel corso del tempo per quanto riguarda i regolamenti contrattuali, in particolare per quanto concerne i sistemi di remunerazione previsti per i manager e gestori del fondo.²⁷

Sulla base di questa considerazione si possono individuare dei parametri di riferimento nel compenso dei *General Partners* la quale retribuzione, per le loro attività, è costituita da due componenti principali: la prima è una *fee* periodica, che prende il nome di *management fee*, pagata regolarmente da parte dell'impresa oggetto di acquisizione e calcolata su circa il 2% del capitale gestito da parte dei manager, la seconda è costituita da una parte variabile che deriva dal profitto conseguito dal fondo. La *fee* in questo caso prende il nome di *Carried Interest*, e viene pagata solitamente dopo il raggiungimento di un livello minimo di ritorno dall'investimento, che nella terminologia anglosassone prende il nome di *hurdle rate*. Per i primi anni di vita dell'industria dei fondi di *Private Equity* si diffuse la convinzione che la combinazione di una compensazione fissa e una variabile avrebbe assicurato una congruenza di interessi tra *General* e *Limited Partners*; convincimento che, a seguito dei recenti cambiamenti, è venuto meno con la conseguente nascita di maggiori dubbi riguardo l'effettiva efficacia degli schemi di retribuzione attualmente utilizzati.

La maggiore trasformazione che si è verificata nel settore, infatti, ha riguardato la dimensione dei fondi, che è costantemente cresciuta dagli anni '80 in poi²⁸, causando un correlato aumento della rilevanza della *management fee*, calcolata in relazione al totale del compenso ricevuto dai manager.

Una logica conseguenza di questo cambiamento è la riduzione progressiva dell'importanza della remunerazione variabile sul valore complessivo del compenso ottenuto dai gestori.

Inoltre, all'interno del contratto del fondo, possono esistere diverse tipologie di retribuzione per i manager, che si vanno ad aggiungere ai due principali strumenti di remunerazione appena descritti.

²⁷ Considerazione che si basa su uno studio condotto da Ingo Stoff e Reiner Braun sui regolamenti di 210 fondi istituiti tra il 1989 e il 2012, si può prendere visione della ricerca nel testo *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*.

²⁸ Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, Journal of Applied Corporate Finance, 2014 pp. 65

Le altre tipologie presenti nell'accordo possono essere classificate in:

- *break-up fee*: questa commissione viene pagata da parte dell'azienda target ai membri della *management company*, che hanno sostenuto la fase di due diligence e le relative spese necessarie alla valutazione della convenienza economica dell'operazione, nel caso in cui l'esito della trattativa sia negativo e l'impresa oggetto di acquisizione decida di non firmare l'accordo di cessione con il fondo perché ha accettato un'offerta di acquisto proveniente da un'altra impresa;
- *directors fee*: può essere previsto il pagamento di commissioni da parte della società ai loro amministratori, solitamente sono corrisposte in contanti o tramite *stock options*;
- *acquisition fee*: la presenza di questa commissione fa sì che siano addebitate da parte dei gestori nei confronti del fondo o verso le società oggetto di acquisizione le spese ed i costi previsti per remunerare i manager in seguito alla loro attività di preparazione e redazione dei documenti necessari a compiere l'operazione e alla realizzazione degli investimenti;
- *advisory and similar fee*: in alcuni casi i manager possono fornire consulenza e servizi specializzati alle imprese che costituiscono il portafoglio del fondo; è prevista una remunerazione anche per queste prestazioni poiché sono attività supplementari che il General Partner compie e ritiene debbano essere remunerate con specifici compensi non legati a quelli derivanti dalla normale gestione del fondo.

Successivamente analizzeremo nel dettaglio le principali categorie di commissioni presenti nei regolamenti; focalizzandoci sul impatto che hanno nel comportamento dei gestori e dei finanziatori.

Le varie tipologie di remunerazione saranno poi suddivise, per cercare di rendere più chiara la lettura, in base alle loro caratteristiche in:

- sistemi di remunerazione fissa;
- sistemi di remunerazione variabile;
- commissioni specifiche legate a particolari momenti della vita del fondo di *Private Equity*.

2.1 Criteri nella remunerazione fissa

La retribuzione fissa viene percepita da parte della *management company* per permettere di compensare le spese di gestione ed amministrazione del fondo; il calcolo è effettuato tramite il prodotto tra una determinata percentuale ed il totale del capitale impiegato nell'attività.

2.1.1 Management fee

Il primo elemento oggetto di analisi e di maggiore importanza nei sistemi di remunerazione a base fissa sono le commissioni di gestione, che nella maggior parte dei casi assumono un ruolo di primo piano sul totale del compenso ricevuto da parte degli amministratori del fondo.

La management fee è una commissione pagata annualmente²⁹, calcolata sul totale del capitale impegnato nelle operazioni compiute dal fondo.

Per comprendere come viene definito il valore complessivo della commissione che l'impresa deve pagare ai *General Partners*, è necessario comprendere la modalità che definisce l'importo percentuale utilizzato per effettuare il calcolo della commissione. Infatti possono coesistere diverse tecniche di conteggio in base al periodo in cui viene pagata la commissione e, inoltre, l'importo spettante ai gestori può risultare dalla determinata percentuale che in base alle caratteristiche e peculiarità della società può essere applicata principalmente su due basi.

Queste sono: il *committed capital*, che rappresenta il totale del capitale stanziato dall'insieme dei finanziatori nel fondo e gestito da parte dei manager; l'*invested capital*, ovvero il valore delle risorse che sono state effettivamente utilizzate per le operazioni di acquisizione del fondo.

Le commissioni di gestione hanno lo scopo di coprire le spese operative del fondo e per questo motivo esse variano durante il ciclo di esistenza del fondo. In base alle differenze presenti nelle diverse fasi di vita dell'attività, la struttura della *fee* si suddivide in due periodi che rappresentano i momenti chiave della vita di un fondo:

- l'investimento: intervallo di tempo compreso tra i due e i quattro anni che rappresenta il periodo di selezione, valutazione e realizzazione degli investimenti da compiere da parte dei manager;

²⁹ Anche se non è insolito trovare in alcuni regolamenti contrattuali delle condizioni di pagamento diverse, infatti alcuni fondi richiedono un pagamento della management fee su base semestrale.

- la gestione: periodo centrale dell'attività del fondo, che può durare dai tre ai cinque anni, in cui i *General Partners* cercano di massimizzare i flussi di cassa della società con la finalità di far aumentare il valore complessivo della partecipazione;
- il disinvestimento: momento conclusivo dell'attività caratterizzato principalmente dalla definizione dell'ottimale strategia di *exit* dall'investimento.

I *General Partners* effettuano i maggiori sforzi nel momento iniziale, perciò è proprio in questa fase che essi dovrebbero ricevere una commissione di gestione maggiore. Infatti, se prendiamo in considerazione le spese necessarie per svolgere la loro attività, è chiaro che il momento relativo alla costituzione del fondo, la fase di raccolta delle risorse dagli investitori e la ricerca dell'investimento ottimale rappresentano il lasso di tempo in cui i costi sono maggiori.

Ed è proprio per questo che, solitamente, in questa fase la *fee* viene calcolata sul totale del capitale in loro possesso e, di conseguenza, risulta un importo complessivo maggiore rispetto ai periodi successivi.

Prendendo, invece, in esame il periodo di disinvestimento, i manager ottengono una provvigione, che definisce il compenso fisso proporzionale all'attività svolta dai gestori per realizzare attività di monitoraggio e di decisione relativa alla strategia di uscita, caratteristiche di questa particolare fase di vita del fondo. La percentuale per realizzare il calcolo, in questo caso, viene applicata non più sul totale del capitale impiegato, ma sul valore del fondo, che viene calcolato tramite il NAV (*net asset value*) rettificato.

La rettifica si attua tramite la sottrazione dal NAV delle plusvalenze non realizzate. Tale operazione viene effettuata per evitare che la commissione risulti incrementata di un importo supplementare, che è la conseguenza di una partecipazione appositamente sopravvalutata³⁰.

Il valore percentuale da calcolare sul totale del capitale varia in base alle dimensioni del fondo, nella maggior parte dei casi si attesta all'incirca al 2% del totale. Solitamente il valore assoluto della percentuale, utilizzato come fattore per il calcolo della commissione, risulta essere un moltiplicatore maggiore per i fondi di

³⁰ AIFI report di Campanella G., Ricciotti W., *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012, p.25

dimensione minore e viceversa nel caso opposto, quindi con tasso percentuale inferiore per quelli di dimensione maggiore.

Tabella 2.1 - Percentuale da utilizzare nel calcolo della *management fee* in relazione alla dimensione del fondo

Mgmt fee (sul totale del “ <i>committed capital</i> ”)	Dimensione del fondo
2%	< 1 MLD\$
1.75%	1 MLD\$ - 5 MLD\$
1.50%	> 5 MLD\$

Fonte: Stoff I., Braun R., The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20, Journal of Applied Corporate Finance, 2014 pp. 66.

Il moltiplicatore da utilizzare, in alcuni casi, può variare non solo in riferimento alla grandezza del fondo. Esistono infatti situazioni in cui il calcolo della commissione viene effettuato con valori percentuali che si differenziano da quelli elencati nella tabella 2.1.

Questa variazione avviene in presenza di particolari casi³¹:

- i fondi, solitamente di dimensione più grande, caratterizzati da minori requisiti di vigilanza e controllo delle attività richiedono *management fee* più basse;
- i fondi nuovi che operano per la prima volta possono richiedere una quota percentuale superiore al 2%, poiché per far fronte all'attività devono sostenere spese iniziali superiori rispetto ad un altro fondo già operante nel settore;
- i fondi di dimensioni minori, rispetto al miliardo usato come riferimento nella tabella 2.1, hanno un importo percentuale da utilizzare come calcolo che può superare anche la quota del 2.5% sul totale del *committed capital*, di gran lunga superiore rispetto alla media;
- *mezzanine funds*³²: solitamente hanno *fee* che si attestano all'1.50%;
- fondi immobiliari: hanno commissioni che vengono caricate in base all'ammontare investito nelle proprietà;

³¹Steinman B., *Private Equity Fund Fees*, www.duanemorris.com, 2014

³² I *mezzanine funds* sono particolari fondi che investono principalmente tramite utilizzo di debito mezzanino, che è collocato in una posizione intermedia tra l'investimento in capitale di rischio e quello di debito.

- *side by side vehicles*: di solito agli investitori che co-investono in strutture parallele al fondo viene applicato un importo percentuale inferiore al 2% sul totale del capitale impiegato.

La *management fee* viene utilizzata come compenso per i manager e retribuisce il loro operato nell'attività di gestione ed ha l'obiettivo di riuscire a far fronte adeguatamente alle spese generali di gestione ed ai costi derivanti dalla struttura operativa del fondo. Essa viene pagata regolarmente dalla società gestita e serve principalmente a remunerare:

- stipendio e benefit dei membri della management company;
- costi “*day to day*” delle operazioni effettuate;
- costi di monitoraggio degli investimenti realizzati.

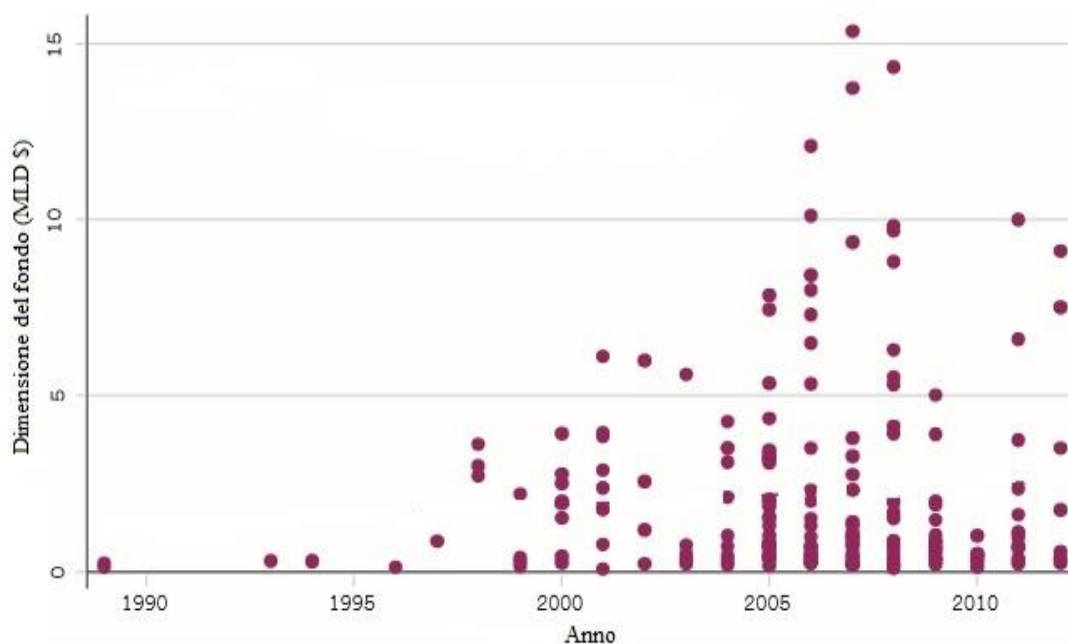
La concezione della commissione di gestione secondo questa organizzazione, è quella che interpreta nel migliore dei modi l'idea originaria alla base del modo di pensare la retribuzione per i manager nei fondi di *Private Equity*.

Il criterio guida, infatti, era dato dal fatto che il compenso ricevuto dal gestore dovesse corrispondere ad un vero e proprio guadagno personale solo nella misura in cui anche gli investitori avessero realizzato un reddito.

Secondo questa prospettiva la commissione di gestione non deve generare utili significativi per i *General Partners*, cosa che deve essere soddisfatta dalla retribuzione basata sulla performance: il *Carried Interest*.

Tale impostazione nell'industria del *Private Equity* ha funzionato sino alla metà degli anni '80 poiché, successivamente, i fondi hanno assunto dimensioni sempre maggiori e, in alcuni casi, sono rappresentati da impieghi di capitale che superano la soglia dei dieci miliardi di dollari.

Figura 2.1 - Relazione tra dimensionamento e anno di istituzione dei fondi tra il 1989 e il 2012 del campione selezionato da Stoff e Braun.



Fonte: Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2014 pp. 67

Nella situazione attuale la commissione di gestione ha assunto un'importanza sempre più rilevante sul totale del compenso dei manager³³, soprattutto se prendiamo in considerazione la crescita più che proporzionale della retribuzione, come si evince anche dalla figura 2.1, derivante dalla *management fee* rispetto ai costi di gestione da dover sostenere.

Questa situazione ha permesso il conseguimento di enormi profitti per i gestori indipendentemente dalla performance conseguita dal fondo ed il cambiamento delle caratteristiche del settore avvenuto nel corso degli anni ha deteriorato l'allineamento degli interessi che si era venuto a creare tra le due classi di partecipanti nelle operazioni di *Private Equity*.

La *management fee*, proprio per questi motivi, è in fase di ripensamento; la principale difficoltà è rappresentata dalla capacità di riuscire a calcolare una commissione che sia adeguata per ogni tipologia di fondo in modo concreto³⁴.

³³Robinson T., Sensoy B., *Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance*, *The Review of Financial Studies*, 2013

³⁴ Infatti effettuare una semplice distinzione solo sulla dimensione del fondo può essere svitante; il 2% di commissione può essere una cifra elevata per un fondo con capitale di 2MLD che si serve di un numero ristretto di operatori ed investe in grandi operazioni, mentre può rivelarsi una cifra inadeguata

Nel momento in cui viene ad essere effettuata la scelta della commissione di gestione da dover caricare sull'azienda oggetto di acquisizione e, di conseguenza, in modo indiretto sull'investitore che finanzia l'operazione, il *Limited Partner* deve essere in grado di poter stabilire correttamente i costi ed i ricavi del gestore da un lato e di valutare la dimensione e le caratteristiche del fondo dall'altro; per non rischiare di riconoscere al manager un compenso di gran lunga superiore alla retribuzione che altrimenti gli spetterebbe per la quotidiana attività di gestione e governo del fondo e per la restituzione delle spese che il gestore sostiene durante tutta la durata di vita del fondo.

2.1.2 Modalità di calcolo della management fee: committed o invested capital

Esistono diverse tipologie di calcolo per stabilire la base imponibile, come ulteriore elemento da utilizzare insieme alla quota percentuale, per quantificare l'importo finale della *management fee*. Infatti, come descritto precedentemente, la somma da corrispondere al *General Partner* è la risultante di un prodotto tra questi due fattori.

La scelta tra i vari imponibili che possono essere usati come base di calcolo comporta dei vantaggi e svantaggi che possono ripercuotersi in misura maggiore sugli investitori o sui gestori del fondo.

Quindi per definire il totale della *fee* che viene caricata sulla società i manager devono prendere una decisione sulla quota percentuale, che prende il nome di *calculation rate*, e che, come abbiamo visto precedentemente, deve essere inserita nel calcolo ed essere utilizzata come percentuale da applicare. Quest'ultima, analizzata precedentemente nei fondi, è definita in modo semi-automatico tramite un confronto con la dimensione del fondo, mentre maggiori difficoltà emergono nella scelta del valore, che nel settore prende il nome di *calculation base*, su cui applicare il predeterminato tasso percentuale.

La maggiore complessità nella definizione del livello di capitale complessivo da utilizzare come base deriva principalmente da due diverse caratteristiche, che contraddistinguono il fondo di *Private Equity* rispetto ad un fondo di investimento più tradizionale:

per un team che gestisce un patrimonio di 200MLN e richiede una quantità maggiore di professional con maggiori conoscenze specifiche per operazioni più dettagliate.

- l'utilizzo di una forte leva finanziaria, necessaria per poter completare l'operazione di acquisizione, ha come conseguenza l'aumento del livello di risorse finanziarie controllate da parte dei manager del fondo;
- la durata temporale del fondo: tale condizione fa sì che prendendo la sommatoria di tutte le commissioni di gestione pagate nel corso della vita del fondo, solitamente di medio periodo, il valore complessivo risulti essere, in valore assoluto, molto elevato.

Nel momento in cui un investitore decide di impiegare denaro in un'attività, le risorse che si propone di conferire al fondo rimangono in suo possesso fin quando queste non sono richieste dai membri della *management company*.

I gestori, infatti, decidono di richiedere i conferimenti di denaro quando ritengono di aver trovato le imprese ottimali dove effettuare l'investimento.

Quindi, nelle varie fasi di vita del fondo, possono esistere momenti in cui il denaro investito dai *Limited Partners* non è utilizzato, è impiegato solo in parte o situazioni in cui le risorse sono totalmente impiegate.

A causa di queste specifiche condizioni, nel settore possono coesistere tre diverse tipologie di importi che possono essere utilizzati come *calculation base* delle commissioni di gestione³⁵:

- il totale del capitale impegnato, ovvero la somma di tutte le sottoscrizioni compiute dagli investitori;
- il totale del capitale chiamato, da parte dei *General Partner*, a cui viene solitamente sottratto l'ammontare delle risorse restituite nel corso degli anni ai finanziatori;
- il totale del capitale investito nelle operazioni, comprensivo anche della leva finanziaria.

La scelta tra le varie possibilità di scelta porta come risultato delle differenze significative sulla somma finale, una volta terminata la vita del fondo chiuso, che dovrà essere pagata dalla società come commissione di gestione.

Per comprendere meglio la situazione è possibile riportare un esempio concreto: consideriamo un investitore che ha deciso di finanziare il fondo con una somma di 10 MLN€, rappresentante quindi il totale del conferimento da parte del *Limited Partner*.

³⁵ Anderson E., *The Economics of Private Equity Investing: Understanding Fees*, Beekman Wealth Advisory, LLC, 2013

Dopo aver identificato l'azienda target in cui realizzare l'investimento, il fondo chiuso chiede il conferimento di 7.5MLN€ per compiere l'operazione, che secondo le analisi dei manager può comportare prospettive di guadagno adeguate.

I *General Partners*, inoltre, per portare a termine l'operazione, utilizzano, oltre alla quantità di denaro conferita dai finanziatori, un determinato ammontare preso in prestito con una leva finanziaria di 5:1; quindi per ogni euro investito dal *Limited Partner*, i gestori investono cinque euro che sono disponibili e sono stati contratti attraverso un indebitamento.

La scelta della base imponibile, su cui effettuare il calcolo per decidere l'ammontare complessivo della commissione di gestione da richiedere periodicamente alla società, può essere eseguita su diverse opportunità. Rifacendoci alle condizioni standard viste precedentemente, il totale della *management fee* può essere risultante da una delle tre opzioni seguenti:

- il 2% del capitale impegnato da parte dell'investitore;
- il 2% del capitale che è stato richiamato ed è in procinto di essere investito da parte dei *General Partners*;
- lo 0.5% del capitale investito nell'operazione, calcolato sul valore complessivo, tenendo conto anche della leva finanziaria.

In questo caso, effettuando un semplice calcolo matematico, l'opzione che risulta più sconsigliata per gli investitori, tenendo in considerazione solamente la fuoriuscita di risorse finanziarie, è l'ultima opzione. La *fee* da pagare, infatti, nella prima condizione è di 200.000€ poiché il tasso percentuale viene calcolato sul totale del capitale impegnato da parte del finanziatore; nella seconda è di 150.000€ poiché la somma totale del capitale richiamato si attesta a 7.5 MLN€ mentre nell'ultima è di 225.000€, ovvero il valore più alto.

Proprio per le varie possibilità di scelta presenti e le notevoli differenze che ne derivano, l'investitore prima di effettuare il finanziamento deve compiere uno studio attento e approfondito per definire, insieme ai gestori, la scelta ottimale della *calculation base*.

Tuttavia l'argomento principale da esaminare è sul quale focalizzarsi per la decisione non è solamente la fuoriuscita di denaro in valore assoluto, ovvero il prezzo da pagare sotto forma di *management fee*. La preferenza di una determinata base imponibile rispetto ad un'altra implica infatti un diverso comportamento, nel periodo

successivo la scelta, da parte dei membri della *management company* in base alla decisione compiuta sulla *calculation base* da utilizzare.

Esistono vantaggi e svantaggi per ognuna delle tre opzioni viste precedentemente, motivo per cui la decisione da prendere insieme al gestore dipende da una serie di circostanze.

Se consideriamo il primo caso, il valore corrisposto come commissione di gestione deriva dal capitale impegnato da parte dei finanziatori; come conseguenza i manager del fondo per poter ricevere un compenso maggiore dalla loro attività cercheranno di attirare il più grande ammontare possibile di risorse finanziarie e quindi i gestori si concentreranno principalmente sulla fase di raccolta. Sulla base di questa considerazione l'attività *core* di un business, come quello del *Private Equity*, caratterizzato dalla fase di analisi e scelta dell'investimento ottimale per ottenere un livello di ritorno adeguato, passa in secondo piano.

Il rischio di questa politica però è quello di realizzare investimenti non supportati da un'attenta e accurata fase di verifica e valutazione, a causa del maggiore coinvolgimento dei manager sulle attività precedenti, che provocano così dei ritorni economici non rilevanti danneggiando principalmente i *Limited Partners*, i quali riscontrano un ritorno dall'investimento non sufficientemente adeguato.

L'altro lato della medaglia è rappresentato dall'ottenimento della *management fee* utilizzando come base per il calcolo il capitale investito nelle operazioni di acquisizione compiute dal fondo.

Utilizzando questa modalità i manager sono spinti dall'urgenza di impiegare le risorse sottoscritte dai finanziatori in loro possesso, così da poter caricare in minor tempo un importo più elevato della commissione sugli investitori e ottenere così un guadagno più consistente anticipatamente.

In questa situazione ci troviamo all'opposto del caso precedente; infatti i gestori cercheranno di sfruttare la prima opportunità per collocare le risorse di cui dispongono. Come conseguenza l'analisi sull'impresa target, oggetto di acquisizione, sarà svolta in modo rapido e veloce per assicurarsi una maggiore commissione, non potrà essere adeguatamente accurata e dettagliata. In questa situazione nasce il pericolo di realizzare un investimento troppo affrettato nei tempi, che non comporta un guadagno ottimale per tutti i partecipanti.

L'ultimo caso è simile a quest'ultimo con l'aggravante della leva finanziaria. I gestori, tramite l'utilizzo di una leva molto sbilanciata, possono portare il costo della commissione ad un importo molto cospicuo e rilevante.

Tuttavia la scelta della *calculation base* dipende anche da una serie di ulteriori fattori come il coinvolgimento dei *General Partners* nell'operazione tramite l'apporto di capitale proprio nell'attività.

A mio avviso non si può parlare di una scelta migliore rispetto ad un'altra, ma di selezione della modalità più opportuna in base alle circostanze presenti nel fondo ed al contesto di riferimento. A parità di queste ultime condizioni ritengo che il calcolo realizzato, per la definizione della *management fee*, tramite l'utilizzo del capitale impegnato, da parte dei *Limited Partners*, come *calculation base* sia il preferibile; nonostante esista il rischio di una focalizzazione sulla fase di raccolta del denaro piuttosto che sui successivi momenti di valutazione, selezione e gestione dell'investimento. Ritengo che sia il più opportuno perché i *General Partners*, di fronte ad una concreta opportunità di reddito, conseguente ad una situazione favorevole o ad una opportunità di mercato, non esiteranno a compiere l'iniziativa, ma, allo stesso modo, in assenza di eventuali condizioni ottimali per compiere una determinata acquisizione, i membri della *management company* non saranno spinti a realizzare l'investimento prima del previsto per ottenere la commissione di gestione poiché la differenza di compenso che ne deriverebbe non equivale l'attesa di una vera e propria opportunità di mercato.

Se la *fee* viene calcolata sul totale del capitale investito è molto più probabile che i *General Partners*, per ottenere anticipatamente il compenso aggiuntivo, realizzino l'investimento alla prima situazione apparentemente utile, così da assicurarsi un importo di *management fee* più elevato, ma nel caso in cui si verifichi successivamente una nuova opportunità di investimento i gestori non avranno la disponibilità economica per coglierla.

2.2 Sistemi a remunerazione variabile

L'altra principale tipologia di retribuzione, presente all'interno di un fondo di *Private Equity*, per i membri della *management company* è rappresentata dal compenso variabile.

Il componente principale di questa categoria è rappresentato dal *Carried Interest*, che permette ai manager di ottenere una quota di retribuzione calcolata tramite una percentuale della performance conseguita dal fondo, che solitamente si attesta al 20% del *gain* realizzato oltre una determinata soglia di rendimento.

Inoltre all'interno degli strumenti di remunerazione variabile esistono altre tipologie di commissioni correlate a specifiche operazioni, che possono essere caricate sugli investitori durante il corso dell'attività e prendono il nome di *deal related fee*.

2.2.1 Performance fee

Il principale obiettivo perseguito dalla remunerazione legata al rendimento è quello di riuscire ad allineare gli interessi dei partecipanti al fondo. Si cerca infatti di stimolare il gestore a raggiungere un determinato livello di performance per ottenere il compenso aggiuntivo.

In questo modo anche gli investitori possono trarne beneficio poiché un miglior risultato conseguito dal fondo comporta un ritorno del proprio investimento più elevato.

La convergenza degli interessi si realizza perché tramite la condivisione con i membri della *management company* di una parte del rendimento generato, si verifica una sorta di investimento congiunto nel fondo, quindi entrambi i partecipanti cercheranno di far in modo che il rendimento conseguito dall'attività sia il più elevato possibile per realizzare un maggior guadagno complessivo.

L'importanza di questa classe di corrispettivo variabile nel settore è dimostrata anche da diversi studi che hanno confrontato la connessione tra il salario e la performance nel *Private Equity* rispetto alla relazione tra i due fattori presente nelle società quotate.

Inoltre il maggior legame con la performance è provato nello stipendio che i fondi pagano ai CEO che gestiscono l'azienda; questi manager nella maggior parte dei casi sono dei rappresentanti collocati appositamente dai membri della *management*

company, grazie alla maggioranza di quote della società detenute nel loro portafoglio³⁶.

Gli economisti hanno sviluppato due indicatori che riescono a stabilire un rapporto tra il salario dei CEO e la performance aziendale³⁷.

Il primo prende il nome di *Dollar on Dollar*, che indica quanto incide un cambiamento di \$1000 nel valore della società sul valore delle risorse e delle *stock options* detenute dal CEO.

Questo indicatore è particolarmente funzionale per valutare l'impatto sulla ricchezza detenuta dai manager sulla base di determinate decisioni di spese sui *perquisite*³⁸ prese a livello di vertice.

Il secondo ratio *Equity Returns*, invece, calcola l'alterazione di valore dei titoli e delle *stock options* possedute dal manager conseguente alla variazione di un punto percentuale del corrispettivo della società.

Tabella 2.2 - Indicatori degli incentivi al portafoglio dei CEO

	Società di proprietà di fondi di <i>Private Equity</i>	Società comparabili
<i>Dollar on Dollar</i>	\$ 25,67	\$ 10,40
<i>Equity Returns</i>	\$ 758.446	\$ 516.204

Fonte: Jackson R., *Private Equity and Executive Compensation*, 60 UCLA REV. 638, 2013, p. 654

Lo studio³⁹ dimostra che il collegamento tra il salario e la performance è molto più accentuato nelle società che sono gestite da fondi di *Private Equity*. Considerando i dati forniti dalla ricerca ed elencati nella tabella 2.2 possiamo osservare per quanto riguarda l'indicatore *Equity Returns*, che quando il valore della società subisce una diminuzione di un punto percentuale, la perdita sostenuta dai manager di un'impresa governata da un fondo, di media, è circa il 40% superiore rispetto alla diminuzione di valore dei CEO in un'impresa quotata.

³⁶ Masulius R., Thomas R., *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 U. CHI. L. REV., 2009

³⁷ Jackson R., *Private Equity and Executive Compensation*, 60 UCLA L. REV. 638, 2013, p. 653

³⁸ Si riferiscono a particolari benefit di cui si dispone grazie alla posizione ricoperta in società. Ad esempio un CEO con un valore di 1\$ nell'indicatore *Dollar on Dollar* può effettuare spese di \$1000 in *perquisites* al costo privato di 1\$.

³⁹ Lo studio è stato realizzato da Jackson Robert J. Jr. utilizzando come database un campione di 108 imprese che sono state gestite da un fondo di Private Equity ed hanno completato una IPO tra il 2000 e il 2004.

Le possibili spiegazioni di questa differenza possono essere ricondotte al fatto che gli amministratori nominati dai fondi di *Private Equity* spingono per una maggiore correlazione tra performance e compenso o anche al fatto che i membri della *management company* decidono di investire principalmente in società che sono già caratterizzate da una forte preponderanza all'incentivazione nel portafoglio dei propri CEO. Quest'ultima possibilità è stata però esclusa dopo aver preso visione di una ricerca che prendeva in considerazione 53 società oggetto di possibile buyout da parte dei fondi tra il 2003 e il 2005 ed aver visto che i risultati degli indicatori *Dollar on Dollar* e *Equity Returns* erano pressoché gli stessi⁴⁰.

Invece ciò che risulta confermato da questo studio sulla remunerazione basata sulla performance può essere confermato dal fatto che gli investitori, proprio per la particolare struttura organizzativa dei fondi di *Private Equity* cercano di utilizzare la retribuzione variabile per realizzare l'allineamento degli interessi, inoltre il risultato conseguito da parte del fondo è rilevante per i *General Partners* non solo per la remunerazione che ne deriva, ma anche per la possibilità in seguito di poter ricevere nuovamente capitali dagli investitori per costituire nuovi fondi; infatti il risultato ottenuto dal fondo condiziona positivamente la raccolta successiva⁴¹.

⁴⁰ Per quanto riguarda l'indicatore *Dollar on Dollar* il risultato è stato \$14,20 per le imprese target e \$14,40 per le società utilizzate come confronto, mentre l'*Equity Returns* è stato rispettivamente di \$145.236 e \$120.081. I dati sono stati elaborati da Jonathan Olsen e resi disponibili grazie all'utilizzo di due portali: Dealogic Equity Capital Market Analytics (www.dealogic.com/en/ecm) e Standard&Poor's, Capital IQ (www.capitaliq.com/CIQDotNet/Mobile/login)

⁴¹ Per maggiori informazioni approfondire il lavoro di Chung J.W., Sensoy B., Stem L., Weisbach M., *Pay for Performance from Future Fund Flows: The Case of Private Equity*, The Review of Financial Studies, v 25 n 11, 2012

2.2.1.1 Carried Interest

La forma più comune di incentivazione associata alla performance è il *Carried Interest*. Questo strumento concede la possibilità ai gestori di partecipare ai profitti conseguiti dal fondo e solitamente si applica una volta che i ritorni ottenuti dal fondo hanno superato un certo livello minimo di rendimento.

Gli esperti lo ritengono uno dei principali mezzi a disposizione per gli investitori in grado di superare il conflitto d'agenzia tra i partecipanti all'operazione, tramite un allineamento degli interessi reciproci.

Il *General Partner* cercherà in questo caso di incrementare la performance del fondo per poter guadagnare maggiori commissioni e allo stesso tempo l'investitore riceverà un *gain* più alto sul proprio investimento.

Andando ad analizzare nel dettaglio le caratteristiche dello strumento osserviamo che nei regolamenti dei fondi il livello del *Carried Interest*, di norma, si attesta a circa il 20%⁴² del totale sul guadagno realizzato una volta raggiunto l'*hurdle rate*.

Questo significa, ad esempio, che se un investimento di €100MLN ha ottenuto un ritorno di €250MLN, il 20% del suo *gain* (€150MLN) è assegnato ai gestori del fondo di *Private Equity*: nel nostro caso l'importo assegnato è di €30MLN.

Prendendo in considerazione tutti i vari aspetti del sistema di remunerazione con a capo il *Carried Interest* ci accorgiamo che questo strumento è molto più articolato e che ci sono diversi fattori da tenere in considerazione:

- *hurdle rate*;
- *catch-up*;
- *clawback*;
- ripartizione del *Carried Interest* tra i membri che compongono la *management company*;

L'*hurdle rate* rappresenta il livello minimo di rendimento che deve essere superato affinché sia possibile distribuire ai manager la remunerazione basata sulla performance.

Alcuni regolamenti prevedono che il compenso venga calcolato solo sulla parte eccedente l'*hurdle rate* mentre altri lo prevedono sul totale del *gain* conseguito.

⁴² Negli ultimi anni alcuni fondi, anche tra i fondi più importanti, hanno negoziato livelli di *Carried Interest* fino al 30%.

Nel settore oggetto di analisi esistono due diverse tipologie di indicatori che vengono utilizzati per determinare la soglia di rendimento minimo da conseguire; in alcuni casi si utilizza il MOIC (*Multiple of Invested Capital*) e in altri l'IRR (*Internal Rate of Return*) e la scelta di uno dei due ratio comporta una serie di considerazioni da dover compiere sulla valutazione dell'investimento. Questa analisi sarà approfondita nel dettaglio nel paragrafo 2.2.2 dell'elaborato.

La definizione del *catch-up* assume importanza per quanto riguarda le modalità con cui i gestori del fondo ottengono la quota di *Carried Interest* ad essi spettante a seguito del raggiungimento del livello minimo di rendimento previsto dalle condizioni contrattuali.

Esistono vari meccanismi di *catch-up*, ovvero diverse modalità di ottenimento del compenso variabile: la parte di remunerazione spettante ai gestori può essere raggiunta tramite un *catch-up* che varia dal 100% al 60% della somma eccedente l'*hurdle rate*⁴³.

La clausola di *clawback*, invece, rappresenta un componente accessorio degli incentivi nella retribuzione dei manager, anche se è presente nella maggioranza dei casi ed opera per cercare di riallineare gli interessi dei *General e Limited Partners*⁴⁴.

In alcuni casi, infatti, esiste la possibilità che gli amministratori ricevano delle incentivazioni a seguito del buon esito di investimenti liquidati in un periodo anticipato rispetto il momento conclusivo di vita del fondo, per poi conseguire, in seguito, delle perdite sulle restanti attività detenute nel portafoglio. Grazie alla clausola di *clawback*, in queste particolari situazioni, gli investitori hanno il diritto di ottenere la restituzione dei proventi ottenuti da parte dei gestori nel periodo antecedente.

Un altro aspetto importante, inoltre, è la modalità con la quale si ripartisce il *Carried Interest* tra i membri della *management company*.

Questa particolare condizione è richiesta principalmente dagli investitori per assicurarsi che il compenso sia effettivamente attribuito a chi ha partecipato in modo attivo alla realizzazione del risultato del fondo⁴⁵.

⁴³Con il termine *catch up* si indica un lasso di tempo in cui i General Partners ricevono la maggior parte dei profitti conseguiti (quota che varia dal 60% al 100% in base alle specifiche condizioni contrattuali) fino a quando viene raggiunto il livello di compenso concordato come era stato determinato nelle condizioni di *Carried Interest*.

⁴⁴Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010, p. 286

⁴⁵AIFI report di Campanella G., Ricciotti W., *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012

L'ottenimento di questa retribuzione variabile, da parte dei manager, può essere postergata ad un periodo di mantenimento della posizione di gestione delle attività sufficientemente adeguato. Infatti se il conseguimento del *Carried Interest* è assegnato dopo un periodo di permanenza troppo breve o inadeguato nel fondo, c'è il rischio che alcuni membri della *management company* ritengano più conveniente lasciare il team una volta raggiunto il livello minimo e conseguire la remunerazione. Inoltre alcuni fondi, al loro interno, effettuano un'ulteriore suddivisione della propria struttura organizzativa tra senior e junior partners con correlata attribuzione del compenso proporzionato sia alla performance sia alla seniority. Gli investitori, solitamente, vogliono riconoscere la suddivisione tra i componenti che hanno una determinata conoscenza ed esperienza nel settore e partecipano all'attività da un periodo più lungo rispetto ai gestori che sono *up and coming*⁴⁶.

2.2.1.2 La Tassazione del Carried Interest

Quando si parla di *Carried Interest* un aspetto molto importante dell'analisi riguarda la discussione relativa alla tassazione in vigore sullo strumento, poiché va ad interessare il flusso dei ricavi ottenuto dai *General Partners* come compenso risultante da una determinata percentuale sul guadagno.

Soprattutto negli Stati Uniti d'America è un tema che continua a far discutere i legislatori ed i maggiori esponenti del settore. Al giorno d'oggi la retribuzione ricevuta dai manager, sotto forma di incentivo, sulla performance realizzata dal fondo, è tassata con lo stesso regime fiscale con cui vengono tassati i *capital gain*, cioè ad un livello inferiore rispetto all'imposizione che è applicata sulle retribuzioni.

La differenza è notevole, infatti, la tassa sul *capital gain* si attesta a circa il 20% dell'importo lordo, mentre la stessa sulla retribuzione tocca il 39,60% dello stesso. Diversi giornalisti, inoltre, ritengono che i ricavi, potenzialmente generabili dalla diversa percentuale di contribuzione applicata, siano di un importo rilevante per il governo americano⁴⁷. Gli esperti hanno stimato, nel settembre 2014, la presenza di circa 3.300 tra fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* con sede negli Stati Uniti ed

⁴⁶ Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007

⁴⁷ Aron-Dine A., *An Analysis of the Carried Interest Controversy*, Center on Budget and Policy Priorities, disponibili sul sito www.cbpp.org/research/an-analysis-of-the-carried-interest-controversy, 2007

un capitale investito negli stessi pari a \$123 miliardi⁴⁸. Sulla base di queste considerazioni la differenza per le casse statali in termini di ritorni dalla tassazione è di circa \$11 miliardi annui⁴⁹, soldi che, di conseguenza, sarebbero sottratti alla parte di retribuzione variabile che i membri delle *management company* nei fondi di *Private Equity* ricevono sotto forma di *Carried Interest*.

Il dibattito è sempre più attuale ed ha come base un ragionamento che mette in risalto come principale argomento probatorio la supposizione che il ricavo derivante dalla *fee* costruita sulla performance, ottenuto dai manager e dai gestori del fondo sotto forma di *Carried Interest*, corrisponda ad una remunerazione spettante ai *General Partners* per la loro attività prestata a favore dell'impresa e proprio per questo motivo deve essere assoggettata alla stessa tassazione calcolata sul personale dipendente nel momento in cui sono remunerati.

Classificare, dal punto di vista fiscale, il *Carried Interest* come una plusvalenza piuttosto che valutarlo come una forma di remunerazione può portare a distorsioni dal punto di vista economico. I principali problemi che ne derivano sono:

- mancanza di equità: nell'attuale sistema si verificano casi in cui individui con ricavi minori rispetto ai *General Partners* sono sottoposti ad un livello di imposizione maggiore, causando disuguaglianza e imparzialità;
- inefficienza economica: questa strutturazione, che non prevede lo stesso trattamento per attività simili può creare distorsioni che implicano diverse decisioni in materia di occupazione, struttura organizzativa e remunerazione. Ad esempio le *stock options*, che possono essere considerate uno strumento molto simile come caratteristiche al *Carried Interest*, sono tassate come una componente di reddito da lavoro dipendente⁵⁰ se il manager decide di esercitare l'opzione.

Allo stesso modo un cambiamento delle condizioni fiscali per lo strumento in questione può provocare delle conseguenze soprattutto per quanto riguarda le scelte operative dei *General Partners*, essendo loro i soggetti maggiormente danneggiati da una politica tributaria più svantaggiosa; questo cambiamento, inevitabilmente, si

⁴⁸ Private Equity Growth Capital Council (PEGCC), *PEGCC Q3 Private Equity Trends Report*, www.pegcc.org, 2014

⁴⁹ De Rothschild L. F., *A costly and unjust perk for financiers*, New York Times, 2013

⁵⁰ Bickley J., *Employee Stock Options: Tax Treatment and Tax Issues*, Congressional Research Service, 2012

ripercuoterebbe su tutti i partecipanti nel settore, con conseguenze difficili da prevedere e stimare.

Il pretesto su cui si fondano le polemiche, che coinvolgono l'attuale struttura fiscale del *Carried Interest*, risiede nel fatto che il potenziale destinatario dell'incentivo non contribuisce tramite apporto di capitale proprio all'investimento e, se, contribuisce, il suo capitale sul totale riguarda una cifra che solitamente si attesta in un valore compreso tra l'1 e il 3% del totale dell'investimento realizzato nell'operazione⁵¹.

Per questo motivo si sono accentuate le critiche sull'idea che il compenso derivante dalla performance sia tassato con lo stesso criterio utilizzato per i *capital gain*, essendo il *Carried Interest*, come la *management fee*, una remunerazione collegata soprattutto alla prestazione di servizi fornita alla compagnia.

Lo stesso Presidente Obama si è impegnato in prima persona per cercare di cambiare il trattamento fiscale riservato al *Carried Interest* e dal 2007 sono state discusse diverse proposte sul tema. Il filo conduttore di ogni disegno di legge è l'idea di tassare il compenso addizionale ricevuto in base alla performance come un reddito ordinario derivante da una prestazione di servizi, ad eccezione della parte corrispondente alla cifra investita come capitale nell'impresa.

Ci sono anche diversi motivi che supportano l'idea attuale di tassare il *Carried Interest* come un *capital gain*, ma nessuno di questi può essere considerato valido a tal punto da giustificare la vantaggiosa imposizione fiscale attuale⁵².

Il dibattito continua da diversi anni, ma non si è ancora riusciti a trovare un punto di incontro considerato giusto da tutte le parti in gioco.

Analizzando la retribuzione corrisposta in base alla performance, si può scomporre il pagamento del compenso in due parti: una parte proporzionale al capitale investito dal gestore all'interno della partnership se il *General Partner* ha co-investito nell'operazione, e una seconda parte relativa al pagamento sostenuto dalla società per remunerare il servizio corrisposto.

Questa suddivisione permette di ottenere una situazione in cui è ben visibile la quota di compenso che deve essere assoggettata ad una imposta come *capital gain* e la porzione che, invece, deve essere sottoposta ad una tassazione che viene ad essere

⁵¹ Negli ultimi anni è sempre più frequente il ricorso a questa tipologia di investimento congiunto con l'investitore da parte dei General Partners per suddividersi il rischio.

⁵² Una ragione a supporto dell'uguale tassazione da applicare tra *Carried Interest* e i *capital gain* è data dal fatto che l'investimento sottostante alla performance di riferimento è nella maggior parte dei casi molto rischioso; inoltre altri sostengono che il cambiamento dell'attuale regime fiscale può portare potenziali danni ai player operanti nel mercato a causa di questa trasformazione.

calcolata come le altre forme di retribuzione, quindi con una imposizione fiscale maggiore.

E' molto semplice dal punto di vista teorico effettuare questo ragionamento e dire che il compenso derivante dalla performance conseguita dal fondo deve essere suddivisa in due parti, è molto più complesso invece realizzare la scelta del metodo per riuscire a compire questa divisione.

Una delle migliori proposte a tal proposito è stata quella di Dave Camp nel 2014⁵³ che propone di effettuare una divisione 70/30 tra la tipologia di tassazione che deve essere applicata.

Quindi, nel nostro caso, la quota maggiore del compenso, ovvero il 70%, sarà sottoposto alla normale tassazione che assoggetta gli stipendi, mentre la seconda parte, il restante 30% sarà tassata secondo la più favorevole percentuale relativa alle plusvalenze.

Questa proposta è molto semplicistica, ma sicuramente ci fa percepire la direzione in cui si sta muovendo la questione sulla tassazione del *Carried Interest*, cioè verso la ricerca di un punto di equilibrio che bilanci le diverse utilità di Stato e *General Partners*.

Una trasformazione che si muove in questa direzione colpisce direttamente i ricavi dei gestori e può portare a delle conseguenze sulla remunerazione, infatti il compenso derivante dalla commissione basata sulla performance potrebbe subire un'ulteriore riduzione e quindi pesare sempre meno sul totale della retribuzione ottenuta dai manager del fondo.

Questa situazione deve essere percepita come un campanello d'allarme non solo dai *General Partners*, che vedono colpiti i loro ricavi, ma anche dagli investitori che finanziano i fondi con l'apporto di ingenti quantità di capitale, perché, in questo modo, viene colpito direttamente il *Carried Interest*, che al giorno d'oggi rappresenta uno dei principali mezzi utilizzati per cercare di allineare gli interessi dei partecipanti in un fondo di *Private Equity*. L'evoluzione che seguirà lo strumento avrà un impatto anche sul conflitto d'interesse, che è già presente al giorno d'oggi e può continuare ad ingrandirsi rimanendo un problema molto importante da affrontare.

⁵³ Ways and Means Committee Majority Tax Staff, *Tax Reform Act of 2014 - Section 1501*, disponibile sul sito: http://waysandmeans.house.gov/UploadedFiles/Ways_and_Means_Section_by_Section_Summary_FI_NAL_022614.pdf

2.2.2 Calcolo della performance: IRR o MOIC

Per valutare l'investimento che un fondo di *Private Equity* realizza in una società vengono utilizzati diversi indicatori. Nel settore in questione i maggiori sono rispettivamente l'*Internal Rate of Return* e il *Multiple of Invested Capital*.

Entrambi cercano di dare all'investitore una misura più accurata possibile riguardante il ritorno dall'investimento, infatti si tratta degli indicatori utilizzati per stabilire il livello minimo di rendimento che deve essere raggiunto affinché ci sia la possibilità per i membri della management company di ottenere il ricavo aggiuntivo sotto forma di *Carried Interest*.

La performance della maggior parte dei fondi segue una *J-curve*⁵⁴. Questa particolare tipologia di rendimento riprende la tendenza seguita dalla curva dell'investimento, infatti il ritorno segue un andamento negativo per i primi anni di vita del fondo per poi, negli anni successivi, iniziare un percorso di crescita costante sotto il punto di vista dei guadagni da parte del fondo⁵⁵.

Le principali motivazioni possono ricondurre a:

- “*the lemons ripen early*”: gli investimenti non positivi tendono a rendere visibili i loro risultati in modo anticipato nel corso della loro vita, mentre gli investimenti che realizzano una buona performance, solitamente impiegano diversi anni per mostrare il loro valore effettivo;
- la valutazione solitamente è conservativa: gli investimenti caratterizzati da ottimi risultati sono iscritti e resi noti al mercato solamente nel caso di un evento esterno positivo⁵⁶ e di conseguenza mantenuti alla stessa quotazione iniziale nel fondo per un periodo maggiore di tempo senza registrare il cambiamento di valore; mentre per quanto riguarda i rendimenti con scarsi risultati ed insufficienti, essi sono iscritti nel momento in cui avviene una riduzione reale di valore (c.d. *impairment*), quindi non è necessario il verificarsi di un evento esterno;
- spese iniziali del fondo: probabilmente la ragione principale alla base dell'andamento *J-curve* sono i costi che devono essere sostenuti nei primi

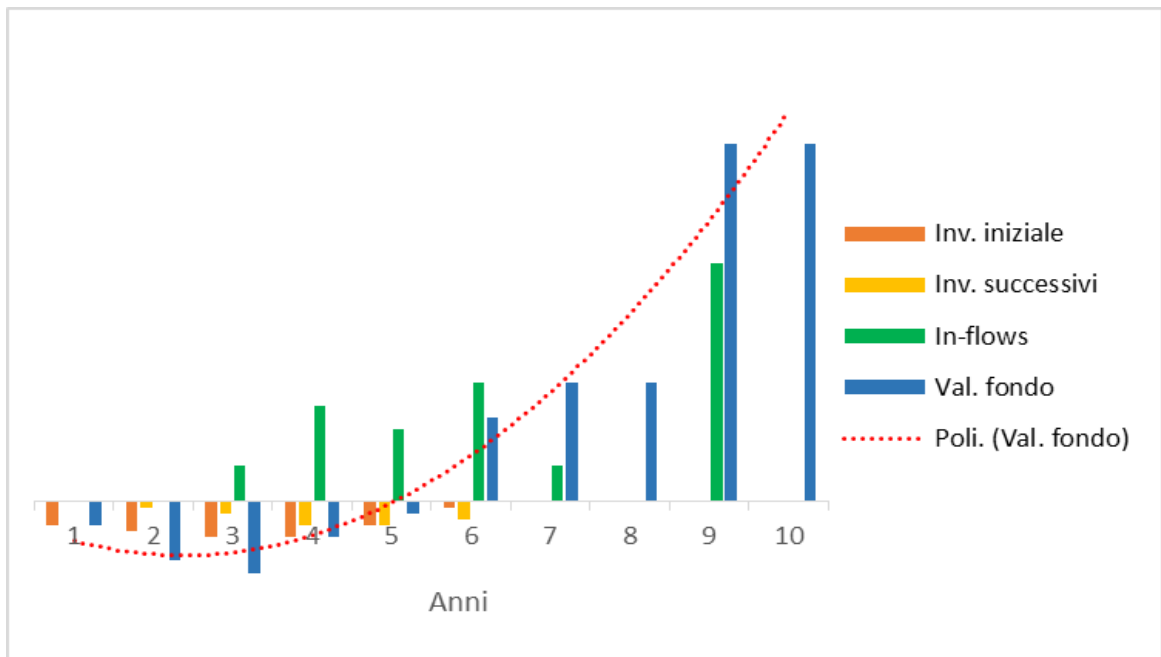
⁵⁴ La performance e, di conseguenza, i ricavi derivanti dall'investimento seguono un andamento che riprende la forma di una J.

⁵⁵ Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007

⁵⁶ Ad esempio nel caso di un nuovo round di finanziamento realizzato da parte dei General Partners per un fondo che viene ad essere istituito, quindi si cerca di rendere note le due notizie contemporaneamente così da realizzare una raccolta più consistente a seguito dalla notizia positiva.

anni di vita del fondo, infatti gli oneri maggiori a cui si deve far fronte sono le spese per la costituzione del fondo, la raccolta di capitali, la ricerca di nuovi investimenti, costi per *management fee* e altri che sono caratteristici della fase iniziale di vita dell'attività.

Figura 2.2 - Schema tipico di un investimento di un Private Equity nel corso di tutta la durata di vita del fondo



Fonte: Elaborazione personale di dati presi dal testo di Berkery

2.2.2.1 Il tasso interno di rendimento

Il tasso interno di rendimento (TIR), *Internal Rate of Return* nella terminologia anglosassone, è il tasso di attualizzazione che rende uguali le fuoriuscite iniziali di cassa, relative ad un investimento, con i successivi introiti⁵⁷.

In senso pratico il tasso interno di rendimento permette di valutare un investimento come se fosse un titolo: il risultato derivante dall'uguaglianza tra *cash outflow* e ricavi rappresenta il tasso che viene restituito all'investitore.

Il calcolo del TIR viene effettuato partendo dalla formula del valore attuale netto (VAN), che deve essere risolta rispetto al tasso d'interesse (i).

⁵⁷Monti E., *Manuale di Finanza per l'impresa*, Isedi, 2009 p. 86

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{C_f}{(1+i)^t} = 0$$

Nella formula del valore attuale netto troviamo al numeratore i flussi di cassa (C_f), incassati nel periodo di riferimento (t) e al denominatore il fattore di attualizzazione, comprensivo del tasso interno di rendimento (i), rappresentante il valore che dobbiamo calcolare.

Dall'equazione deriva che quando il tasso interno di rendimento è uguale al costo medio ponderato del capitale, il valore attuale netto dell'investimento è pari a zero. Quindi, utilizzando come base l'*Internal Rate of Return*, il criterio per accettare un qualsiasi investimento è che il TIR sia maggiore o almeno uguale al costo medio ponderato del capitale. In sintesi possiamo dire che questo indicatore fornisce una stima della redditività relativa al progetto.

Utilizzare questa tipologia di strumento come mezzo di confronto per valutare a consuntivo la performance del fondo e la relativa remunerazione spettante ai gestori può portare a delle considerazioni sbagliate; infatti sono diverse le criticità che si riscontrano nell'utilizzo dell'indicatore per la valutazione di un investimento di un fondo di *Private Equity*. Tra queste:

- i *cash flow* calcolati su diversi anni di attività del fondo possono portare al conteggio di più tassi interni di rendimento perché nel momento in cui ci sono dei cambiamenti nella direzione dei flussi di cassa, come accade frequentemente nell'attività di *Private Equity*, con iniziale *cash out flow* conseguente ad una acquisizione compiuta dal fondo, seguito poi da delle entrate e uscite finanziarie alternate; alla stessa maniera ci possono essere diversi tassi interni di rendimento;
- il tasso interno di rendimento, inoltre, non tiene in considerazione il livello di rischio specifico dell'investimento, essendo esso un valore assoluto. Di conseguenza, l'attività di benchmark tra diversi fondi non può essere effettuata poiché la natura di ogni fondo di investimento è diversa e influenzata da diversi fattori di rischio;
- il tasso interno di rendimento può classificare due investimenti in modo sbagliato: può capitare che il risultato dell'indicatore sia lo stesso per due

operazioni, quando in realtà un investimento può avere un *net present value* maggiore⁵⁸.

Per tali ragioni possiamo dire che l'indicatore da solo non può fornirci un'indicazione attendibile, infatti in alcuni casi realizzare un progetto con un TIR più elevato non sempre indica l'investimento migliore da compiere: conseguire un disinvestimento anticipato può farci realizzare un *Internal Rate of Return* più elevato, rispetto ad un mantenimento della posizione per un periodo maggiore di tempo, che invece avrebbe portato maggiori guadagni anche ai *Limited Partners*⁵⁹.

In linea di principio, esistono situazioni in cui un *Internal Rate of Return* più elevato può tradursi nella stessa quantità di denaro ricevuta, ma in un periodo di raccolta anticipato, al contrario un minore tasso interno di rendimento potrebbe effettivamente restituire più denaro in un lasso di tempo superiore.

In alcuni casi, comunque, l'irregolarità nelle tempistiche dei *cash flows* permette ai manager di manipolare in modo strategico l'andamento del tasso interno di rendimento.

Sulla base di queste considerazioni è importante comprendere che un segno dei flussi di cassa che cambia frequentemente deve essere considerato dall'investitore come un segnale di pericolo e che non si deve considerare il tasso interno di rendimento come unico indicatore di riferimento per valutare la performance dell'investimento.

⁵⁸Patrick M., French N., *The Internal Rate of Return (IRR): projections, benchmarks and pitfalls*, Journal of Property Investment & Finance, 2016

⁵⁹ Ad esempio se consideriamo due diverse opportunità di investimento che comportano una spesa iniziale di 100 dove, nel primo caso, dopo un anno abbiamo un ritorno complessivo di 140, il TIR, in questo caso, è del 40%; mentre invece se l'attesa è di tre anni ed a fine periodo il ritorno è di 300 il tasso interno di rendimento è del 32%, quindi un valore più basso ma con un risultato nel complesso più positivo rispetto al primo investimento, a meno che non si ritenga possibile realizzare investimenti con un tasso di ritorno annuo pari a circa il 40%.

2.2.2.2 Multiple of Invested Capital (MOIC)

L'altro indicatore di performance che viene utilizzato per realizzare una valutazione dell'investimento e dell'operato dei General Partners è il MOIC, che rappresenta il multiplo del capitale investito e in lingua anglosassone è l'acronimo di *Multiple of Invested Capital*.

Anch'esso è uno strumento di facile utilizzo ed è calcolato come una proporzione applicata tra capitale complessivo posseduto in seguito ad una operazione e capitale investito in essa. Tale calcolo si basa sulla seguente formula:

$$\text{MOIC} = \frac{\text{Ri} + \text{Ci}}{\text{Ci}}$$

Al numeratore troviamo il valore complessivo della partecipazione dopo un determinato periodo di tempo, che è il risultato della somma tra il profitto derivante dal maggior valore della partecipazione in seguito all'investimento (Ri) compiuto dai *General Partners* e il capitale investito (Ci) inizialmente nell'attività; mentre al denominatore troviamo il capitale investito (Ci) nell'operazione⁶⁰.

Anche in questo caso ci sono varie considerazioni da fare. Il multiplo viene rappresentato, così come per il tasso interno di rendimento, da un valore assoluto, quindi non tiene in considerazione di quando il disinvestimento e il relativo ritorno vengono realizzati dai promotori e gestori dell'iniziativa.

Inoltre l'indicatore traslascia il profilo di rischio dell'offerta proposta ed altre variabili che possono potenzialmente influenzare il ritorno del progetto.

Inoltre quando si parla di *exit* dall'investimento e della relativa misurazione della performance bisogna sempre tenere presente il fattore tempo; nel caso dei *Private Equity* questo assume un'importanza ancora più rilevante perché, trattandosi di fondi chiusi, hanno un limite temporale di medio termine da rispettare che solo a seguito di particolari circostanze può essere oltrepassato.

Il tempo assume inoltre un grande rilievo per il concetto di rischio poiché maggiore è la durata temporale e maggiore è, di conseguenza, il MOIC richiesto come soglia

⁶⁰ Quindi il calcolo relativo alla determinazione del multiplo sul capitale investito è di facile realizzazione, se vengono investiti 100€ in un determinato progetto e la soglia per far scattare il pagamento delle commissioni sulla performance è uguale ad un MOIC di 2.5, questo significa che per poter ottenere il compenso aggiuntivo, al termine del periodo di investimento, la partecipazione deve aver raggiunto un valore di almeno 250€.

minima per definire l'*hurdle rate*, che deve adeguarsi al più alto costo del capitale richiesto per questo orizzonte temporale di medio termine.

Il principale vantaggio dell'utilizzo del multiplo del capitale investito come termine di paragone per la valutazione della performance è la sua caratteristica di comprendere nel calcolo del risultato l'importo di denaro previsto che sarà restituito all'investitore dopo un determinato lasso temporale⁶¹.

Mentre si cercano di valutare e analizzare gli aspetti positivi e negativi degli indicatori visti precedentemente è importante tenere in considerazione che nessuno dei due garantisce l'effettiva realizzazione della performance.

Per quanto riguarda il caso del *Private Equity* ed il tentativo di stabilire una soglia minima di rendimento oltre la quale far scattare il pagamento della remunerazione variabile, con il *Carried Interest* è preferibile utilizzare come parametro di riferimento il *Multiple of Invested Capital*. Infatti quest'ultimo è consigliabile sia perché si tratta di un investimento di medio periodo, sia per il rischio che si corre utilizzando il tasso interno di rendimento quando possono svilupparsi molteplici flussi di cassa durante l'intero periodo dell'investimento.

Tali flussi, in alcuni casi, portano a delle distorsioni dei risultati e danno opportunità ai *General Partners* di manipolare questi ultimi nel tentativo di raggiungere i livelli di ritorno previsti dal contratto ottenendo la performance ed il successivo pagamento della commissione aggiuntiva.

I due indicatori inoltre sono legati da una relazione direttamente proporzionale, cioè all'aumentare del valore del MOIC richiesto, considerando la stessa durata temporale dell'investimento, il valore del tasso interno di rendimento, da dover conseguire per raggiungere il livello di multiplo sufficiente per ottenere il pagamento del compenso sulla performance, è maggiore. Il livello di *Internal Rate of Return* necessario per realizzare il MOIC di riferimento, invece, varia in modo inversamente proporzionale alla durata dell'investimento.

⁶¹Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007

Queste considerazioni possono essere riassunte nella seguente tabella:

Tabella 2.3 - Relazione tra MOIC, durata dell'investimento e IRR

MOIC	Durata dell'investimento (anni)			
	5	6	7	8
1.5	8%	7%	6%	5%
2.0	15%	12%	10%	9%
2.5	20%	16%	14%	12%
3.0	25%	20%	17%	15%
3.5	28%	23%	20%	17%
4.0	36%	26%	22%	19%

Fonte: Comana M., Corporate Investment Banking, Create McGraw Hill Education, 2015.

La tabella 2.3 mette in evidenza il TIR necessario per conseguire un certo multiplo del capitale investito in un periodo di tempo determinato.

Tenendo presente l'orizzonte temporale ed il maggiore livello di rischio, dettato da illiquidità e natura dell'investimento caratterizzanti il settore del *Private Equity*, sono considerati buoni risultati i ritorni che conseguono un multiplo sul capitale investito complessivo superiori a 3, se prendiamo in esame investimenti con durata complessiva dell'operazione superiore ai cinque anni.

Nel settore, comunque, sono utilizzati entrambi gli strumenti per valutare la performance conseguita dal fondo nonostante sia gli investitori che i manager preferiscano riferirsi al multiplo del capitale investito piuttosto che all'IRR perché, nonostante il tasso interno di rendimento sia una misura teoricamente corretta, il multiplo è una via di comunicazione più chiara e semplice per valutare il reale andamento del fondo. Ovviamente devono essere sempre portate a compimento tutte le analisi relative alla tempistica necessaria per raggiungere questo determinato livello di rendimento ed effettuare periodicamente il confronto con altri fondi del settore assunti come benchmark.

Gli altri fondi presi come punto di riferimento vengono selezionati tenendo in considerazione quelli che investono nella medesima annata perché sono molto importanti, per effettuare un adeguato confronto, le condizioni del contesto di riferimento nel momento in cui viene realizzato l'investimento⁶².

⁶² Ad esempio, un fondo costituito nel 2012, in un periodo successivo alla grande crisi finanziaria, deve essere confrontato con altri analoghi creati nello stesso ciclo economico; questo perché i fondi

2.3 Deal-Related fee

La terza tipologia di sistemi di remunerazione presenti all'interno delle condizioni contrattuali è rappresentata dalle *Deal-Related fee*: esse delineano costi che possono gravare durante l'investimento sugli investitori o sulle imprese oggetto di acquisizione.

Comprendono varie *fee* che vengono caricate da parte dei membri della *management company* per remunerare diverse attività da essi svolte durante la vita del fondo.

Nel corso degli ultimi anni, c'è stato un lieve abbassamento per quanto riguarda le *fee* più tradizionali⁶³, come ad esempio le commissioni pagate a seguito del raggiungimento di un determinato livello di performance, che venivano caricate indirettamente sugli investitori.

Questo trend non è stato, invece, seguito dalle commissioni che si riferiscono alle spese correlate ad operazioni compiute durante tutto il ciclo di vita di un fondo di *Private Equity*.

Esistono molte categorie di *fee* che rappresentano una quota della retribuzione realizzata dai manager e, allo stesso tempo, un costo notevole per gli investitori.

Al giorno d'oggi questa tipologia di costi, correlata a specifiche operazioni aziendali, sono criticate soprattutto per la loro ambiguità, riservatezza e mancanza di trasparenza.

Infatti alcuni dirigenti del CalPERS⁶⁴ ammettono di non conoscere in modo esaustivo quanto pagano in totale ai gestori dei fondi di *Private Equity* e in quale misura questi costi siano ripartiti tra le diverse *fee* che vengono applicate al fondo pensione.⁶⁵

Questo particolare status viene condiviso anche da altri soggetti che investono nel settore.

Tale situazione deve assolutamente cambiare poiché i gestori dei fondi sono obbligati a sottostare ai loro doveri informativi e fiduciari e, a tale scopo, sono nate varie associazioni di *Limited Partners* che riunite cercano di fare pressione sui manager

della stessa età hanno sia il medesimo mercato nel momento in cui effettuano la fase di analisi e selezione degli investimenti decidendo di effettuare il buy-out e sia la stessa situazione nel periodo in cui realizzano l'exit tramite la vendita della partecipazione o una quotazione in borsa.

⁶³The Economist, Fee high so dumb, <http://www.economist.com/node/21538098>, 12 Nov. 2011

⁶⁴ CalPERS è l'acronimo di California Public Employees Retirement System con sede a Sacramento, ed è uno dei maggiori fondi pensione pubblici dello Stato.

⁶⁵Schillerstrom R., *Opening up Private Equity Fees*, Pensions & Investments, disponibile sul sito: <http://www.pionline.com/article/20150727/PRINT/307279998/opening-up-private-equity-fees>, 27 Lug. 2015

per cercare di rendere più comprensibili le *fee* che regolarmente sono chiamati a pagare.

Queste commissioni possono essere classificate in⁶⁶:

- *set up fee*;
- costi legati alla fase di investimento;
- *abort fee*;
- *transaction fee*;
- *monitoring fee*.

Le *set up fee* o *formation fee* sono richieste da parte dei membri della *management company* una tantum e vengono chieste come indennizzo per i costi sostenuti durante la fase di promozione, costituzione del fondo, per far fronte alle spese legali e fiscali necessarie per sostenere la preparazione dei documenti per l'istituzione del fondo secondo le procedure normative richieste.

In alcuni casi è previsto che queste commissioni siano negoziate in base all'importo sottoscritto da parte dell'investitore oppure possono essere definite in un modo totalmente discrezionale.

Un aspetto molto importante da tenere in considerazione è la dimensione del fondo, poiché una determinata percentuale può risultare eccessiva se si prende in considerazione un dimensionamento di un miliardo di euro, mentre la stessa può essere inadeguata per i fondi di piccole dimensioni che non raggiungono i 100 milioni di euro.

La soluzione ideale è difficile da trovare e deve rispettare la funzione di questa componente di costo.

Per quanto riguarda i costi legati alla fase di investimento, che comprendono ad esempio i costi legali, di *investment banking* e di *due diligence* imputabili ad adempimenti obbligatori per realizzare l'operazione, solitamente queste gravano sul fondo poiché sono legate direttamente all'attività di investimento.

Invece per quanto riguarda le spese non riconducibili ad uno specifico investimento come quelle di consulenza in ambito legale e fiscale rimane aperto il dibattito se attribuire questi costi all'attività caratteristica di gestione e quindi inserirle all'interno della *management fee*.

⁶⁶AIFI report di Campanella G., Ricciotti W., *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012

Le *abort fee* servono per coprire i costi sostenuti per le attività di investimento, correlate a operazioni che in seguito non vengono perfezionate per qualunque motivo. Nel caso in cui si decida di far gravare questi costi sul fondo, quindi comportando delle spese che andrebbero sostenute indirettamente da tutti gli investitori che sottoscrivono delle quote, c'è il rischio che i *General Partners* siano implicati in minor misura riguardo la motivazione e il grado di dettaglio nel cercare e strutturare l'investimento. Nel caso contrario esiste la possibilità che i manager riducano la qualità ed il livello di approfondimento della valutazione per ridurre al minimo l'esposizione a costi che, a seguito di uno sfavorevole andamento dell'operazione, ricadono totalmente a carico dei gestori.

Anche in questo caso il trattamento di questa tipologia di costi deve essere stabilito in modo autonomo nella fase iniziale di negoziazione, tenendo in considerazione le varie caratteristiche del fondo. Le soluzioni, per quanto riguarda la decisione relativa a chi imputare questa tipologia di costo, che possono scaturire dalla contrattazione, possono essere sintetizzate in base alla caratteristica ed al dimensionamento del fondo⁶⁷:

- spese a carico del fondo (forma utilizzata soprattutto dai *Venture Capital fund* e dai fondi di minori dimensioni);
- spese totalmente a carico della *management company* (per i fondi di dimensioni maggiori);
- suddivisione dei costi tra il fondo e la *management company*, sulla base di un rapporto realizzato con percentuali definite nella fase di contrattazione;
- a carico della società di gestione, ma che possono essere compensate da un'altra tipologia di ricavi accessori derivanti dal processo di investimento o disinvestimento che la *management company* ottiene a seguito di particolari eventi che portano alla conclusione e realizzazione di un'acquisizione.

Una di costi molto frequente soprattutto nei sistemi anglosassoni sono la *transaction* o *acquisition fee*, che rappresenta delle commissioni computate tramite un calcolo percentuale sul valore totale dell'investimento compiuto dalla società di gestione per un'operazione di acquisizione o di uscita dalla partecipazione.

⁶⁷ AIFI report di Campanella G., Ricciotti W., *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012

Sono *fee* pagate direttamente dalle società target, nel caso in cui si stia parlando di un'acquisizione, o sostenute dalle imprese nella fase di disinvestimento; questi costi possono essere raffigurati come vere spese di intermediazione, che vanno quindi a gravare ingiustamente sulla performance finale del fondo stesso.

Nel corso degli anni si stanno cercando e sono state proposte delle soluzioni che siano convenienti sia per gli investitori che per i gestori del fondo. Infatti, nelle operazioni che coinvolgono diversi operatori nello stesso *deal*, alcuni fondi prevedono che le quote pagate da altri investitori industriali o finanziari per realizzare l'operazione siano detratte dalla quota di *management fee* per la quota di costo sostenuta dal fondo, così da ridurre l'effetto negativo sugli investitori.

Infine abbiamo le *monitoring fee*, che sono caratterizzate da una minore trasparenza rispetto alle altre commissioni sostenute dal fondo o dall'impresa target. Questi costi, infatti, coprono e remunerano i gestori della *management company* per servizi di consulenza, advisory e monitoraggio durante l'ordinaria attività di gestione dell'investimento da parte dei *General Partners*.

Una ricerca, realizzata da Dechert, compagnia internazionale specializzata in diritto, e Preqin, impresa fornitrice di dati e servizi per analisi, ha evidenziato una crescita del 25% di media del valore complessivo delle *deal related fee* nelle operazioni realizzate tra il 2009-2010 con un valore totale dell'importo superiore ai 500 milioni di dollari rispetto ai *deal* compiuti nel periodo 2005-2008. Ad esempio le *transaction fee* per effettuare l'acquisizione di una società con prezzo di acquisto compreso tra 500 milioni e un miliardo di dollari avevano una *fee* media del 1.24% nel biennio 2009-2010, mentre la stessa tipologia di azienda target nel periodo 2005-2008 doveva sostenere un costo delle *acquisition fee* che si attestava allo 0.99% del valore complessivo dell'operazione⁶⁸.

A seguito dell'analisi delle varie commissioni presenti in un contratto di un fondo di *Private Equity*, abbiamo osservato le diverse sfide che gli investitori devono compiere dal momento in cui decidono di sottoscrivere le quote del fondo per la mancanza di trasparenza, gli accordi restrittivi firmati con i *General Partners* e la mancanza di benchmark di riferimento per l'abbondante riservatezza caratteristica del settore, a differenza ad esempio delle azioni di società quotate di cui si possono confrontare, con altri titoli simili, il rischio e la performance.

⁶⁸The Economist, *Fee high so dumb*, <http://www.economist.com/node/21538098>, 12 Nov. 2011

Per questo motivo, negli ultimi anni, le autorità di vigilanza e controllo stanno introducendo nuove disposizioni normative allo scopo di trasmettere maggiore chiarezza e comprensibilità a coloro che decidono di investire in determinate attività d'investimento.

Uno di questi enti è la SEC⁶⁹, che sta esaminando sempre più nel dettaglio le varie *fee* vengono proposte ed attuate dai fondi di *Private Equity*, accertandosi che essi rispettino le regole imposte dalla legislazione attuale tramite controlli e verifiche che possono contribuire ad alleviare le preoccupazioni dei *Limited Partners* soprattutto per quanto riguarda le attività di monitoraggio nei confronti di eventuali caricamenti sopra la media⁷⁰.

Nel complesso non esistono delle linee guide nella definizione e applicazione delle *deal related fee*, ma è importante sottolineare la rilevanza del processo da seguire per ogni eventuale commissione, inserita all'interno del contratto, che deve essere opportunamente dichiarata e messa in evidenza, così da rendere gli investitori consapevoli nella fase preparatoria alla decisione di investimento ed in grado di far aumentare la consapevolezza dei *Limited Partners* nei confronti di questa tipologia di costi.

⁶⁹ Securities and Exchange Commission, è l'ente federale Statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, può essere paragonato in base alle funzioni svolte all'italiana Consob.

⁷⁰ Schillerstrom R., *Opening up Private Equity Fees, Pensions & Investments*, disponibile sul sito: <http://www.pionline.com/article/20150727/PRINT/307279998/opening-up-private-equity-fees>, 27 Lug. 2015

Terzo Capitolo

3. Strumenti di remunerazione

Dopo aver approfondito le caratteristiche principali dei fondi di *Private Equity* ed i sistemi di remunerazione maggiormente utilizzati, lo studio si concentrerà sull'efficacia dei metodi di retribuzione nel combattere il conflitto d'interesse, che come vedremo può verificarsi sotto diverse forme.

L'intento di questo capitolo è quello di riuscire a descrivere la tipologia di rapporto presente tra i due soggetti che partecipano all'operazione e la reale efficacia dei vari strumenti, nell'ambito della remunerazione, tipici di questo settore analizzati precedentemente.

Inizialmente si descriverà la teoria del problema d'agenzia focalizzandoci sullo presenza di questa problematica all'interno del fondo di *Private Equity*, successivamente si andrà a studiare in che modo gli strumenti di remunerazione e la presenza di specifiche clausole e disposizioni che sono racchiuse nella maggioranza dei fondi, comportano la possibile nascita di conflitti d'interesse.

Infine, a seguito delle varie analisi, cercheremo di capire se il modo in cui il problema è stato affrontato rappresenta il miglior modo per riuscire a superare la complicata situazione del problema d'agenzia, che si instaura all'interno del fondo tra il *General* e *Limited Partners*.

3.1 Agency Theory nei fondi di Private Equity

Come descritto nei precedenti capitoli la struttura, che viene maggiormente utilizzata nei fondi di *Private Equity* è la *limited partnership*, questa particolare forma organizzativa, nel corso del tempo, è passata dalla presenza nel 40% dei fondi nel 1980 ad includere nel 1992 oltre l'80% dei fondi⁷¹. Il grande sviluppo di questa struttura organizzativa è stato uno dei motivi che ha permesso la rapida e il grande sviluppo dell'industria⁷². Si può poi affermare che ad oggi l'intero sistema del *Private Equity* utilizzi come modello organizzativo la *limited partnership*, garantendo così determinati vantaggi a tutti coloro che decidono di partecipare all'interno dell'attività.

Allo stesso tempo, però, questa particolare struttura ha portato la nascita del problema di agenzia. Infatti la relazione, che si viene a creare con questa organizzazione, tra gli investitori e i gestori del fondo, produce maggiori difficoltà per i finanziatori nel monitorare adeguatamente l'operato dei manager e nello specifico come gli investimenti vengono ad essere effettuati⁷³.

Nei fondi di *Private Equity* caratterizzati dalla *limited partnership* gli investitori, infatti, hanno pochi diritti per poter intervenire e far pesare il loro pensiero nelle decisioni operative aziendali.

Questa tipologia di struttura ha al proprio interno, al cospetto dei vari vantaggi che ne hanno permesso la rapida espansione e la grande crescita nel corso del tempo, dei difetti normativi che non permettono la completa eliminazione del problema d'agenzia.

Sulla base dei principi giuridici che guidano questa organizzazione si possono illustrare tre difetti:

- le decisioni riguardanti l'attività ordinaria del fondo vengono prese direttamente ed esclusivamente da parte dei gestori e manager, non da coloro che apportano capitale nel fondo;
- sono previste sanzioni se gli investitori si intromettono ed assumono un ruolo nelle scelte operative;

⁷¹ Gompers P., Lerner J., *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics, 1999 pp. 149-192.

⁷² Mehta V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, University of Pennsylvania ScholarlyCommons, 2004, p. 6

⁷³ Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, Mit Pr 2ed., 2006

- viene esclusa la possibilità per gli investitori di intervenire e prendere decisioni che siano contrarie alle imposizioni dettate dai manager.

Per prima cosa, la disposizione normativa, presente all'interno del quadro normativo della *limited partnership* nel settore dispone che il potere decisionale sia nelle mani del *General Partner*⁷⁴. In base a questa condizione ne deriva che l'investitore riveste un ruolo passivo e non ha alcun potere direzionale sul fondo per il quale ha sottoscritto le quote.

In secondo luogo, la proprietà della *limited liability* intrinseca nella *limited partnership* è racchiusa nel fatto di conferire una responsabilità limitata agli investitori, che decidono di apportare capitale all'interno di un fondo di *Private Equity*. Questa protezione può venir meno nel caso in cui l'investitore decide di compiere attività manageriale all'interno del fondo, la perdita di questo particolare status rappresenta un onere molto importante per i finanziatori nel momento in cui decidono di intervenire nelle operazioni ordinarie dell'attività.

Per finire, i manager hanno un dovere fiduciario nei confronti degli investitori, che è stato introdotto con lo scopo di ridurre i potenziali problemi d'agenzia che possono sorgere in relazione alla natura dei poteri previsti per la categoria dei *General Partners*. E' presente tuttavia un limite, infatti per far rispettare questo vincolo c'è bisogno della prova di mancata osservanza del dovere fiduciario; la testimonianza di questa inadempienza è molto difficile da dimostrare, infatti il manager può essere accusato di mancato rispetto dell'obbligo solamente in presenza di un'azione negligente, sconsiderata e intenzionale⁷⁵.

Questi presupposti rafforzano l'idea che esista una divisione, all'interno del fondo, tra *General* e *Limited Partners*, che può essere riconosciuta e ricondotta alla separazione presente tra proprietà e controllo di un'impresa tradizionale, creando allo stesso modo un terreno fertile alla nascita di conflitti d'interesse e del problema d'agenzia.

La potenziale cattiva condotta da parte del *General Partner*, che dispone di maggior potere ed è in grado di sfruttare questa posizione di vantaggio a proprio favore, può portare all'interno del fondo la nascita del problema d'agenzia.

Abbiamo notato che anche nel settore del *Private Equity* esiste la possibilità che sorga, tra i partecipanti all'operazione, un problema d'agenzia; inoltre questa

⁷⁴ Ribstein L., *Limited Partnership Revisited*, 67 U. CIN. L. REV. 953, 958-59, 1999

⁷⁵ Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010, p. 273

divergenza può verificarsi e ed essere rappresentato, dal punto di vista teorico, tramite due diversi modelli.

Al nostro studio e in particolar modo per il settore del *Private Equity* interessa solamente la prima tipologia di conflitto d'agenzia, che si instaura all'interno di una relazione tra due soggetti, dove uno dei due, che prende il nome di *principal*, attribuisce un incarico all'altro soggetto (*agent*) per realizzare un'attività che sia negli interessi del *principal*⁷⁶.

Questo è il tipo di problema d'agenzia presente nei fondi di *Private Equity*, infatti il *Limited Partner* personifica la categoria del *principal*, essendo il soggetto che porta risorse nel fondo, che vengono ad essere poi utilizzate secondo la volontà e in modo autonomo da parte dell'altro attore presente all'interno della struttura del fondo: il *General Partner*, che nel nostro caso d'agenzia viene ad essere rappresentato dalla categoria dell'*agent*, che di comune accordo tra i manager e gestori del fondo prendono le decisioni operative relative alla realizzazione o meno di un determinato investimento.

Inoltre in un fondo di *Private Equity* sono presenti le due principali caratteristiche che si ritrovano e sono alla base di una relazione *principal-agent*, infatti il conflitto d'interesse tra le due categorie si sviluppa grazie alla presenza di asimmetria informativa tra i partecipanti all'operazione e il *moral hazard* sottostante alla volontà di chi compie le scelte decisionali⁷⁷.

Il settore del *Private Equity* è composto da società, che non prevedono l'utilizzo dei normali canali di finanziamento delle imprese tradizionali a causa della mancanza di accesso ai prestiti bancari o mercati finanziari dove poter reperire risorse, questo elemento distintivo deriva dalla loro caratteristica di essere soggetti ad alta rischiosità, visto l'elevato ricorso allo sfruttamento della leva finanziaria per poter realizzare le acquisizioni e, nella maggior parte dei casi, dovuto alla mancanza di documentazione contabile ufficiale dove poter verificare i bilanci e di informativa anche nei confronti degli stessi investitori, che decidono di apportare capitali nella società.

⁷⁶ La seconda tipologia di problema d'agenzia, che può venirsi a creare, è tipica delle aziende europee, soprattutto delle imprese italiane, dove è presente una governance aziendale caratterizzata da un azionista che possiede una quota di maggioranza, questa particolare situazione permette ad esso la possibilità di sfruttare la posizione di dominio, per prendere decisioni che comportano dei privilegi solamente ad una piccola parte degli azionisti a discapito di tutti gli altri individui che formano la categoria degli azionisti di minoranza e degli stakeholder.

⁷⁷ Mehta V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, University of Pennsylvania ScholarlyCommons, 2004

La mancanza di chiarezza e trasparenza porta all'asimmetria informativa, che si verifica quando l'*agent* è a conoscenza di informazioni di cui il *principal* non è informato, questa situazione può essere sfruttata a proprio vantaggio e può portare a decisioni che risultano essere vantaggiose solamente per alcuni individui.

Nell'industria del *Private Equity* il *General Partner*, in base alla maggiore esperienza e conoscenza del settore, è di gran lunga più informato e preparato degli investitori, questo vantaggio derivante dall'esperienza nel business, conoscenze tecniche e capacità manageriali.

Questo può essere un chiaro esempio di asimmetria informativa, che può portare alla nascita del problema d'agenzia dove il manager del fondo assume, nel corso della vita dell'investimento, la posizione dell'*agent*.

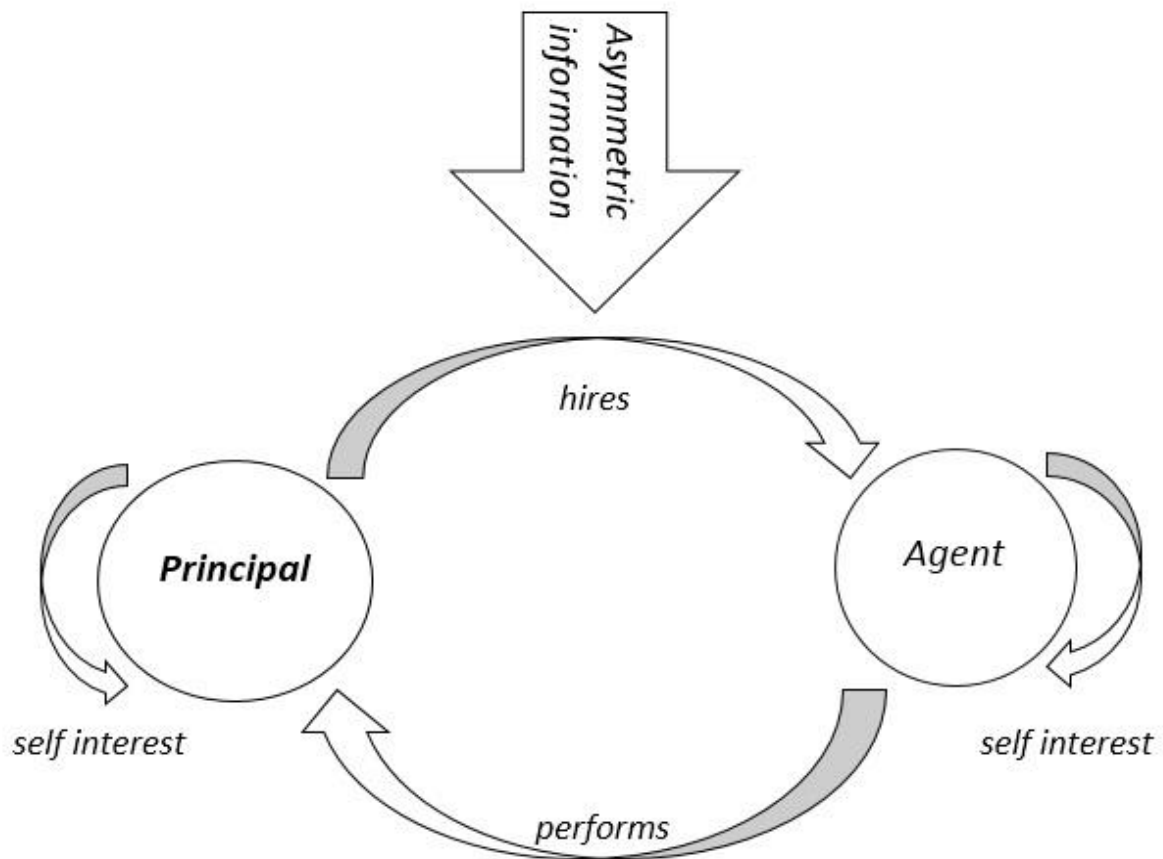
Di conseguenza nelle diverse fasi di attività del fondo i manager cercheranno di ottimizzare gli effetti positivi della situazione per compiere azioni in grado di comportare dei vantaggi per il loro tornaconto, a partire dalla fase iniziale di vita del fondo: nel periodo di costituzione⁷⁸.

Inoltre nel corso della normale attività operativa l'investitore non è in grado di osservare direttamente l'effettivo impiego di risorse e degli sforzi compiuti da parte dei membri della *management fee*, che se non appropriatamente incentivati possono compiere azioni che comportano solamente benefici privati alle spese della totalità degli investitori.

Infatti l'investitore non avendo la preparazione e la stessa conoscenza del *General Partners* solitamente fonda il proprio giudizio sull'operato dei gestori in base al risultato economico che essi sono in grado di conseguire al termine naturale della durata del fondo.

⁷⁸ Ad esempio nella fase iniziale di vita del fondo, i General Partners per cercare di massimizzare il fund raising renderanno noti gli eventi positivi che hanno caratterizzato i fondi costituiti precedentemente, minimizzando le informazioni relative a cattivi investimenti passati che possono arrecare un danno al fund raising.

Figura 3.1 - Schema tipico dell'asimmetria informativa nella relazione principal-agent



Fonte: Boundless, Principle-Agent Problem, Economics Boundless, 2016. Disponibile sul sito: <https://www.boundless.com/economics/textbooks/boundless-economics-textbook/challenges-to-efficient-outcomes-15/sources-of-inefficiency-83/principle-agent-problem-319-12416/>

Il problema dell'asimmetria informativa riveste un ruolo di primo piano nel settore del *Private Equity*, proprio per questo motivo negli ultimi anni sono sempre di più le organizzazioni e associazioni create dai *Limited Partners* con lo specifico obiettivo di proteggere l'interesse dell'intera categoria, utilizzando anche nuovi strumenti oltre ai tradizionali, come ad esempio sistemi incentivanti per i membri della *management company* in base alla performance conseguita dal fondo, introduzione di azioni di monitoraggio costanti delle attività svolte dai manager e sollecitazione alla partecipazione dei *General Partners* con proprio capitale di rischio all'interno dell'attività d'investimento.

Il secondo elemento caratteristico del problema d'agenzia che possiamo ritrovare, anch'esso, nel fondo di *Private Equity* è il *moral hazard*⁷⁹, presente in determinate scelte decisionali da parte dei membri della *management company*.

Il *moral hazard* si verifica poiché una volta stipulato il contratto; l'unica attività di controllo che il *Limited Partner* può compiere è il controllo dell'andamento del fondo, in base ai risultati che riesce a conseguire.

L'investitore, in ogni caso, non è in grado di definire con certezza qual è l'effettivo impegno e sforzo compiuto dai gestori del fondo per arrivare al risultato di massimizzare il ritorno dall'investimento.

Per cercare di limitare i danni che possono derivare dall'esercizio del *moral hazard* da parte dei gestori, sono stati introdotti dei sistemi di remunerazione basati sulla performance (*Carried Interest*) e specifiche contrattuali, che prendono il nome di *covenants*, con hanno l'obiettivo di limitare alcune libertà decisionali dei manager e gestori del fondo, come ad esempio porre posti dei limiti all'ammontare massimo che i *General Partners* possono decidere di investire in una singola impresa; così da assicurarsi che l'effettivo dispiego di energie da parte dei manager sia ripartito in tutti gli investimenti effettuati dal fondo⁸⁰.

Al giorno d'oggi la principale soluzione al problema del *moral hazard* che è stata attuata prevede la creazione di accordi contrattuali specifici, che hanno all'interno delle clausole in grado di mitigare il problema d'agenzia e di conseguenza ridurre i costi sostenuti da parte degli investitori per controllare e monitorare l'operato dei *General Partners*.

⁷⁹ Il *moral hazard* è una forma di opportunismo post-contrattuale, che può condurre l'individuo a perseguire i propri interessi a spese della controparte, con cui ha stipulato il contratto, in base alla mancata possibilità di controllo da parte di quest'ultima della presenza di intenzione e negligenza nel comportamento opportunistico.

⁸⁰ Mehta V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, University of Pennsylvania ScholarlyCommons, 2004

3.2 I contratti dei fondi

Molti studiosi ed esperti del settore si sono espressi a favore delle numerose tipologie di contratti che, nel corso degli anni, sono stati creati proprio con l'obiettivo di mitigare e combattere sin dal principio il conflitto d'interesse nei fondi di *Private Equity*.

Sulla base di un'attenta ed accurata analisi possiamo notare che, in alcuni casi, l'importanza che è stata data a delle specifiche contrattuali, ritenute in grado di ridurre il problema d'agenzia, è stata sovrastimata⁸¹.

Alla stipula del contratto, momento che segna l'inizio della partecipazione tra manager e investitori, si delineano gli specifici diritti e doveri che coinvolgeranno, nel corso della durata del fondo, le due classi di partecipanti.

I contratti, nonostante la loro propensione nel cercare di ridurre e mitigare il problema d'agenzia tramite un allineamento degli interessi tra *General* e *Limited Partners* con l'introduzione di varie clausole in questa direzione, presentano, allo stesso tempo, tre caratteristiche comuni che comportano la nascita del conflitto d'interesse tra i gestori e i finanziatori e sono presenti in modo standardizzato nella maggioranza nei regolamenti dei fondi:

- il tema della distribuzione dei ricavi agli investitori, in sede di liquidazione del fondo;
- il limite di durata temporale;
- la remunerazione dei manager.

Il primo punto da considerare riguarda la distribuzione dei proventi in seguito alla liquidazione della partecipazione.

Infatti quando il fondo cessa la sua attività operativa e viene prevista la liquidazione le clausole presenti all'interno del contratto prevedono che il totale del ricavato venga ad essere diviso in base ai termini che erano stati fissati dalle parti, al momento della stipula del contratto.

Queste disposizioni hanno senza dubbio il compito di ridurre le opportunità per i manager di compiere comportamenti opportunistici.

⁸¹ Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010

Come riferito da Ronald Gilson⁸², le disposizioni obbligatorie di distribuzione dei proventi evitano che i manager una volta conseguito il ricavo reinvestano immediatamente le risorse ottenute, che solitamente rappresenta la scelta ottimale per i membri della *management company*; poiché permette loro di evitare nuovi sforzi per compiere un altro *fund raising* ed inoltre dà la possibilità ai *General Partners* di continuare a percepire la *management fee* e il potenziale *Carried Interest* derivante dal capitale reinvestito.

Ciò nonostante i manager del fondo hanno la possibilità di poter sfruttare la loro posizione di vantaggio, anche in presenza di questa clausola, poiché essi hanno la possibilità di manipolare il *timing* dell'uscita dall'investimento, infatti la scelta di disinvestire, da parte dei manager, ha un ampio margine di discrezionalità e può essere effettuata in uno specifico momento che risulta essere il migliore possibile per i gestori, ma non per gli investitori.

Infatti la decisione del periodo ottimale di uscita dall'investimento può dare ai gestori la facoltà di controllare l'andamento della performance del fondo, attendendo il momento ideale per decidere di realizzare l'*exit*, che può verificarsi in una fase successiva rispetto a quello che sarebbe stato il periodo migliore anche per gli investitori.

Ad esempio attendere la prossimità di una nuova raccolta fondi per completare l'uscita dall'investimento e comunicare al mercato l'esito finanziario positivo del fondo che si sta liquidando, così da poter avere numerosi vantaggi nel nuovo processo di *fund raising*.

Come già descritto nella tematica dell'asimmetria informativa i manager sono in possesso di informazioni chiave che permettono ad essi di poter prendere le migliori decisioni a discapito degli altri partecipanti al fondo⁸³.

Una caratteristica tipica dei fondi di *Private Equity*, appositamente introdotta per cercare di ridurre il potere decisionale accumulato dai *General Partners* è la

⁸² Gilson è un avvocato Statunitense, docente a Stanford, che nel corso della sua carriera si è occupato di corporate governance e aspetti legali all'interno dei settori Private Equity e Venture Capital. I suoi principali lavori sul tema sono: *Understanding the Choice Between Public and Private Equity Financing of Early Stage Companies: A Comment on Barry and Turki*, 2 J. SMALL & EMERGING Bus. L. 123, 124-25, 1998; *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*, 47 J. FIN. ECON. 243, 252-55, 1998; *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 STAN. L. REV. 1067, 1087, 2003.

⁸³ Il problema d'agenzia tra gestori e investitori, che si viene a creare a causa delle disposizioni obbligatorie di distribuzione dei proventi, a seguito dell'uscita dall'investimento, può essere approfondito tramite la visione del lavoro di Cumming D., Gill A., Walz U., *International Private Equity Valuation and Disclosure*, NW. J. INT'L. & BUS., 2009 disponibile sul sito: <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1694&context=njilb>

fissazione di un limite temporale alla durata del fondo, infatti nei contratti viene ad essere decisa anticipatamente la data di chiusura di conclusione dell'investimento complessivo, che solitamente ha una durata totale di dieci anni.

Alla base di questa disposizione c'è la convinzione che la determinazione di una data di fine imposta alla durata complessiva del fondo ed ai manager che lo gestiscono, sia un sollecito ai gestori per spingerli a realizzare una buona performance, poiché data una determinata scadenza i *General Partners* sono a conoscenza del fatto che se la performance conseguita non è soddisfacente per gli investitori non potranno più disporre, una volta concluso il periodo di vita del fondo, di risorse provenienti dagli attuali finanziatori, che riprese le risorse ottenute dal disinvestimento andranno alla ricerca di fondi di *Private Equity* in grado di garantire un ritorno più soddisfacente.

Per questo motivo alla stipula del contratto l'unica possibilità, che i gestori hanno per far sì che i *Limited Partners* reinvestano le loro risorse in un nuovo fondo sponsorizzato e gestito dagli attuali membri della *management company*, è quella di conseguire un ritorno in conto capitale adeguato per tutti i partecipanti al fondo. Quindi possiamo affermare che la durata temporale prefissata è un ottimo incentivo che spinge il management a realizzare una buona gestione complessiva dell'investimento.

Anche se il periodo di vita del fondo delimitato da un termine, prefissato nel momento della stipula del contratto, può comportare anche la nascita di alcuni problemi d'agenzia.

Infatti il limite temporale fa sì che l'attenzione prestata dai manager agli investimenti realizzati sia inversamente proporzionale agli anni di vita del fondo rimanenti prima del termine, cioè minore è il periodo che resta alla chiusura dell'investimento e alla conseguente liquidazione e minore sarà l'interesse che i *General Partners* porranno nei confronti del fondo.

Uno dei principali problemi è rappresentato dalla consuetudine dei manager di iniziare la fase di raccolta del fondo successivo all'incirca dopo un periodo medio di cinque anni di attività svolta sul fondo che attualmente gestiscono⁸⁴.

Quindi la prima conseguenza negativa è la minore attenzione prestata al fondo, che è conseguenza delle maggiori attività che sono svolte da parte dei membri della

⁸⁴ Gilson R., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 STAN. L. REV. 1067, 1087, 2003

management company, che non sono più solamente coinvolti nella gestione del fondo attuale, ma anche in un processo di *fund raising*.

L'imperfetta concentrazione prestata al fondo, può sfociare in un minor guadagno complessivo tramite il mancato sfruttamento del potenziale dell'investimento o, nella peggiore delle ipotesi, in una inversione di tendenza della performance realizzata dal fondo.

Inoltre come conseguenza della relazione, che esiste ed è stata verificata da alcune ricerche⁸⁵, tra andamento della performance attuale e la capacità di completare una nuova raccolta di capitale per il fondo successivo, ci possono essere due comportamenti che vengono ad essere seguiti da parte dei *General Partners*: il primo modo di agire che possono condurre li spinge ad effettuare investimenti rischiosi che assicurerebbero, in caso di buon esito, un ottimo risultato così da avere maggiore facilità nel successivo *fund raising*, oppure il caso opposto ovvero operare tramite un'allocazione conservativa delle risorse nel periodo iniziale di vita del fondo, così da evitare qualsiasi evidente perdita che comprometterebbe l'abilità dei membri della *management company* di raccogliere risorse per i successivi fondi, poiché il cattivo andamento della performance del fondo attuale comporta un'evidente pubblicità negativa.

Inoltre un altro elemento che porta al problema d'agenzia, che si accentua nella fase conclusiva della vita del fondo, è rappresentato dalla capacità degli investitori di monitorare i manager che gestiscono le attività. Proprio nelle fasi conclusive di vita del fondo la capacità di controllo delle attività da parte dei finanziatori è al livello più basso di tutto il periodo di investimento, infatti negli ultimi anni il *committed capital* solitamente è stato investito per la stragrande maggioranza con la conseguenza che la commissione di gestione viene ad essere regolarmente pagata da parte delle varie società ai *General Partners*.

In questa situazione il potere contrattuale in mano agli investitori è molto debole poiché non hanno a disposizione azioni difensive in grado di limitare i comportamenti opportunistici dei membri della *management company*, come ad

⁸⁵ Per approfondire il tema della correlazione positiva tra la performance attuale conseguita dal fondo e la capacità dei membri della *management company* di realizzare una nuova raccolta di capitali, si consiglia di approfondire il lavoro di Chung J.W., Sensoy B., Stern L., Weisbach M., *Pay for Performance from Future Fund Flows: The Case of Private Equity*, The Review of Financial Studies, 2012. In sintesi lo studio dimostra che nel caso in cui il fondo ha conseguito una buona performance, avrà una maggiore facilità nel riuscire a realizzare la raccolta di capitale per il fondo successivo.

esempio la minaccia di un effettuare in ritardo o ostacolare il versamento del capitale che viene richiamato dai *General Partners* per poter realizzare i vari investimenti. Infine quando si parla di remunerazione, all'interno dei regolamenti dei fondi di *Private Equity*, ci sono vari aspetti da valutare e tenere in considerazione, come vedremo nel continuo del capitolo, per quanto riguarda la relazione tra nascita del conflitto d'interesse e caratteristiche specifiche dei sistemi di retribuzione.

3.3 Il Carried Interest

Quando ci si interessa della remunerazione del management all'interno di una qualsiasi struttura economica, che sia un'impresa tradizionale o un fondo di *Private Equity*, ci si deve focalizzare soprattutto su un particolare requisito: la ricerca dell'allineamento degli interessi tra gli azionisti o investitori e il management che assume le decisioni operative.

Alla luce di questo obbiettivo da dover conseguire, all'interno del mondo economico esistono due diverse scuole di pensiero, che rappresentano gli approcci che vengono ad essere seguiti nei vari contesti di riferimento per poter definire adeguate politiche di retribuzione⁸⁶.

La prima scuola di pensiero, che viene anche prediletta come la situazione ottimale per far fronte al problema delle politiche di compenso, ritiene che i fattori endogeni presenti nei vari mercati di riferimento siano in grado di spingere il management a svolgere attività che perseguano i risultati migliori anche per la categoria degli azionisti.

Alla base di questa teoria c'è la convinzione che il mercato riesca con la propria forza a controllare e tenere a freno i manager che compiono azioni in contrasto con i principi, che sono stati formalizzati all'interno delle condizioni contrattuali presenti nei vari accordi delle società⁸⁷.

La seconda scuola di pensiero, sostiene che il mercato non è in grado di influenzare il comportamento tenuto dal management e quindi non riesce a ridurre la loro elevata discrezionalità nel realizzare le decisioni operative, che nella lingua anglosassone prende il nome di *managerial power*, nei confronti dei *Limited Partners*. In questa situazione è necessario introdurre una regolamentazione all'interno del contratto del

⁸⁶ Jackson R., *Private Equity and Executive Compensation*, 60 UCLA L. REV. 638, 2013, p. 643

⁸⁷ Per approfondire il tema in questione si consiglia la lettura del saggio di Easterbrook F., *Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence*, 9 DEL. J. CORP. L. 540, 1984

fondo per cercare di limitare le possibilità a disposizione dei *General Partners* nel perseguire interessi personali a discapito degli investitori.

E' opinione comune che le condizioni contrattuali, soprattutto nell'ambito della remunerazione, presenti all'interno dei fondi di *Private Equity*, realizzino gli obiettivi di riduzione della nascita di conflitti d'interesse e minimizzazione dei problemi d'agenzia che possono venirsi a creare tra i *General* e *Limited Partners* che partecipano attivamente, tramite le funzionalità specifiche che sono dettate dal proprio ruolo svolto nella complessa attività di investimento.

L'economista Rosenberg⁸⁸, uno tra gli esponenti a supporto del pensiero descritto nel precedente paragrafo, in uno dei suoi elaborati in base a degli studi empirici realizzati nel settore, giunge alla conclusione che gli accordi stipulati all'interno del fondo provocano un grande incentivo per i *General Partners* a compiere azioni che comportano una massimizzazione del valore anche per gli investitori⁸⁹. Infatti Rosenberg in base ai risultati delle proprie ricerche esprime, tramite queste parole, la conclusione che ha ricavato:

“Venture capital limited partnership agreements provide a strong incentive for the managerial general partners to work in the best interests of the limited partners by linking the general partners' compensation to the actual performance of the companies in their portfolio; the alignment of interests is reached to a great extent making the general partner's compensation dependent on the success of the firms in the partnership's portfolio”.

In poche parole, secondo Rosenberg, gli strumenti contrattuali presenti all'interno delle condizioni contrattuali stipulate tra i manager e gli investitori sono in grado di fornire un incentivo al management nel compiere operazioni che siano condivise e realizzino pienamente anche gli interessi dei *Limited Partners* che partecipano all'operazione.

Questa opinione viene condivisa anche da altri esperti nel settore, che ritengono gli attuali strumenti di retribuzione in grado di riuscire ad incentivare adeguatamente i membri della *management company*.

⁸⁸ David Rosenberg è un economista Statunitense con una grande esperienza nel settore degli investimenti in *Private Equity* e in attività di *Merger & Acquisition*, nell'ambito di questa industria si possono elencare due testi realizzati dall'autore: *The Two “Cycles” of Venture Capital*, 2003 e *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, 2002

⁸⁹ Rosenberg D., *The Two “Cycles” of Venture Capital*, 28 J. CORP. L. 419,420, 2003

Contrariamente, nella continuazione del capitolo, in seguito a delle ricerche effettuate durante la stesura dell'elaborato; si individueranno alcune particolarità presenti nella remunerazione del *Private Equity*, che come abbiamo descritto nei capitoli precedenti è caratterizzato da una particolare standardizzazione, cercando di cogliere alcuni dettagli che dal nostro punto di vista sono in contrasto con quello di Rosenberg, poiché comportano in alcuni casi il sorgere di vari conflitti d'interesse e problematiche nel settore.

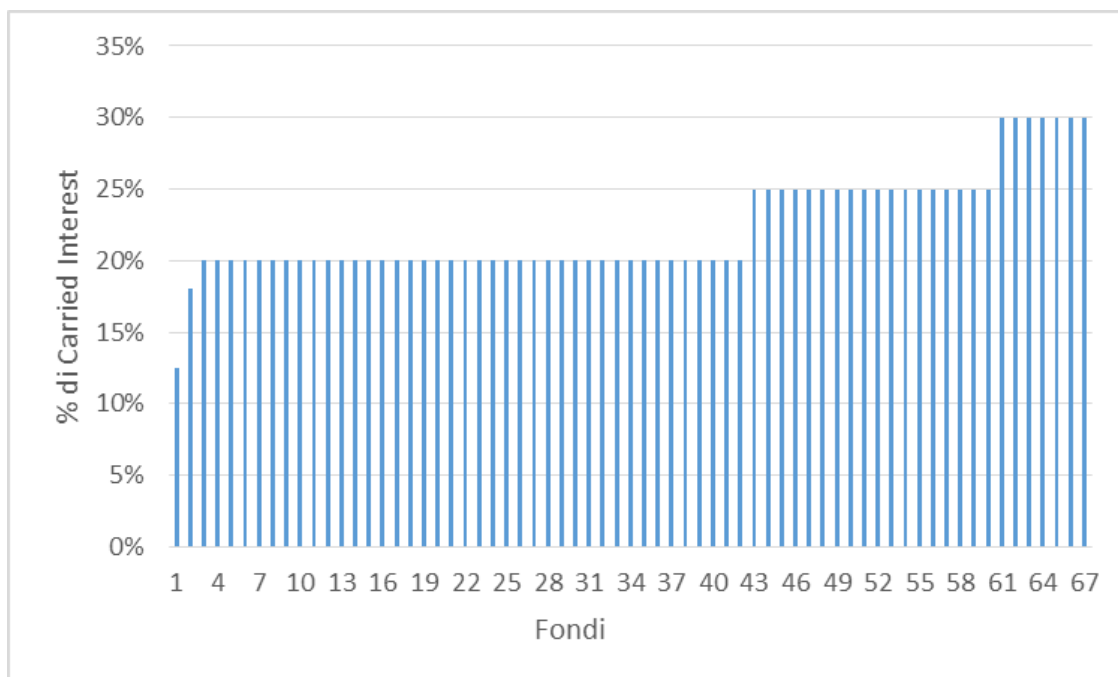
Partiamo proprio dal principale strumento di remunerazione che viene ad essere utilizzato per fronteggiare i possibili problemi d'agenzia, che possono instaurarsi tra il soggetto (*General Partner*) che prende le decisioni e può essere spinto da interessi personali e gli individui (*Limited Partners*) che hanno come principale mansione quella di apportare risorse finanziarie per riuscire a completare gli investimenti e non dispongono di un adeguato potere tale da essere in grado di effettuare un'appropriata attività di monitoraggio e vigilanza.

Proprio per cercare di superare questa problematica di controllo è stato introdotto il *Carried Interest*, che lega una parte del compenso ottenuto dal management alla performance realizzata dal fondo così da responsabilizzare il gestore, cercando di incentivarlo a realizzare un elevato rendimento dell'investimento e di superare il problema d'agenzia, che è collegato all'applicazione dell'altro principale strumento di remunerazione presente all'interno del fondo: la *management fee*.

Teoricamente, infatti, questo strumento può essere considerato come il migliore per fronteggiare il problema d'agenzia e permettere l'allineamento degli interessi, questa convinzione è rafforzata anche dalla semplicità e standardizzazione dello strumento nel settore, infatti, come si può vedere nella figura 3.2, il *Carried Interest* presenta caratteristiche comuni, con la presenza di un *hurdle rate* pari all'8% per la stragrande maggioranza dei fondi e il livello di *Carried Interest*, che varia tra un intervallo compreso tra il 12.50% e il 30%, con una media del 22,30%⁹⁰.

⁹⁰ Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, 76 U. CHI. L. REV, 2009

Figura 3.2 - Percentuale di Carried Interest ottenuta dai General Partners sul ricavo complessivo una volta superato l'hurdle rate



Fonte: Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, 76 U. CHI. L. REV, 2009, p. 197

Nonostante i vari aspetti a favore dello strumento, anch'esso, come vedremo in seguito, non è immune da critiche.

Varie problematiche si presentano periodicamente nella relazione tra *principal* e *agent*, provocando in alcuni casi, un risultato opposto a quello perseguito, con conseguenze negative soprattutto per gli investitori, che in una logica di relazione d'agenzia rivestono il ruolo del *principal*.

Prendendo in considerazione il *Carried Interest* possiamo notare che, in base alle sue peculiarità, in alcune circostanze può essere causa di conflitto d'interesse tra i membri partecipanti al fondo, la critica può essere ricondotta principalmente a due comportamenti tenuti da parte dei membri della *management company*, che comportano la nascita di potenziali conflitti d'interesse, i due atteggiamenti sono elencati di seguito:

- la scelta di investimenti maggiormente rischiosi;
- la possibilità di realizzare un'uscita anticipata da parte dei *General Partners*;

Uno dei principali problemi che si può verificare in seguito dell'applicazione del *Carried Interest* come strumento di remunerazione per i manager è la possibilità che

essi, nel tentativo di raggiungere il determinato livello di ritorno dall'investimento richiesto per ottenere il compenso aggiuntivo, realizzino acquisizioni e investimenti che comportano l'assunzione di un livello di rischio non più ritenuto accettabile da parte degli investitori.

Infatti se consideriamo il caso estremo in cui i membri della *management company* siano remunerati esclusivamente tramite il compenso costruito sulla performance, i gestori, per cercare di ottenere la remunerazione per la loro attività ordinaria alla prima opportunità decideranno di impiegare il capitale a loro disposizione nella speranza di conseguire il rendimento minimo per assicurarsi il profitto.

In questo particolare caso, la mancata prudenza e attesa di un periodo più favorevole nelle condizioni di mercato può comportare un risultato inferiore anche per i finanziatori che alla fine dell'investimento ottengono un ritorno minore rispetto a quello atteso e desiderato nel momento della stipula del contratto.

Allo stesso modo l'idea di dover conseguire un determinato rendimento può invogliare i *General Partners* ad investire in alcune attività molto rischiose, che devono essere considerate come un'arma a doppio taglio perché nella migliore delle ipotesi il maggior rischio è collegato ad una prospettiva di rendimento maggiormente elevata rispetto ad un investimento più conservativo, ma nel caso in cui l'esito dell'operazione non sia positivo il maggior rischio a cui si è andati incontro, può andare a incidere profondamente sulla performance complessiva del fondo non lasciando ai manager opportunità future per riportare il livello di rendimento a consuntivo al valore necessario per il raggiungimento dell'incentivo costruito sulla performance.

Un elemento di rilievo, che assume un ruolo importante nelle decisioni di investimento, è la quota di capitale investita da parte dei manager nel fondo, perché soprattutto nei casi in cui i membri della *management company* investono una piccola parte di capitale di capitale proprio o, in alcuni casi, non sono obbligati ad investire direttamente nel fondo le proprie risorse, è più probabile che essi siano portati a compiere investimenti caratterizzati da un maggior livello di rischio nella speranza di ottenere una remunerazione complessiva più elevata.⁹¹

Anche se gli effetti derivanti da questa disposizione sono controversi, infatti nel caso in cui il *General Partner* è chiamato a contribuire con proprie risorse all'interno del fondo può verificarsi una situazione di difficoltà perché se il fondo è di grande

⁹¹ Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010, p. 286

dimensione anche una piccola porzione, come ad esempio un 1% di contribuzione richiesta al gestore può comportare l'impiego della maggioranza delle risorse in portafoglio al manager in unica classe di investimenti, di conseguenza il *General Partners* presterà maggiori attenzioni e precauzioni in tutte le attività che coinvolgono il suo patrimonio, comportando un effetto opposto allo scopo per cui era stata istituita la disposizione.

L'altro comportamento legato al *Carried Interest*, che può far nascere un conflitto d'agenzia, è dato dall'idea che la possibilità di ottenere una distribuzione aggiuntiva di proventi in base alla performance conseguita spinge, in alcuni casi, i *General Partners* ad accelerare l'uscita del fondo dall'azienda o attività in cui ha deciso di investire, evitando così il pericolo di diminuzione di valore dell'impresa nel corso del tempo ed assicurandosi il compenso supplementare.

Questa decisione di uscita anticipata si riscontra in vari studi realizzati nel corso del tempo nel settore del *Private Equity*⁹². Su questo tema è di rilevanza lo studio compiuto da Phalippou su un campione di 314 fondi⁹³, operanti con la tecnica del *buyout* ad oggi chiusi tramite la liquidazione della partecipazione.

I risultati ci dicono che il 6% della partecipazioni sono state liquidate prima di un anno, il 23% entro i due anni e circa la metà (44%) viene ad essere ceduta entro i primi tre anni di vita⁹⁴.

Questa decisione di uscita anticipata, che viene presa dai membri della *management company* ha in alcuni casi effetti negativi, ovviamente pienamente compensati dall'ottimo risultato economico conseguito dal fondo, soprattutto per l'altra categoria di partecipanti all'operazione, infatti il mantenimento della partecipazione e il posticipo nella liquidazione avrebbe portato, in alcuni casi, un guadagno ancora maggiore per i *Limited Partners*; poiché con la liquidazione viene meno la possibilità di continuare a migliorare il risultato conseguito dal fondo e di conseguenza i

⁹² Se si vuole approfondire l'argomento dell'uscita anticipata nell'industria del *Private Equity* si consiglia di prendere visione dell'elaborato di Lee, Peggy M., Wahal S, *Grandstanding, Certification and the Under-pricing of Venture Capital Backed IPOs*, Journal of Financial Economics, 2004 e Masulius R., Nahata R., *Venture Capital Conflicts of Interest: Evidence of Acquisitions of Venture Backed Firms*, ECGI Finance Working Paper No. 211, 2008

⁹³ Il campione complessivo è formato da dati ripresi anche da un'altra ricerca condotta da Kaplan e Schoar, l'indagine prende il nome di *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*, realizzata nel 2005 su 169 fondi con base negli Stati Uniti, gli altri 145 fondi che formano il campione complessivo sono stati analizzati ed inseriti nel database da Phalippou e il suo assistente Gottschalg, questi ultimi 145 fondi non sono di origine Statunitense, ma hanno base in Europa ed Asia.

⁹⁴ Phalippou L., *Beware of Venturing into Private Equity*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1 (2009), pp. 163

mancati ricavi che si sarebbero potuti verificare con il mantenimento dell'investimento sono da vedere come un costo che i finanziatori hanno dovuto sostenere per colpa dell'uscita anticipata⁹⁵.

Inoltre il problema d'agenzia in questa tipologia di remunerazione può essere collegato anche ad altri aspetti che, in alcuni casi, sono complementari all'incentivo costruito sulla performance del fondo, ovvero:

- le clausole di *clawback*;
- l'opacità nelle caratteristiche di alcune *transaction fee*.

Un ruolo importante e appositamente regolato dai contratti dei fondi è rivestito dalla clausola di *clawback*, che ha lo scopo di verificare l'adeguata corrispondenza del pagamento degli incentivi sulla performance con l'effettivo risultato a consuntivo del fondo per verificare che i manager e gestori dell'iniziativa non abbiano conseguito un ricavo maggiore rispetto a quello effettivamente dovuto.

In questo caso, infatti si prevede che i membri della *management company* restituiscano la somma di ricavi non legittima che hanno ottenuto nel corso del tempo.

Questa clausola viene attuata soprattutto per evitare che i *General Partners* ottengano compensi extra poiché, come abbiamo visto precedentemente, nei primi anni di vita del fondo i gestori preferiscono liquidare gli investimenti più redditizi con conseguente pagamento del compenso variabile da parte delle imprese gestite, mentre mantengono in portafoglio le attività che non riescono a conseguire le stesse performance. Quindi nel momento in cui si decide di terminare l'attività del fondo bisogna verificare se il risultato complessivo ottenuto da parte dei membri della *management company* permette di poter raggiungere la soglia minima prefissata dell'*hurdle rate* per avere diritto ad ottenere il pagamento del compenso variabile, in caso contrario se complessivamente i manager e gestori del fondo non raggiungono la quota prefissata, interviene la clausola di *clawback*, che ha la finalità di riprendere dai *General Partners* i ricavi che avevano ottenuto sotto forma di *Carried Interest*, in seguito alla liquidazione anticipata della partecipazione che aveva conseguito un rendimento tale da garantire il pagamento della retribuzione aggiuntiva.

⁹⁵ Robinson T., Sensoy B., *Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance*, The Review of Financial Studies, 2013, p. 2764

Proprio per questa particolarità la *clawback clause* rappresenta una delle forme utilizzate da parte degli investitori per cercare di ridurre il problema d'agenzia nei fondi di *Private Equity*⁹⁶.

Infatti i manager hanno un'elevata facoltà discrezionale nel decidere quando uscire da una determinata partecipazione e nel scegliere il periodo ottimale per distribuire i profitti ottenuti dal disinvestimento ai propri finanziatori.

Il principale pregio riconosciuto ad essa è il riallineamento degli interessi tra i manager del fondo e gli investitori ed il fatto di permettere che il *Carried Interest* venga ad essere riconosciuto in via definitiva solamente una volta che la performance complessiva del fondo sia stata definita e correttamente calcolata. Anche in presenza di questa disposizione ci sono vari motivi che supportano l'idea che la *clawback clause* non riesca pienamente nel suo intento di ridurre il problema d'agenzia.

Nello specifico la clausola diventa inefficace nel momento in cui gli investitori ed i finanziatori non riescano ad accorgersi di eventuali *overpayment* iniziali, caso che sembra altamente improbabile. E' ragionevole pensare che le risorse incassate, durante la vita del fondo, sotto forma di *Carried Interest* vengano ad essere investite da parte dei *General Partners* in operazioni non andate a buon fine, quindi il capitale che dovrà essere restituito può essere già stato dilapidato da parte dei manager e diventare difficilmente recuperabile. Anche nel caso in cui i gestori dispongano di ricchezze sufficienti a rimborsare la somma ricevuta come *performance fee*, è possibile che queste disponibilità non siano facilmente liquidabili, nel caso in cui siano state investite in altri fondi e quindi i *Limited Partners* possono incontrare diverse difficoltà nel recuperare le risorse di loro spettanza⁹⁷.

Nonostante l'utilizzo della clausola di *clawback* e sulla base di queste precisazioni, ci sono vari motivi a supporto dell'idea che la remunerazione variabile non riesca a minimizzare il problema d'agenzia.

Nella stessa categoria del *Carried Interest*, cioè negli strumenti di remunerazione a base variabile, possiamo trovare diverse tipologie di *fee* che comportano, in alcuni casi, una divergenza di interessi tra i *General* e *Limited Partners*.

All'interno di questa classe assume una particolare rilevanza la *transaction fee*; infatti il fondamento alla base di questa specifica commissione è che i manager

⁹⁶ Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, 76 U. CHI. L. REV, 2009

⁹⁷ Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010, p. 286

ottengano un compenso per ogni singola attività di acquisizione o di cambiamento all'interno della struttura.

L'effetto che si può venire a creare è correlato ad una distorsione nelle scelte dei *General Partners* in termini di dimensionamento, leva finanziaria e numero di operazioni che possono verificarsi durante tutta la durata del fondo in relazione a determinate partecipazioni.

Infatti i gestori possono decidere di effettuare un maggior numero di iniziative, di dimensioni minori, piuttosto che compiere pochi *deal* ma di dimensioni maggiori, questa scelta può essere dettata solamente dal maggior tornaconto derivante dalle molteplici operazioni, ricevendo come conseguenza un maggior compenso, come nel caso della vendita di una partecipazione in diverse *tranche* piuttosto che in un'unica grande operazione⁹⁸.

Alla luce di quanto descritto nelle pagine precedenti si può affermare che nonostante l'idea posta come base alla creazione del *Carried Interest*, ovvero di riuscire a realizzare una tipologia di remunerazione per i membri della *management company* basata sulla performance conseguita dal fondo creata appositamente per combattere il problema d'agenzia tra le due categorie di partecipanti, possiamo dire con certezza che lo strumento riesce a soddisfare le finalità per cui è stato creato in modo non del tutto esaustivo.

Infatti rimangono aperti alcuni scenari che non sono adeguatamente presi in esame da parte del *Carried Interest*, causando in alcuni casi la nascita di conflitti d'interesse.

Nel complesso però possiamo osservare un'altra proprietà che caratterizza l'industria del *Private Equity*, infatti, nonostante le varie criticità, che abbiamo elencato, e troviamo all'interno del *Carried Interest* per quanto riguarda la sua propensione a combattere in modo efficace il problema d'agenzia, una peculiarità di questo strumento è data dal fatto che il calcolo del compenso derivante dalla performance è di semplice esecuzione.

Proprio questa caratteristica della facile attuazione rappresenta una particolarità, che contraddistingue il settore rispetto ad altre tipologie di imprese più tradizionali, che si trovano in ambiti diversi dal mondo del *Private Equity*⁹⁹.

⁹⁸ Phalippou L., *Beware of Venturing into Private Equity*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1 (2009)

⁹⁹ Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, 76 U. CHI. L. REV., 2009, p. 174

Infatti nei fondi presenti in questo ramo la remunerazione vincolata alla componente collegata alla rischiosità, cioè all'andamento della performance degli investimenti che non può essere prestabilita nella fase iniziale del fondo, è facilmente calcolabile e lineare.

Invece la *management fee* che non è caratterizzata da nessun livello di rischiosità per quanto riguarda il suo conseguimento, ovvero il manager è sicuro di poter ottenere il ricavo a seguito della semplice attività di gestione del fondo, che viene ad essere remunerato indipendentemente dalla performance conseguita dallo stesso raffigura lo strumento per cui si sono manifestate le maggiori perplessità e criticità per la questione relativa alla nascita di conflitto d'interesse e problema d'agenzia all'interno delle organizzazioni derivante dagli strumenti di remunerazione utilizzati nel settore del *Private Equity*.

Infatti la commissione di gestione presenta maggiori complessità, come abbiamo visto nei capitoli precedenti, soprattutto nella modalità di calcolo che deve essere attuata e nella decisione relativa alla base da utilizzare per il calcolo.

Poi, come vedremo nel dettaglio il prossimo sotto capitolo, questa tipologia di remunerazione è maggiormente manipolabile e può essere più facilmente riconducibile come la causa di problemi d'agenzia tra *General* e *Limited Partners*, sulla base di queste considerazioni si sono sviluppate nel corso del tempo le principali critiche nei confronti dello strumento.

3.4 La Management Fee

La *management fee* è la commissione che remunera i manager per la loro attività di gestione del fondo. In alcuni casi, l'ammontare complessivo della *fee* sul totale del compenso è molto significativo: può arrivare a rappresentare circa la metà della remunerazione dei manager.

Uno dei principali problemi di questa commissione è proprio il pagamento periodico, che viene ad essere riconosciuto ai membri della *management company* indipendentemente dalla performance conseguita dagli investimenti sottostanti.

Questa particolare caratteristica può spingere i *General Partners* a compiere comportamenti opportunistici.

La *management fee* risulta essere, infatti, lo strumento di remunerazione utilizzato all'interno dei fondi di *Private Equity*, maggiormente collegato alla nascita del problema d'agenzia tra i gestori e gli investitori.

Questo pensiero si è affermato soprattutto negli ultimi anni, infatti come possiamo osservare dalla tabella sottostante il trend che si manifesta, all'interno di un campione di 210 fondi¹⁰⁰. La crescita costante del dimensionamento medio dei fondi, senza che la *management fee* subisca una riduzione che sia proporzionale all'incremento in valore assoluto dell'importo ottenuto da parte dei membri della *management company*.

¹⁰⁰ Lo studio è stato realizzato da Stoff I., ricercatore alla Technische Universität München (TUM) e da Braun R., professore alla Friedrich-Alexander University di Erlangen-Nuremberg, entrambi con cattedra nel corso Entrepreneurial Finance. La ricerca si basa su dati presi da 210 fondi operanti tramite operazioni di buyout tra il 1989 e 2012, le informazioni relative alle caratteristiche specifiche dei singoli fondi sono state rilevate dai memorandum di collocamenti privati e da accordi stipulati tra gli investitori e manager raccolti da una grande organizzazione internazionale di Limited Partners.

I dati e i risultati che derivano dallo studio dei due esperti viene riassunto nella tabella seguente:

Tabella 3.1 - Dimensionamento e *management fee* medie nel corso degli anni per una totalità di 210 fondi.

caratteristiche	Anno di analisi			
	< 2001	2001-2003	2004-2007	> 2007
n° fondi analizzati	22	20	86	82
dimensionamento medio (mln \$)	1.358	2.078	2.580	2.135
% con headquarter in Europa	55%	75%	45%	61%
management fee media	1.97%	1.74%	1.83%	1.86%

Fonte: Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, Journal of Applied Corporate Finance, 2014, p. 67

Come dimostrato anche dallo studio, possiamo notare una crescita costante del dimensionamento medio del fondo, la diminuzione del valore per i fondi creati in periodi successivi al 2007 è legata alla grave crisi finanziaria globale del 2008 che ha colpito anche i fondi di *Private Equity*, comunque l'andamento ci descrivere un risultato molto netto.

Ciò che possiamo dedurre come conseguenza di questo cambiamento che si sta attuando è una maggiore preponderanza del valore relativo della *management fee* sul totale del compenso ricevuto dai manager, poiché rimanendo praticamente invariata la percentuale utilizzata come base per il calcolo della commissione, il valore assoluto che deriva dalla moltiplicazione e risulta essere il compenso fisso spettante ai manager è di gran lunga più consistente al giorno d'oggi rispetto al passato¹⁰¹.

Questa caratteristica propria dei fondi di *Private Equity* comporta una serie di problematiche, che sono state puntualizzate ed accentuate in misura sempre maggiore da parte degli investitori, che al giorno d'oggi non vogliono più accettare questa situazione svantaggiosa nei loro confronti.

¹⁰¹ Riprendendo come esempio i dati forniti dalla tabella 3.1 possiamo calcolare il compenso medio ricevuto tramite management fee dai membri della management company prima del 2001 si attestava a circa 26 mln \$ (1.97% calcolato sui 1.358mln \$ di dimensionamento medio dei fondi), mentre la stessa commissione ricevute negli anni successivi al 2007 si conteggia ad un valore di circa 40 mln \$ (1.86% per una dimensione media di 2.135mln \$), quindi solamente a seguito del maggiore dimensionamento medio i General Partners ottengono una management fee più alta del 50% rispetto alla stessa commissione ottenuta meno di dieci anni prima.

Una maggiore commissione di gestione, che viene ad essere pagata direttamente dall'azienda gestita nell'operazione di *buyout* comporta una fuoriuscita di risorse monetarie, che va a colpire il risultato complessivo della società, quindi indirettamente anche i finanziatori che vedono ridursi i loro ritorni sul capitale investito.

Inoltre come è già stato anticipato, i *General Partners* ottengono questa forma di remunerazione indipendentemente dalla performance che viene realizzata nell'investimento.

Alla luce di queste puntualizzazioni possiamo capire perché è proprio questo strumento di compenso che fa nascere le maggiori critiche nei confronti dei sistemi di remunerazione presenti all'interno del settore di *Private Equity*, poiché come conseguenza di questa struttura di retribuzione, collegata al dimensionamento medio del fondo gestito, scaturiscono molteplici criticità.

Queste possono essere suddivise in:

- mancanza di incentivazione per il management nel miglioramento della performance complessiva del fondo;
- opportunismo, da parte del management, nelle decisioni di uscita dall'investimento.

Il primo aspetto, innanzitutto, che risulta in evidenza quando si parla di *management fee* è la rilevanza complessiva della commissione sul totale della performance, in alcuni casi può raggiungere circa la metà del compenso ricevuto complessivamente dai *General Partners*¹⁰².

La conseguenza naturale di questa importanza specifica della *fee* è la propensione, da parte dei *General Partners*, a ricercare nuovi investitori per aumentare le dimensioni del fondo ed ottenere una maggiore commissione di gestione piuttosto che concentrarsi pienamente sulla ricerca e analisi degli investimenti ottimali da effettuare.

Nel corso del tempo sono state realizzate disposizioni ad hoc che cercano di limitare la propensione dei manager a costituire fondi di dimensione sempre maggiore attraverso un limite esplicito al dimensionamento massimo del fondo o al numero massimo di investitori che possono partecipare all'investimento.

¹⁰² Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, 76 U. CHI. L. REV, 2009

Infatti è necessario prestare particolare attenzione soprattutto nei fondi in cui i *General Partners* hanno un'elevata discrezionalità nell'ammissione di nuovi investitori, l'aumento incondizionato delle dimensioni del fondo deve essere visto con un occhio di riguardo da parte dei *Limited Partners*.

Nel momento iniziale di vita del fondo, alla stipula del contratto, viene ad essere delineato il criterio, che dovrà essere poi utilizzato per cercare di superare questo conflitto d'interesse tra i due partecipanti, solitamente si opta per una via di mezzo tra le due possibilità estreme, cioè tra la libera autonomia lasciata ai *General Partners* di ricercare e introdurre nuovi investitori e l'obbligo di necessitare di un esplicito consenso da parte dei finanziatori per poter ampliare il dimensionamento del fondo.

Nella maggior parte dei casi la soluzione che viene ad essere delineata consiste in un incontro tra le due opportunità elencate precedentemente, infatti solitamente i manager hanno piena discrezionalità nel poter ammettere nuovi investitori durante i primi sei mesi di vita del fondo, dopo di che questa possibilità è subordinata al benessere da parte dei *Limited Partners*¹⁰³.

Inoltre un'altra caratteristica che comporta la nascita del conflitto d'interesse è il fatto che questa tipologia di commissione rappresenta per i *General Partners* una garanzia in caso di basso rendimento e insuccesso dell'investimento e nella scelta dell'azienda in cui investire, per questo motivo in alcuni casi i manager possono essere negativamente incentivati nel cercare le imprese ottimali in cui investire, che garantiscono un ritorno sufficientemente adeguato per remunerare anche gli investitori del fondo.

L'unica cosa che va a discapito dei membri della *management company* sarà la perdita nella reputazione che non garantirà ai manager la possibilità in futuro di raccogliere capitali con facilità per i successivi fondi con facilità.

I manager del fondo in base alla loro esperienza e maggiore conoscenza del settore possono, inoltre, sfruttare a proprio favore queste competenze, infatti i ricavi garantiti dalla performance sono periodici e nella maggior parte dei casi i *Limited Partners* non sono in grado di valutare correttamente l'effettivo impegno dei gestori nell'attività, che quindi vengono remunerati anche nei momenti in cui questi non apportano nell'investimento un equo contributo di energie e risorse.

¹⁰³ Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010, p. 284

Inoltre i *General Partners* sfruttano le caratteristiche della *management fee* a proprio favore nel momento in cui hanno già realizzato un investimento e quindi automaticamente sono autorizzati ad incassare la commissione come compenso.

Uno dei comportamenti che possono decidere di seguire è quello di continuare a mantenere in vita investimenti che non stanno ottenendo dei buoni risultati, ma che garantiscono ugualmente un ritorno economico soddisfacente, in termini di commissione di gestione, ai manager e gestori dell'iniziativa.

Queste tipologie di attività, in lingua anglosassone, prendono il nome di investimenti *living dead* o *zombie*¹⁰⁴.

Le attitudini e i comportamenti riscontrati esprimono chiaramente quali sono le principali problematiche presenti all'interno di un fondo di *Private Equity* ed in particolar modo nell'utilizzo dello strumento di remunerazione della *management fee*.

Nell'industria, inoltre, abbiamo notato la presenza del problema d'agenzia, dove è facilmente riconoscibile *l'agent* (il manager), che grazie al ruolo rivestito ed ai poteri a propria disposizione è in grado di poter prendere determinate decisioni, in alcuni casi dettate da interessi personali a discapito dell'altro soggetto presente all'interno del fondo: il *principal* (l'investitore), che in alcuni casi può ritrovarsi in situazioni svantaggiose solamente per il fatto di ricoprire una posizione svantaggiosa nella complessità dell'operazione.

Quindi possiamo dire che tramite i contratti, le specifiche disposizioni e i sistemi di remunerazione che sono stati istituiti si è cercato, nel corso del tempo, di riuscire a ridurre l'importanza decisionale dei *General Partners*, anche se come possiamo osservare la strada da compiere è ancora lunga.

¹⁰⁴ Robinson T., Sensoy B., *Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance*, The Review of Financial Studies, 2013, p. 2764

3.5 Considerazioni sul conflitto d'interessi

Come abbiamo avuto modo di vedere nell'elaborato, il settore del *Private Equity* presenta delle caratteristiche comuni e riscontrabili, nel corso degli anni, nell'utilizzo di sistemi di retribuzione stabili per remunerare i *General Partners*.

Ciò che possiamo evidenziare sono i vari cambiamenti che l'industria del *Private Equity* è in procinto di mettere in atto al fine di superare le nuove difficoltà conseguenti alle ormai superate strutture di compenso, che non riescono più a realizzare la loro finalità originaria di ridurre il conflitto d'interesse tra i *General e Limited Partners*.

Infatti, al giorno d'oggi, sono diversi gli stimoli che spingono gli esperti e coloro che lavorano quotidianamente con le attività tipiche del settore a cercare di creare qualcosa di attuale ed originale in grado di ottimizzare o migliorare gli strumenti utilizzati, così da permettere un nuovo impulso alla crescita dell'industria attraverso una maggiore attrattività per investitori e finanziatori.

È particolare che solamente in questi ultimi anni è apparsa la problematica del conflitto d'interesse nell'utilizzo degli strumenti di remunerazione tra gli operatori di un fondo di *Private Equity* nonostante il loro utilizzo sia stato continuativo sin dall'inizio degli anni '90. È quindi ragionevole chiedersi quale sia il motivo per il quale, dopo diversi decenni dall'introduzione degli attuali strumenti di compenso, ci si preoccupa di questa complicazione solamente ora.

Infatti, dopo aver analizzato le forme di retribuzione utilizzate nei fondi di *Private Equity*, la questione si sarebbe dovuta presentare subito.

Alcune spiegazioni di questo ritardo possono essere rintracciate in determinati fattori che, soprattutto negli ultimi anni, stanno ampliando questa discussione riguardo la crescita dei conflitti d'interesse. Sono elementi che colpiscono soprattutto i *Limited Partners* inducendoli ad una maggiore attenzione nei loro investimenti e nella scelta del fondo ottimale.

Sono diversi i cambiamenti che hanno colpito il settore negli ultimi anni e la trasformazione che si sta attuando si collega al mutamento che sta subendo il sistema economico, che fa da contorto all'industria del *Private Equity*. Sono infatti radicalmente cambiati alcuni elementi distintivi che caratterizzavano il sistema economico-finanziario.

Hanno avuto un ruolo di primo piano in questa evoluzione i seguenti fattori:

- la grande crisi finanziaria che si è imbattuta nei mercati dall'anno 2007 ed ha avuto effetti negativi nella maggior parte dei settori economici;
- la maggior conoscenza e consapevolezza che i *Limited Partners* stanno acquisendo sulle principali operazioni che vengono svolte da parte dei manager e gestori del fondo. Nonostante gli investitori e finanziatori rivestano pur sempre il ruolo del *principal* all'interno del rapporto d'agenzia, che si instaura in un fondo di *Private Equity*, essi sono in grado di poter contare su una maggiore esperienza e preparazione che li rende meno vulnerabili alle scelte e decisioni prese dai membri della *management company*.

Quindi la motivazione che sta conducendo ad una ridiscussione dei sistemi di remunerazione utilizzati all'interno dei fondi di *Private Equity*, non riguarda solamente la staticità nella struttura della remunerazione dei *General Partners*, che comunque, soprattutto negli ultimi anni, ha portato ad un'elevata preponderanza della *management fee* sul totale della remunerazione conseguita, dato il maggior dimensionamento dei fondi. Ciò che porta a tale discussione, infatti, è anche la presenza di quegli aspetti dei contratti e degli strumenti di compenso che sono stati discussi in precedenza e che, come abbiamo visto, presentano problematiche in grado di accentuare il conflitto tra *General* e *Limited Partners*.

Quindi se vogliamo capire a fondo il cambiamento che si sta attuando dobbiamo prendere in considerazione anche le trasformazioni che continuano ad osservarsi nel mercato ed hanno ripercussioni sui sistemi di remunerazione utilizzati all'interno del settore.

Infatti le principali mutazioni che si intravedono all'interno dell'industria possono essere ricondotte a condizioni endogene del mercato e del sistema economico che sono:

- le difficoltà, da parte dei gestori dei fondi, ad ottenere livelli di rendimento, che siano analoghi ai ritorni precedenti la crisi finanziaria;
- le complessità riscontrate negli ultimi anni da parte dei manager nell'effettuare *fund raising* allo stesso modo del periodo antecedente la crisi a causa della minore liquidità presente nei mercati;

- la maggiore professionalità degli operatori che investono nei fondi di *Private Equity*, i quali soprattutto negli ultimi anni hanno istituito delle associazioni con il preciso scopo di ridurre il potere accumulato nel corso del tempo dai gestori e promotori dell'iniziativa d'investimento.

L'industria del *Private Equity* è stata in grado di sostenere una costante crescita nel corso degli anni non solo grazie alla bravura e professionalità degli operatori in grado di realizzare un'elevata performance ma anche alle condizioni favorevoli di mercato che hanno accompagnato lo scenario finanziario fino all'inizio della crisi del 2007, con conseguente relativa facilità nel reperire liquidità sul mercato.

I primi campanelli d'allarme erano già stati evidenziati negli anni precedenti la grande crisi finanziaria da alcuni studiosi che avevano espresso in alcuni dibattiti dei pareri negativi sulla reale efficacia del funzionamento dei fondi di *Private Equity*¹⁰⁵.

Tutto questo scenario deve essere osservato senza tralasciare il ruolo svolto dalla preponderanza della *management fee* sul totale della remunerazione realizzata dai *General Partners* e dalla correlazione tra alcuni strumenti di remunerazione e il problema d'agenzia a cui possono condurre.

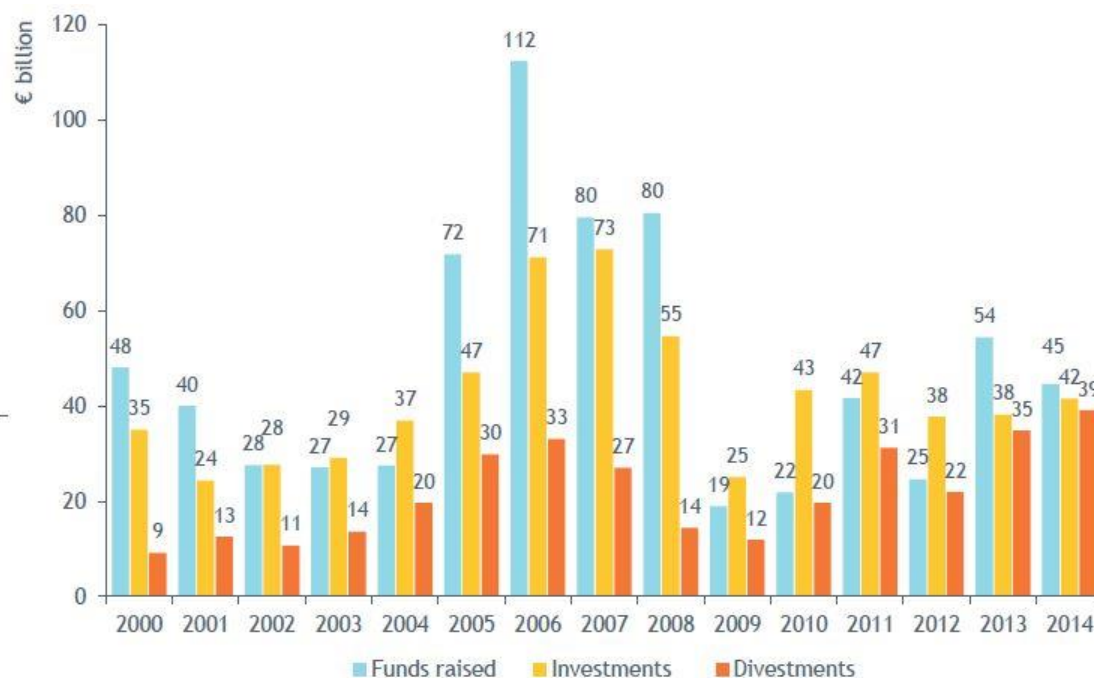
Comunque è importante focalizzarsi anche sugli altri due aspetti che entrano in gioco quando si parla di *Private Equity*.

Come abbiamo visto, un posto di rilievo come fonte di cambiamento per il settore e nella relazione tra *General* e *Limited Partner*, è stato svolto dalla crisi finanziaria che ha portato con sé una serie di conseguenze in grado di compromettere alcuni punti fermi su cui si poggiava il sistema negli anni passati.

Infatti, negli ultimi anni, una conseguenza della crisi è stata la riduzione del valore complessivo degli investimenti realizzati in questo settore e, questo cambiamento, ha avuto effetto anche sulla capacità dei *General Partners* di raccogliere capitali per istituire nuovi fondi.

¹⁰⁵ Sul tema in questione un ottimo spunto di riflessione può essere dato dal lavoro di Robinson D. e Sensoy B., che nella loro ricerca "*Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership and Cash Flow Performance*" analizzano la relazione presente tra la performance del fondo e le condizioni contrattuali utilizzando dati di 837 fondi di *Private Equity* in un lasso di tempo che va dal 1984 al 2010. Gli autori infatti cercano di mettere in guardia coloro che hanno deciso di investire nei fondi riguardo l'eccessivo potere ottenuto da parte dei *General Partners* e le poche possibilità di controllo in mano ai *Limited Partners*.

Figura 3.3 – Volumi nell'attività di fund raising, investimento e disinvestimento nel mercato Europeo nel periodo 2000-2014



Fonte: EVCA, 2014 European Private Equity Activity, statistics on fundraising, investments & divestments, 2014, disponibile sul sito: <https://www.investeurope.eu/media/385581/2014-european-private-equity-activity-final-v2.pdf>

Come viene ampiamente evidenziato anche dal grafico, negli anni seguenti la crisi c'è stata una netta riduzione delle somme raccolta da parte dei membri della *management company*, se prese in considerazione rispetto agli anni antecedenti la crisi. Infatti possiamo osservare che nel 2006 il picco è stato di 112 miliardi di Euro, mentre tutt'ora al 2014 siamo a 45 miliardi di Euro, con un trend in crescita ma molto lontano rispetto ai valori riscontrati negli anni precedenti il periodo di crisi finanziaria.

Quest'ultima considerazione comporta un altro effetto di cui dobbiamo tenere conto, poiché questa mutazione fa sì che gli investitori e i finanziatori riescano ad aumentare considerevolmente la loro forza contrattuale nei confronti dei *General Partners*.

Le maggiori complessità nel raggiungere un rendimento, che sia giudicato soddisfacente dai *Limited Partners*, hanno portato nell'industria maggiori complessità nel riuscire ad effettuare *fund raising* soddisfacenti ed in linea con le aspettative dei manager e gestori del fondo.

Questa difficoltà nel riuscire ad attrarre gli investitori ed i nuovi finanziatori ha portato ad un nuovo scenario che sempre con maggiore frequenza ritroviamo all'interno dei fondi di *Private Equity*, ovvero il maggior potere che i *Limited Partners* riescono ad ottenere nella fase di contrattazione e con il quale stanno cercando di limitare e ridurre il grande potere accumulato nel corso degli anni da parte dei *General Partners*, che grazie a questa peculiarità riescono ad ottenere enormi vantaggi, soprattutto nell'ambito della remunerazione.

La finalità che ricercano i *Limited Partners* è quella di ottenere un nuovo sistema di retribuzione, con clausole specifiche all'interno dei contratti che siano maggiormente vantaggiose nei loro confronti.

Proprio per questi motivi la discussione relativa alla nascita dei conflitti d'interesse all'interno dei fondi di *Private Equity* è emersa soprattutto negli ultimi anni, quando alcuni cambiamenti del mercato hanno evidenziato queste problematiche, da sempre presenti all'interno dei sistemi di remunerazione, ma che non venivano adeguatamente affrontate e discusse per l'elevato rendimento che i membri della *management company* erano in grado di realizzare con i fondi che gestivano.

Questi ritorni così elevati erano in grado di compensare le molteplici ed ingenti spese sostenute dai *Limited Partners*.

Il sistema di remunerazione ha funzionato senza problematiche e discussioni fin quando i rendimenti conseguiti dal fondo sono stati ritenuti accettabili e di grande valore; nel momento in cui questi sono venuti meno, gli investitori hanno iniziato a prendere conoscenza degli ingenti costi che venivano caricati da parte dei gestori dei fondi. Così i *Limited Partners* hanno iniziato a rendersi conto delle negatività nascoste all'interno dei sistemi di retribuzione.

Soprattutto negli ultimi anni, inoltre, gli investitori si sono organizzati in strutture e organizzazioni costituite appositamente per cercare di ottenere condizioni più vantaggiose per i loro interessi.

Come vedremo nel prossimo capitolo le istituzioni legate ai *Limited Partners* stanno assumendo una forma sempre più delineata e si stanno focalizzando su strutture costituite appositamente per aumentare il loro potere contrattuale.

Prima di concentrarci sulle nuove metodologie che stanno assumendo maggiore importanza nei sistemi utilizzati per remunerare i *General Partners*, dobbiamo soffermarci su una specifica condizione contrattuale relativa alla remunerazione dei manager. Tale condizione è già stata oggetto di discussione all'interno delle strutture

di compenso utilizzate nell'industria del *Private Equity* poiché è stata introdotta con lo specifico scopo di combattere il conflitto d'interesse.

Infatti negli anni passati, ma anche in alcuni fondi attualmente costituiti, è richiesta una particolare commissione da versare ai *General Partners* dal momento in cui iniziano a ricevere sottoscrizioni di capitale da parte degli investitori, quindi prima ancora che sia effettuato l'investimento vero e proprio.

La commissione, che prende il nome di *commitment fee*, inizialmente ha subito molte critiche perché i *Limited Partners* hanno intravisto in questa tipologia di *fee* l'ennesimo strumento utilizzato dai membri della *management company* per ottenere ricavi e compensi aggiuntivi a discapito delle imprese gestite, quindi indirettamente anche da parte dei finanziatori che vedono ridursi i ritorni dagli investimenti realizzati.

Questa commissione viene calcolata tramite una percentuale, che solitamente si attesta tra l'1%-1.50% del capitale sottoscritto da parte dei *Limited Partners* all'interno del fondo e viene remunerata periodicamente fin quando i *General Partners* non compiono l'investimento del capitale versato dai finanziatori.

Il versamento della commissione avviene senza che sia necessaria alcuna attività da parte dei *General Partners* ed è proprio questo il motivo che ha spinto gli investitori a criticare lo strumento, sottolineando la condizione sfavorevole dovuta al pagamento di una somma di denaro a fronte di nessuna operazione tangibile da parte dei membri della *management company*.

Se invece analizziamo le peculiarità che hanno portato diversi fondi ad istituire questa nuova commissione, ci accorgiamo che questo strumento di retribuzione non presenta esclusivamente delle negatività ma permette anche di affrontare alcune delle problematiche che portano alla nascita del conflitto d'interesse tra i partecipanti ad un'operazione di *Private Equity*.

Infatti, come abbiamo avuto modo di vedere nel corso del capitolo sia per i sistemi di remunerazione con base fissa come la *management fee* sia per quelli costituiti sulla base della performance conseguita, sono diversi i fattori, presenti all'interno della commissione, che contrastano la nascita del problema d'agenzia.

Se prendiamo in considerazione i comportamenti che possono essere attuati da parte dei membri della *management company* nel tentativo di sfruttare al massimo la loro posizione di potere all'interno del fondo, ci accorgiamo che l'utilizzo della

commitment fee può in alcuni casi limitare la possibilità di adoperare un comportamento opportunistico.

Come abbiamo visto per entrambi i sistemi di remunerazione ci sono degli aspetti che spingono i *General Partners* ad ottimizzare la loro posizione privilegiata all'interno del rapporto con gli investitori.

L'utilizzo di questa commissione può offrire dei vantaggi ad entrambe le parti. Uno dei punti oggetto di conflitto e motivo di discussione tra i partecipanti all'operazione è la propensione da parte di manager e gestori del fondo a cercare di realizzare l'investimento, con il capitale di cui dispongono, nel modo più celere e rapido possibile dal momento che la maggior parte del loro guadagno viene remunerato in base ai risultati conseguiti e al capitale investito nelle operazioni¹⁰⁶.

Il mantenimento di considerevoli somme di risorse non investite comporta dei costi indiretti per i *General Partners* in termini di mancati guadagni relativi al minore incasso derivante dalle commissioni correlate all'andamento e alla gestione degli investimenti.

Questa forma di remunerazione, che consente ai manager di ottenere un ricavo nonostante non sia ancora iniziata l'attività d'investimento vera e propria, non ha solamente aspetti negativi. Nell'industria del *Private Equity*, infatti, questa commissione regalerebbe ai gestori maggiore tempo per valutare correttamente le diverse opportunità d'investimento e consentirebbe di attendere periodi più opportuni per impiegare i capitali a disposizione.

Alla luce di questa considerazione la *commitment fee* assume tutto un altro aspetto poiché i vantaggi derivanti da una scelta dettata da maggiore consapevolezza e considerazione delle possibili alternative si traduce, nella maggior parte dei casi, in un investimento di rendimento superiore, con conseguenti benefici non solo per i *General Partners* ma anche e soprattutto per i *Limited Partners*.

Ciò che dobbiamo tenere in considerazione, che è l'aspetto su cui si basa la commissione, è il *trade-off* tra il minor rendimento ottenuto a seguito dell'investimento anticipato e non adeguatamente ponderato da parte dei *General Partners*, per conseguire i ricavi necessari a raggiungere la soglia del *Carried Interest* ed ottenere la *management fee*, e la fuoriuscita di risorse necessarie a

¹⁰⁶ La remunerazione attuale prevede che la quasi totalità dei ricavi conseguiti dai *General Partners* siano versati a seguito della realizzazione dell'investimento, infatti tramite *Carried Interest* è strettamente connessa alla performance conseguita dal fondo e allo stesso modo con la *management fee* si lega con l'attività di gestione conseguente alla realizzazione dell'investimento.

remunerare con una commissione i membri della *management company* nell'attesa che l'investimento ottimale sia effettuato.

Uno dei vantaggi di questa *fee* è dato dal fatto che i manager possono avere l'opportunità di effettuare un investimento solamente nel momento in cui si ritenga necessario e con un rapporto rischio-rendimento ritenuto accettabile, senza doversi così preoccupare di investire immediatamente il capitale a disposizione per ottenere una remunerazione significativa. La *commitment fee* ha quindi come effetto quello di mitigare l'impatto negativo correlato al *Carried Interest* lì dove il *General Partner*, alla ricerca di un investimento nei tempi più rapidi, si imbatte in un investimento mediamente più rischioso.

Quindi, a mio avviso, una *fee* costituita con i seguenti presupposti cerca delle finalità che se adeguatamente perseguite comporterebbero dei benefici sia per i gestori che per gli investitori.

La direzione e i cambiamenti che stanno avvolgendo il settore comunque iniziano a delinearsi e, come vedremo nel prossimo capitolo, ci sono diversi ambiti colpiti da questa trasformazione, che ha come principale finalità il miglioramento dei rapporti tra le due categorie di partecipanti all'interno del fondo.

Quarto Capitolo

4. Possibile evoluzione e scenari futuri

4.1 Situazione attuale

Il settore del *Private Equity*, come abbiamo già avuto modo di vedere, è in una fase di cambiamento.

Questa situazione si sta ripercuotendo soprattutto sui sistemi di remunerazione utilizzati per remunerare l'operato dei membri della *management company* che hanno il compito di gestire il fondo e prendere le decisioni operative. Nel nuovo contesto in cui il settore si sta muovendo, i *Limited Partners* stanno ottenendo un potere contrattuale sempre maggiore.

Le principali cause possono essere ricondotte principalmente a diversi fattori:

- alla minore liquidità presente sul mercato con la conseguente maggiore difficoltà ad effettuare *fund raising* a determinate condizioni contrattuali, come avveniva negli anni passati, che erano molto convenienti per i *General Partners*;
- all'andamento economico del settore in termini di performance, con una riduzione dei rendimenti;
- alla conoscenza e preparazione dei *Limited Partners* che decidono di investire in un fondo di *Private Equity*.

Il mutato contesto economico di riferimento in cui i *General Partners* stanno operando al giorno d'oggi ha portato delle conseguenze negative per essi.

Sono stati realizzati diversi studi con lo scopo di porre in relazione la performance attuale del fondo con la capacità dei gestori di realizzare successivi *fund raising*. Alcune ricerche, infatti, hanno dimostrato che esiste una connessione tra le

successive raccolte di capitale per fondi di nuova costituzione e il rendimento dell'attuale investimento e che questa relazione è direttamente proporzionale.

Una ricerca, utile per approfondire questa analisi, è stata realizzata dagli autori Chung, Sensoy, Stern e Weisbach, che sulla base del modello realizzato da Berk e Green¹⁰⁷ sono giunti ad alcune affermazioni sulla questione.

Il modello si basa sulla considerazione che gli investitori in un fondo di *Private Equity* siano in grado di decidere, dato un determinato livello di performance conseguito da parte dei *General Partners*, se i membri della *management company* siano capaci e meritevoli di effettuare un altro *fund raising* e in che modo aiutarli tramite un apporto di capitale¹⁰⁸.

Di conseguenza le minori performance ottenute da parte dei gestori dei fondi hanno creato maggiori difficoltà nel riuscire a realizzare elevate raccolte di capitale per i fondi di più recente costituzione.

Il tema della minore performance conseguita dagli operatori del settore si è manifestato non solo in seguito alla recente stagnazione economica dovuta alla crisi finanziaria del 2007, ma anche in precedenza con elementi in grado di far presagire tale cambiamento.

Infatti come evidenziato da una ricerca condotta da diversi studiosi Statunitensi, che hanno analizzato la performance ottenuta dall'industria del *Private Equity*, si poteva avvertire già prima della crisi una riduzione del rendimento medio conseguito da parte dei fondi¹⁰⁹.

Gli addetti del settore avrebbero dovuto prendere in considerazione questo aspetto già diverso tempo fa, così da essere in grado di dare agli operatori dell'industria l'opportunità di iniziare a studiare e testare soluzioni alternative ai cambiamenti che si stavano attuando.

¹⁰⁷ I due studiosi hanno costruito un modello in grado di mettere in risalto la correlazione presente tra la performance ottenuta dal fondo attualmente gestito e la possibilità di condurre successivi *fund raising* in grado di garantire ai *General Partners* ritorni economici in futuro maggiori. Nella loro ricerca i due studiosi sostengono che il flusso di risorse ottenute da parte dei membri della *management company* per realizzare nuovi investimenti rispondano in modo razionale alle performance ottenute in passato dai manager e gestori.

Lo studio può essere visionato nel testo scritto dai due docenti universitari, che prende il nome di *Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets*.

¹⁰⁸ Chung J.W., Sensoy B., Stern L., Weisbach M., *Pay for Performance from Future Fund Flows: The Case of Private Equity*, *The Review of Financial Studies* / v 25 n 11, 2012, p. 3261. L'analisi è stata condotta da parte degli autori su un campione di fondi, che erano suddivisi in *buyout*, *venture capital* e *real estate* istituiti tra il 1969 e il 2009; per tutti i tipi di fondi c'è una relazione positiva tra performance attuale e *fund raising* per il fondo successivo.

¹⁰⁹ Sensoy B., Wang Y., Weisbach M., *Limited partner performance and the maturity of the Private Equity industry*, *Journal of Financial Economics*, 2013

I ricercatori hanno evidenziato, in base alla loro analisi¹¹⁰, che il settore aveva raggiunto un livello di maturità, che rendeva necessario apportare delle modifiche all'attività che regolarmente era svolta all'interno dei fondi di *Private Equity*.

L'analisi è stata realizzata sulla base di dati, che sono stati reperiti da due diverse fonti: VentureXpert e S&P's Capital IQ.

Il primo è stato utilizzato principalmente per approfondire e conoscere in maniera più dettagliata i dati relativi agli investimenti compiuti a partire dal primo anno di analisi, cioè il 1991.

Il secondo database è stato utilizzato per ottenere informazioni specifiche sugli investitori, che operavano all'interno dei fondi, mentre per quanto riguarda il livello di rendimento conseguito da parte dei diversi fondi i valori sono stati ripresi da Preqin.

Tutte le informazioni ed i risultati sono stati suddivisi in due periodi di otto anni ciascuno: l'intervallo 1991-1998 e il periodo 1999-2006.

I risultati principali, in termini di dimensionamento e performance, possono essere sintetizzati nella tabella successiva¹¹¹:

Tabella 4.1 – Caratteristiche dei fondi analizzati dalla ricerca

Periodo analizzato					
1991 – 1998			1999 - 2006		
Dim. media (mln \$)	IRR (%)	Multiplo (sul capitale inv.)	Dim. media (mln \$)	IRR (%)	Multiplo (sul capitale inv.)
1.147,3	19.3	1.92	2.633,9	20.3	2.01

Fonte: Sensoy B., Wang Y., Weisbach M., *Limited partner performance and the maturity of the Private Equity industry*, Journal of Financial Economics, 2013

La tabella mostra le caratteristiche dei fondi di *Private Equity* analizzati nella ricerca.

Nelle colonne sono inseriti, in sequenza:

- il dimensionamento medio, prendendo come riferimento il totale del *committed capital*, dei fondi che sono stati analizzati;
- il tasso interno di rendimento medio dei fondi;
- il multiplo che, invece, è relativo al capitale investito.

¹¹⁰ L'analisi è stata condotta su un campione di 14380 investimenti compiuti da 1852 *Limited Partners* in oltre 1250 operazioni di *buyout* e *venture capital* comprese negli anni 1991-2006.

¹¹¹ I dati inseriti nella tabella 4.1 rappresentano la sintesi della ricerca che è stata condotta dagli studiosi Sensoy, Wang e Weisbach, è possibile prendere visione dello studio complessivo nell'elaborato *Limited Partner performance and the maturing of Private Equity industry*.

Dai risultati che sono indicati nella tabella possiamo effettuare delle valutazioni sul settore. Notiamo infatti che i rendimenti dei diversi fondi, presi in considerazione dalla ricerca, sono rimasti pressoché stabili nel corso del tempo e infatti si è ottenuto un lieve miglioramento del tasso interno di rendimento.

Al contrario, come già abbiamo ampiamente scritto in precedenza, si nota un notevole incremento della dimensione media dei fondi di *Private Equity* con il passare degli anni.

Questo fattore ripropone nuovamente la questione legata alla conseguente crescita in modo esponenziale del valore della *management fee*, calcolata sulla base del dimensionamento medio, sul totale della remunerazione ottenuta da parte dei *General Partners*.

Il risultato che si ottiene ci fa riflettere perché, nonostante il periodo favorevole per compiere investimenti nel contesto economico di riferimento, il tasso di rendimento conseguito da parte dei fondi è rimasto stabile. Questo risultato avrebbe dovuto creare qualche perplessità soprattutto ai gestori dei fondi, questi si sono preoccupati soprattutto di trovare una strategia che gli avrebbe permesso di ottimizzare i loro ritorni economici.

Infatti, come si evince dalla ricerca, i membri della *management company* hanno deciso di aumentare i loro ritorni economici facendo leva sul maggiore dimensionamento del fondo, quindi sfruttando le periodiche commissioni di gestione, piuttosto che incrementare il loro tornaconto tramite un miglioramento della performance, che avrebbe portato dei benefici anche alla categoria dei *Limited Partners*.

Gli investitori, nel corso del tempo e soprattutto negli ultimi anni, hanno effettuato delle riflessioni più approfondite in seguito alle considerazioni che abbiamo appena elencato. Infatti i *Limited Partners* hanno visto crescere in misura esponenziale il costo relativo alle commissioni che i *General Partners* continuavano ad incassare in misura sempre maggiore nonostante i rendimenti ottenuti fossero praticamente gli stessi degli anni precedenti.

Questo cambiamento è stato il punto di partenza che ha spinto gli investitori alla ricerca di una soluzione per limitare l'enorme potere decisionale e lo sproporzionato vantaggio economico che nel corso del tempo i *General Partners* avevano ottenuto.

Per questo motivo gli investitori si sono trovati sempre più d'accordo sulla necessità di istituire delle organizzazioni in grado di tutelare i loro interessi in primis e di

riuscire a superare la problematica relativa alle ingenti spese che i membri della *management company* caricano sotto forma di *fee* e che regolarmente richiedono agli investitori.

4.2 Strutture LP's Friendly

Negli ultimi anni i cambiamenti che abbiamo descritto nel capitolo precedente hanno fatto sì che i *Limited Partners* cercassero tra loro una maggiore cooperazione per superare le difficoltà che si sono presentate recentemente.

Le organizzazioni e le associazioni istituite da parte degli investitori, a partire dagli anni '90 in poi, hanno posto come fine ultimo quello di far valere gli interessi dei propri iscritti.

Tra le associazioni istituite un ruolo di primo piano è svolto dall'ILPA (Institutional Limited Partners Association), un'organizzazione *member-driven* esclusivamente dedicata alla difesa degli interessi dei propri iscritti, quindi di coloro che decidono di investire in fondi di *Private Equity*.

La tutela degli associati si realizza tramite programmi di aggiornamento sulle dinamiche guida del settore, ricerche indipendenti, *best practices* da seguire, *networking* e collaborazione tra società provenienti da ogni parte del globo.

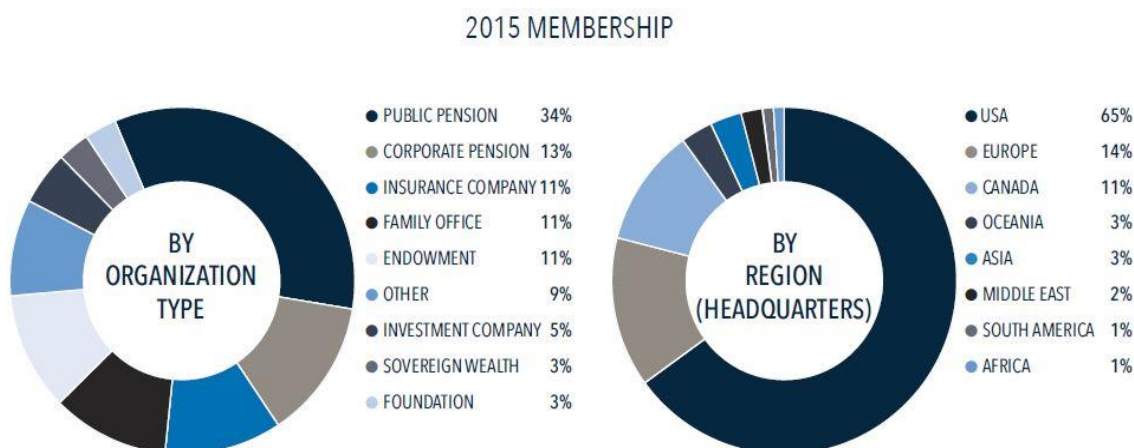
Inizialmente è stata fondata in modo informale da un gruppo di 15-20 diversi investitori che si riunivano in incontri con cadenza semestrale.

L'ILPA è cresciuta poi nel corso del tempo fino ad includere 400 membri in rappresentanza di oltre 1000 miliardi di dollari in *asset* detenuti nei fondi di *Private Equity*.

L'organizzazione è composta dalla totalità dei diversi soggetti che hanno a che fare con l'industria del *Private Equity*, tanto che all'interno dell'associazione possiamo trovare fondi pensione pubblici e privati, fondazioni, banche, investitori privati e compagnie di assicurazione provenienti da ogni parte del mondo dal Nord America fino all'Australia¹¹².

¹¹² Se si vuole approfondire il tema riguardante l'organizzazione, in particolare storia e report periodici sull'attività svolta da parte dell'associazione, è consigliabile visitare il sito dell'organizzazione: <https://ilpa.org/>

Figura 4.1 – Composizione per natura istituzionale e area geografica di appartenenza dell'ILPA nell'anno 2015



Fonte: 2015 ILPA Annual Report, disponibile sul sito: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2016/04/ILPA-2015-Annual-Report_MAR-31V2.pdf

Uno dei ruoli svolti da queste tipologie di associazioni, istituite a difesa degli interessi degli investitori, è quello di dare delle linee guide per i propri membri così da tutelarli maggiormente nei confronti delle molteplici disposizioni introdotte dai membri della *management company*.

L'associazione tramite le deliberazioni comuni e condivise tra tutti i membri che ne fanno parte cerca di dare una linea comune utilizzabile dagli investitori per contrastare le decisioni prese dai *General Partners* mossi per lo più da interessi personali.

Inoltre, tramite questa forma di associazione, i *Limited Partners* sono tutelati ed hanno un maggior potere contrattuale nel momento in cui decidono di trattare con i membri della *management company* per quantificare le proprie risorse da apportare all'investimento.

L'ILPA infatti ha redatto una serie di principi normativi e regolatori che nel complesso formano un codice che i propri iscritti, nel momento in cui decidono di impiegare del capitale in un fondo di *Private Equity*, devono seguire. Queste prescrizioni prendono il nome di *principles*¹¹³.

All'interno, poi, per cercare di incoraggiare la discussione tra i *General* e *Limited Partners* sono state introdotte delle disposizioni allo scopo di migliorare il settore nel

¹¹³ I *principles* sono stati realizzati da parte dell'organizzazione per dare un programma strutturato e completo di istruzioni esecutive designato proprio per l'ottica dei *Limited Partners*. Sono stati redatti due edizioni dei *principles*, la prima nel 2009 successivamente rivisitata nel 2011.

medio-lungo periodo tramite l'inserimento di alcune clausole in grado di favorire lo sviluppo della partnership e la comunicazione tra i soggetti che partecipano all'operazione di *Private Equity*.

Tali condizioni perseguono inoltre l'obiettivo di riallineare gli interessi tra *General* e *Limited Partners*.

I *Principles* sono stati redatti sulla base di input e *feedback* dati da molteplici investitori istituzionali ed altri membri dell'associazione, che mettendo insieme le difficoltà e le problematiche incontrate negli investimenti hanno deciso di delineare specifiche *best practices* all'interno dell'industria¹¹⁴, che siano in grado di migliorare la capacità decisionale e il livello di conoscenza dei vari investitori che effettueranno degli investimenti nel settore.

Dalla data di istituzione dei *Principles* le disposizioni introdotte da parte dell'ILPA hanno portato diversi cambiamenti e successi nell'ottica della comunicazione e dell'informazione tra i membri della *management company* e gli investitori.

Questi miglioramenti hanno fatto sì che nell'industria prendesse sempre più campo l'idea di un maggiore avvicinamento tra gestori dei fondi e investitori con la speranza di migliorare i rendimenti degli investimenti a seguito della maggiore cooperazione e del maggior scambio di informazioni tra di essi.

Il mondo del *Private Equity* si sta muovendo verso sistemi che sono stati chiamati *Limited Partners Friendly*, ovvero maggiormente focalizzati nei riguardi degli investitori, cosa che non si era mai verificata negli anni passati e che, secondo questa nuova tendenza, deve essere riscoperta affinché il mercato del *Private Equity* riprenda a sostenere i livelli di crescita ottenuti dal settore negli anni passati, ma non più riscontrati ormai da un decennio.

Alla base della partnership che si instaura in un fondo di *Private Equity*, secondo i *principles*, ci devono essere tre linee guida che compongono l'essenza della collaborazione tra i partecipanti all'operazione e i presupposti sono¹¹⁵:

- allineamento degli interessi;
- *governance*;
- trasparenza.

¹¹⁴ Plowman N., Hodson K., ILPA private equity principles - aligning the interest of limited partners and general partners, Lexology, disponibile sul sito:

<http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=5d1d8e69-42c0-46a5-9558-4ab2e31ea5b0>

¹¹⁵ Institutional Limited Partners Association, *Private Equity Principles*, disponibile sul sito:

<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2015/07/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf>

L'obiettivo posto come traguardo da parte delle organizzazioni a tutela dei *Limited Partners* è quello di riuscire a sviluppare dei fondi che siano strutturati in modo tale da raggiungere i tre principi precedentemente elencati.

Il punto più importante, in relazione all'argomento trattato nell'elaborato, che viene discusso nei *principles*, riguarda il tema dell'allineamento degli interessi.

Anche l'ILPA sostiene che il modo migliore per realizzare la convergenza delle utilità tra i diversi partecipanti sia quello di effettuare una correlazione tra il risultato economico conseguito da parte degli investitori e soprattutto dei *General Partners* e la performance ottenuta dal fondo. Infatti nel testo dei *principles* questa considerazione viene esplicitamente sostenuta con le seguenti parole:

“General Partners wealth creation from excessive management, transaction or other fees and income sources, reduces alignment of interest”.

Secondo la disposizione contenuta all'interno dei *principles*, ciò che comporta una riduzione dell'allineamento degli interessi dei partecipanti è correlato all'eccessivo guadagno ottenuto dai membri della *management company* a seguito dell'incasso di *fee* ed altre commissioni che non sono collegate alla performance conseguita dall'investimento.

Questa supposizione è stata ribadita più volte nel corso della stesura dell'elaborato ed è oggi uno dei principali punti su cui si sta focalizzando l'attenzione degli investitori per cercare di tutelare i loro interessi.

I *Principles* trattano nel complesso delle *best practices* da seguire nelle diverse fasi dell'investimento, è interessante approfondire di cosa trattano quando si parla di *management fee* che viene considerata come la principale causa del disallineamento degli interessi tra i membri della *management company* e gli investitori¹¹⁶.

Su questa commissione i consigli che vengono rilasciati dall'Institutional Limited Partners Association sono di varia natura e per lo più sostengono che la *fee* deve essere basata e deve riferirsi nel complesso ad un valore prossimo alle spese gestionali sostenute dai *General Partners* nel corso dell'operazione.

Inoltre il costo legato alla commissione di gestione, da affrontare durante l'investimento, deve essere adeguatamente specificato e dichiarato nel periodo iniziale di costituzione del fondo tramite la definizione di un modello che sarà usato come guida da parte degli investitori per stabilire la *management fee* da pagare nel

¹¹⁶ Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010

corso dell'investimento. Infatti questa tipologia di costo deve essere legata al periodo di vita ed alle caratteristiche del fondo ed è ragionevole pensare che la commissione di gestione richiesta ai *Limited Partners* durante la fine del periodo di investimento, nel periodo di proroga della durata complessiva oppure nei momenti relativi alla formazione di un *follow-on fund*, dovrebbe essere di livello inferiore rispetto, ad esempio, al periodo iniziale se si prendono in considerazione le minori spese gestionali a cui sono sottoposti i membri della *management company* in questi specifici momenti di vita del fondo¹¹⁷.

Anche in Italia il settore sta subendo i cambiamenti che si osservano oltreoceano nella relazione tra *General* e *Limited Partners* e su questo punto è di grande importanza una ricerca condotta da Conca e Pisani¹¹⁸.

I due docenti universitari hanno cercato di esaminare la relazione presente nel mercato italiano tra *General* e *Limited Partners* all'interno di un operazione di *Private Equity* cercando di cogliere il grado di soddisfazione degli investitori istituzionali in questo mercato, fortemente ridimensionato nei rendimenti a seguito della crisi finanziaria.

Come conclusione dell'analisi gli autori sostengono che anche in Italia il rapporto tra i due partecipanti all'operazione riprende ciò che altri autori impegnati in relazioni sul settore hanno già evidenziato e messo in discussione.

Anch'essi infatti considerano vari aspetti dove intervenire per migliorare il funzionamento dell'attività, essi sono:

- la necessità di una maggiore trasparenza nelle operazioni;
- l'importanza data alla reputazione dei manager e gestori del fondo nelle scelte d'investimento da parte degli investitori
- la richiesta di un rafforzamento nel rapporto fiduciario fra le controparti.

¹¹⁷ Institutional Limited Partners Association, *Private Equity Principles*, disponibile sul sito: <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2015/07/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf>

¹¹⁸ Valter Conca è un professore associato di Economia e Gestione delle Imprese e direttore del Laboratorio Private Equity & LBO della SDA Bocconi, Raoul Pisani è un professore ordinario della Facoltà di Economia all'Università di Trento. La loro ricerca è stata realizzata sul database del Laboratorio Private Equity & LBO della SDA Bocconi ed è stata implementata con un questionario inviato ai principali *Limited Partners* Italiani i cui rispondenti formano il 52% dei fondi investiti. La studio prende il nome *Private Equity: Ruolo e Politiche di Investimento dei Limited Partner Italiani*, disponibile all'interno del magazine Economia e Management della SDA Bocconi.

I due docenti sostengono che il rapporto si stia muovendo verso la direzione di una “delega controllata”¹¹⁹, con delle implicazioni a livello manageriale su diversi aspetti tipici in un’operazione di *Private Equity* e riassumono i principali cambiamenti nei seguenti punti:

- i *Limited Partners* richiedono una dettagliata esplicitazione dei criteri di composizione del portafoglio investimenti deciso da parte dei membri della *management company*, insieme alla necessità di una maggiore condivisione del rischio da parte dei *General Partners* tramite apporto di capitale proprio negli investimenti;
- nel periodo di investimento viene richiesta una minuziosa rendicontazione della performance e un maggiore coinvolgimento dei *Limited Partners* nelle logiche di liquidazione delle partecipazioni in portafoglio;
- modifiche nel modello organizzativo attualmente utilizzato nella maggior parte dei fondi, con la prevalenza di persone con competenze per lo più finanziarie, attraverso l’introduzione di figure con delle capacità imprenditoriali (c.d. *operating partner*¹²⁰);
- un nuovo sistema di relazione tra *General* e *Limited Partners*, dove agli investitori è concesso il *pledge fund* cioè la possibilità di intervenire nella decisione di allocazione dei fondi sul singolo *deal*.

Soprattutto i punti 2 e 4 richiedono una maggiore conoscenza e miglioramento del *know-how* in capo ai *Limited Partners* al fine di poter valutare correttamente sia le decisioni già attuate che quelle da prendersi congiuntamente con i gestori dei fondi.

Ciò che comunque si evidenzia, anche in questo studio, è la necessità di realizzare un rafforzamento della collaborazione all’interno del fondo di *Private Equity*. Proprio per questo motivo i *General* e i *Limited Partners* devono riuscire ad entrare in nuove logiche di ragionamento superando i limiti presenti negli attuali fondi di investimento.

Tramite questo cambiamento l’obiettivo è di far coesistere in modo sereno e vantaggioso entrambi i partecipanti, che nel passato per varie motivazioni sono sempre stati in contrasto e in un clima di conflitto.

¹¹⁹Conca V., Pisani R., *Private Equity: Ruolo e Politiche di Investimento dei Limited Partner Italiani*, Economia e Management, 2013, p. 63

¹²⁰ Per *operating partner* si intendono figure professionali con precedenti esperienze imprenditoriali e manageriali.

La sfida è di difficile realizzazione ma il momento di criticità che il settore sta passando in questo preciso periodo storico rappresenta la fase migliore per effettuare una trasformazione orientata anche alle aspirazioni degli investitori tramite l'istituzione di un sistema *LP's Friendly*.

La modifica dell'attuale struttura organizzativa andrà necessariamente ad intaccare anche gli attuali sistemi di remunerazione, utilizzati ormai da diversi decenni.

4.3 Le nuove clausole sulla remunerazione

Alla luce delle nuove disposizioni introdotte dalle associazioni istituite a tutela degli investitori istituzionali che decidono di investire all'interno dei fondi di *Private Equity*, è comprensibile e naturale aspettarsi modifiche su alcuni degli attuali aspetti riguardanti la remunerazione.

Il cambiamento più grande che si sta osservando a seguito delle pressioni esercitate dagli investitori sui *General Partners*, riguarda soprattutto il bilanciamento verso una struttura remunerativa maggiormente equilibrata. Infatti, come abbiamo avuto modo di vedere, i principali aspetti che hanno portato alla ridiscussione dei compensi percepiti dai manager sono legati soprattutto ai seguenti punti:

- il peso della management fee sul totale della remunerazione, spinto dal maggiore dimensionamento medio dei fondi di *Private Equity*;
- minore rilevanza del *Carried Interest*, con conseguente distacco da parte dei *General Partners* verso il risultato conseguito dal fondo;
- condizioni macroeconomiche del settore.

Inoltre, in seguito all'attuale crisi finanziaria, si stanno introducendo nuovi schemi di vigilanza prudenziale con il preciso scopo di aumentare il livello di patrimonializzazione degli intermediari finanziari, soprattutto per quanto riguarda le compagnie di assicurazione e gli istituti bancari che si configurano come *Limited Partners*, se orientati verso strumenti illiquidi come gli investimenti realizzati nel settore del *Private Equity*.

Se questo scenario dovesse essere confermato, ne deriverebbero ulteriori conseguenze¹²¹:

¹²¹ Conca V., Pisani R., *Private Equity: Ruolo e Politiche di Investimento dei Limited Partner Italiani*, Economia e Management, 2013, p. 63

- la necessità di realizzare, in modo ancora più congiunto, un rapporto collaborativo tra *General* e *Limited Partners*;
- l'opportunità di creare strumenti più mediati e più liquidi, che siano in grado di ridurre l'illiquidità dell'investimento.

Negli ultimi anni, in alcuni fondi di grandi dimensioni che sono stati istituiti, i *Limited Partners* sono riusciti a negoziare condizioni maggiormente favorevoli nei contratti stipulati con i membri della *management company*¹²².

In alcuni regolamenti è prevista una riduzione della percentuale utilizzata come base per il calcolo della *management fee* da far pagare agli investitori. Questa possibilità viene attuata in presenza di particolarità all'interno dell'investimento, tra le quali troviamo:

- i finanziatori *early closers*¹²³;
- per i fondi che raggiungono un predeterminato dimensionamento, ad esempio la *fee*, in alcuni fondi, viene calcolata sull' 1% del capitale impiegato se essi superano il dimensionamento di otto miliardi di euro;
- se alcuni *Limited Partners* hanno deciso di investire una somma rilevante all'interno del fondo, i *General Partners* possono decidere di applicare una scontistica sulla commissione di gestione che colpisce il capitale apportato da questi investitori.

Quindi alcune tipologie di accorgimenti a favore degli investitori hanno già preso campo all'interno dell'industria, soprattutto nell'ambito della riduzione della *management fee*, anche se è chiaro che la strada da compiere sotto questo punto di vista è ancora molto lunga.

Per riuscire ad assicurare un effettivo allineamento degli interessi tra le due principali categorie in un fondo di *Private Equity* c'è bisogno di ripensare alla complessiva struttura di remunerazione per i membri della *management company*.

¹²²Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, Journal of Applied Corporate Finance, 2014, p. 71

¹²³ Sono compresi in questa categoria gli investitori che decidono di investire capitale nel fondo nelle fasi iniziali del periodo di raccolta del capitale.

Le singole disposizioni attuate a favore dei *Limited Partners*, infatti, non riescono a garantire un adeguato fondamento per superare il conflitto d'interesse tra gestori del fondo e investitori¹²⁴.

Ci sono esempi di diversi fondi, istituiti recentemente con la finalità di garantire un maggiore allineamento degli interessi tra i *General* e *Limited Partners*, nei quali è possibile individuare una caratteristica comune riguardante il sistema di remunerazione attuato.

Infatti il settore si sta muovendo verso una retribuzione che permetta ai *General Partners* di ottenere lo stesso guadagno ricevuto attualmente con il sistema di compenso basato sulla struttura 2/20, cioè con una *management fee* del 2% e un *Carried Interest* del 20% ottenuto a seguito del raggiungimento della soglia minima di rendimento (c.d. *hurdle rate*) dell'8%.

Tra i diversi fondi che hanno provato a definire una retribuzione diversa rispetto al sistema standard 2/20 c'è un particolare fondo istituito recentemente che è interessante analizzare quando si tratta questo particolare tema.

Il fondo in questione è stato realizzato da Bain Capital¹²⁵ e prende il nome di Bain Capital Fund XI, che ha la particolarità di offrire ai sottoscrittori la possibilità di scelta tra tre diverse condizioni nelle modalità di remunerazione per i *General Partners*.

¹²⁴ Se consideriamo, ad esempio, due fondi istituiti, in successione, da parte degli stessi *General Partners*, dove il primo fondo ha raccolto € 1MLD con una commissione di gestione del 2% ed assumendo una durata dell'investimento di cinque anni, al termine i membri della *management company* hanno incassato complessivamente € 100MLN sotto forma di *management fee*; se gli stessi sono in grado di istituire un nuovo fondo, questa volta con un dimensionamento di € 2MLD, anche un valore minore della percentuale utilizzata come calcolo della *management fee*, ad esempio ridotta dello 0,20% quindi pari a 1,80% con la medesima durata dell'investimento alla chiusura del secondo fondo i *General Partners* hanno ugualmente ricavato € 180MLN. Questo guadagno, in proporzione, è sicuramente maggiore rispetto all'aumento dei costi operativi e di gestione che sarebbero dovuti aumentare dell'80% rispetto alle spese per la costituzione del primo fondo per fare in modo che il pagamento della commissione sia stato equo e effettivamente correlato ai costi di gestione e istituzione del fondo.

¹²⁵ Bain Capital è una società statunitense di Private Equity, specializzata in acquisizioni, Venture Capital e investimenti alternativi. Investe in diversi settori industriali e aree geografiche. La società gestisce approssimativamente beni per un controvalore di circa 75 miliardi di dollari attraverso le sue piattaforme di investimento. Per avere maggiori informazioni è consigliabile prendere visione del sito: <https://www.baincapital.com/>

4.3.1 Il caso Bain Capital Fund XI

Il fondo istituito da Bain Capital presenta varie caratteristiche, in contrasto con gli standard utilizzati regolarmente dai fondi di *Private Equity*, ed è interessante entrare nel dettaglio perché una delle novità è la possibilità data ai *Limited Partners* di scegliere tra tre possibilità di retribuzione presenti nelle specifiche contrattuali per la remunerazione dei membri della *management company*. Infatti il fondo offre tre combinazioni di compenso per quanto riguarda la commissione di gestione, il *Carried Interest* e l'*hurdle rate* da applicare alle società acquisite:

Tabella 4.2 – Composizione della struttura di remunerazione all'interno del fondo Bain Fund XI

Combinazione	<i>Management fee</i> (% su committed capital)	Carried Interest	Hurdle rate
1	1.50%	20%	7%
2	1.00%	30%	7%
3	0.50%	30%	-

Elaborazione personale di dati presi dal testo di Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2014

Come si può osservare nella tabella 4.2 il fondo offre un'ampia gamma di scelta, infatti i termini spaziano da una *management fee* calcolata con livelli prossimi a quelli utilizzati nel mercato a valori in cui la percentuale è molto bassa (0,50%) in cui i membri della *management company* decidono di correlare il loro guadagno quasi esclusivamente al risultato conseguito dal fondo che essi gestiscono.

E' stato considerato un fondo di notevole rilevanza per la nostra analisi, soprattutto per due principali ragioni¹²⁶:

- la percentuale applicata al calcolo della *management fee* è, in tutti e tre i casi, un valore inferiore rispetto alla stessa che viene applicata nelle condizioni standard di remunerazione¹²⁷;
- la presenza di un livello di *Carried Interest* elevato: in due casi su tre l'importo corrisponde al 30% dei ricavi generati dal fondo, ciò aumenta

¹²⁶Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2014, p. 72

¹²⁷Infatti solitamente un fondo di dimensione media maggiore di € 1MLD ha una commissione di gestione pari circa al 2% del capitale impegnato nel fondo.

l'importanza della performance conseguita dal fondo e quindi della remunerazione variabile sul totale del compenso ottenuto da parte dei membri della *management company*. Questo aspetto segue un trend contrario rispetto alle strutture di retribuzione che si sono attuate nel corso degli anni, come abbiamo avuto modo di vedere nel corso della stesura dell'elaborato. Proprio per questo motivo il nuovo fondo istituito da Bain Capital assume un ruolo rilevante all'interno delle modifiche e dei cambiamenti che il settore del *Private Equity* sta subendo;

- all'interno delle condizioni a disposizione esiste un'alternativa che può essere vista con un occhio di riguardo. Infatti l'eliminazione dell'*hurdle rate*, all'interno della terza combinazione, segna una decisa inversione di tendenza che può destare alcune preoccupazioni perché il livello minimo di rendimento rappresenta una sorta di garanzia nei confronti dei *Limited Partners*.

Inoltre una simulazione è stata effettuata utilizzando come variabile tre diversi livelli di rendimento, cioè un *internal rate of return* del 20.7%, 13.5% e 5.2%, ottenuto a seguito dell'investimento.

I dati utilizzati per realizzare la simulazione assumono un dimensionamento del fondo di due miliardi e mezzo di dollari, un periodo di investimento pari a cinque anni.

I risultati trovati, per i livelli ipotetici di rendimento, sono il valore del *net money multiple*¹²⁸ ottenuto dagli investitori, i ricavi percepiti dai *General Partners* sotto forma di compenso, calcolato come somma di *management fee* e *Carried Interest*, e la rilevanza, in percentuale, della commissione di gestione sul totale del compenso ottenuto dai *General Partners*.

L'esito è riportato per tre possibili combinazioni, che riprendono la struttura delle alternative presenti nel Bain Capital Fund XI¹²⁹.

¹²⁸ Questo indicatore viene calcolato come il rapporto tra il totale del capitale ottenuto a seguito del disinvestimento e l'ammontare dedicato a quel particolare investimento, può anche essere chiamato multiplo sul capitale investito o MOIC.

¹²⁹ Sono state compiute delle piccole modifiche sul livello dell'*hurdle rate* che viene considerato pari all'8% e sulla percentuale da utilizzare per il calcolo della commissione di gestione, che assume un valore di 1.75% invece che di 1.50%.

I risultati sono disponibili nella tabella seguente:

Tabella 4.3 – Risultati, a seguito del tasso di rendimento dato, per le tre combinazioni nella remunerazione

	Caso 1	Caso 2	Caso 3
Management fee	1.75%	1.00%	0.50%
Carried Interest	20%	30%	30%
Hurdle rate	8%	8%	-
Prima analisi: <i>Money Multiple return</i>			
IRR 20.7%	1.91	1.83	1.85
IRR 13.5%	1.51	1.48	1.50
IRR 5.2%	1.13	1.18	1.15
Media	1.52	1.50	1.50
Seconda analisi: Ricavi complessivi per i <i>General Partners</i> (in MLN\$)			
IRR 20.7%	856	1053	995
IRR 13.5%	606	678	620
IRR 5.2%	289	165	245
Media	584	632	620
Terza analisi: % Ricavi provenienti dalla <i>management fee</i>			
IRR 20.7%	33.7%	15.7%	8.3%
IRR 13.5%	47.6%	24.3%	13.3%
IRR 5.2%	100.0%	100.0%	33.6%
Media	60.5%	46.7%	18.4%

Fonte: Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, Journal of Applied Corporate Finance, 2014

Nella prima analisi, relativa all’impatto della tipologia di remunerazione sul *money multiple* ottenuto dai *Limited Partners*, possiamo notare che data una determinata performance del fondo i risultati ottenuti dagli investitori come multiplo sul capitale investito è pressoché lo stesso nelle tre diverse possibilità di remunerazione per i manager e gestori del fondo.

La seconda analisi definisce il compenso complessivo ottenuto dai *General Partners*, quindi la somma tra la commissione di gestione e il *Carried Interest*. Tramite questa osservazione possiamo notare che i membri della *management company* hanno un ritorno economico maggiore nelle condizioni contrattuali standard nel caso in cui ci sia una cattiva performance del fondo (IRR del 5.2%). In questa situazione di basso rendimento il compenso ottenuto dai *General Partners* con la struttura standard di remunerazione è di gran lunga superiore rispetto ai nuovi scenari che sono stati introdotti con Bain Capital Fund XI, infatti il compenso nel caso 1 (289 milioni di dollari) è maggiore del 75% e 18% rispettivamente ai casi 2 (165 milioni di dollari) e 3 (245 milioni di dollari).

Allo stesso modo se il risultato economico dell'investimento è positivo, gli stessi hanno benefici maggiori in termini di ricavi con i nuovi strumenti di remunerazione introdotti nel fondo, infatti nell'ipotesi di maggiore rendimento i casi 2 e 3 hanno un compenso ottenuto grazie alla maggiore percentuale di *Carried Interest* di gran lunga superiore rispetto alla remunerazione standard.

Infine l'ultima ricerca condotta ci evidenzia la percentuale del ricavo ottenuto dai manager e dai gestori sotto forma di commissione di gestione.

Come ci aspettavamo nelle condizioni tradizionali, nei casi di cattiva performance degli investimenti effettuati, la *management fee* può anche rappresentare il totale dei ricavi conseguiti dai manager poiché non riescono a raggiungere il livello di rendimento minimo che fa scattare il *Carried Interest*¹³⁰.

Quest'ultimo risultato, soprattutto, ci dimostra l'importanza data alle nuove specifiche condizioni contrattuali costruite per cercare di ridistribuire i ricavi ottenuti da parte dei membri della *management company* ed il loro ruolo svolto nell'attività di riallineamento degli interessi all'interno dell'industria del *Private Equity*.

Come abbiamo visto nel corso del capitolo, grazie alle nuove associazioni istituite da gruppi di investitori, si è cercato di migliorare la loro capacità contrattuale e decisionale.

¹³⁰ La simulazione è stata realizzata partendo dal presupposto che il rendimento ottenuto da parte dei membri della *management company* sia suddiviso in modo approssimativo in remunerazione fissa, considerando solamente la *management fee* e compenso variabile con riferimento al *Carried Interest*. Questo rappresenta una situazione estremizzata della realtà, effettuata per riuscire ad analizzare in modo migliore la relazione tra commissione di gestione e performance *fee*. E' una situazione ipotetica che non si verifica in nessun attuale fondo di *Private Equity*. Per questo motivo si parla di una remunerazione totalmente composta da *management fee* nel caso 1 in cui il rendimento conseguito dal fondo è del 5.2%, valore che non permette il raggiungimento della soglia minima dell'*hurdle rate* che fa scattare il pagamento del *Carried Interest*.

Questa attività ha portato l'industria del *Private Equity* a valutare la possibilità di realizzare dei cambiamenti all'interno del settore, con particolare attenzione soprattutto alle strutture di remunerazione utilizzate.

I metodi standard della retribuzione su cui si sono basati i fondi fino al giorno d'oggi infatti sono da considerarsi superati poiché i *Limited Partners* non accettano più il ruolo marginale avuto finora all'interno dell'industria.

I risultati dell'analisi ci fanno inoltre riflettere sulla problematica legata alla remunerazione ottenuta dai *General Partners* con la commissione di gestione. Infatti per i metodi più tradizionali¹³¹ osserviamo che nei casi di cattiva performance dell'investimento i *General Partners* possono arrivare ad ottenere quasi la totalità del loro compenso sotto forma di *management fee*.

Alla luce di questa situazione, a seguito del cambiamento nei rendimenti conseguiti dai fondi di *Private Equity*, gli investitori hanno iniziato a richiedere condizioni di retribuzione che siano meno svantaggiose nei loro confronti.

Se analizziamo la clausola, da considerarsi nuova all'interno del Bain Capital Fund XI, cioè la terza combinazione disponibile, caratterizzata da una commissione di gestione calcolata utilizzando come percentuale del *committed capital* un valore quasi prossimo allo zero; da questo si desume che i membri della *management company*, per ottenere rendimenti adeguati ai compensi precedenti, cioè sullo stesso livello dei ricavi ottenuti negli anni antecedenti la crisi finanziaria, tenderanno a massimizzare il rendimento del fondo che gestiscono, così da comportare un beneficio anche ai finanziatori che decidono di investire nelle attività del fondo.

Inoltre, a mio avviso, c'è un ulteriore aspetto da prendere in considerazione all'interno dei cambiamenti che stanno coinvolgendo il settore del *Private Equity*. L'industria sta subendo un ridimensionamento anche nelle dimensioni del *fund raising*, cioè il volume d'affari del *Private Equity* ha subito una riduzione a seguito della recessione che ha colpito diversi settori economici.

In questo contesto quindi aumenta la competitività tra i *General Partners* nell'effettuare raccolte di capitali soddisfacenti e in linea con le proprie aspettative.

I manager e gestori, quindi, sono quasi obbligati a cercare soluzioni in grado sia di soddisfare gli attuali *Limited Partners* che hanno già investito nel fondo, sia di

¹³¹ Con metodi tradizionali ci si riferisce ai sistemi di remunerazione basati sul sistema 2/20, quindi con una *management fee* pari al 2% del *committed capital* e un 20% di *Carried Interest* sul guadagno complessivo dell'investimento.

attrarre nuovi investitori per riuscire a superare le difficoltà nella raccolta dei capitali per i fondi successivi.

Così una scelta come quella realizzata da Bain Capital rappresenta una novità all'interno del settore, ma anche una dimostrazione del fatto che è possibile ottenere rendimenti soddisfacenti.

La decisione di rinunciare quasi completamente alla commissione di gestione, che ad oggi è uno dei principali strumenti di guadagno per i manager e gestori del fondo¹³², rappresenta una trasformazione rilevante all'interno dell'industria.

Infatti oltre alla novità che viene introdotta, questa struttura di compenso lancia un messaggio ai potenziali investitori. Il significato dato al mercato è quello di poter conseguire rendimenti tali da essere indipendenti dalla commissione di gestione per ottenere una remunerazione gradita.

Con questa condizione viene dimostrato che i membri della *management company* sono in grado di effettuare investimenti tali da far passare in secondo piano l'importanza relativa del compenso ottenuto con la remunerazione fissa. Con la nuova struttura di remunerazione essi si impegnano a conseguire un rendimento complessivo degli investimenti più alto, in modo tale da riuscire a compensare la perdita di guadagno data dalla minore *management fee* con i maggiori introiti derivanti dal *Carried Interest*.

Ovviamente questo cambiamento nella retribuzione è visto in modo positivo dagli investitori, poiché i *General Partners* non hanno modo di guadagnare se non tramite il rendimento conseguito dall'investimento.

Ciò permette anche di superare il principale motivo di conflitto d'interesse presente tra i *General* e *Limited Partners*, legato al guadagno ottenuto dai manager e gestori del fondo anche in caso di cattivo rendimento grazie alle ingenti commissioni ottenute in modo periodico e indipendenti rispetto alla performance.

Inoltre un altro aspetto da tenere in considerazione è la consapevolezza mostrata dai membri della *management company*, che decidono di correlare direttamente la loro retribuzione alla performance conseguita dal fondo.

Questa decisione può essere intrapresa solamente da coloro che hanno la certezza di poter raggiungere determinati livelli di rendimento.

¹³² Come accade nel caso 3 delle possibilità di remunerazione presenti all'interno del Bain Capital Fund XI.

E' mia opinione che non tutti i *General Partners*, nelle attuali condizioni di mercato, siano in grado di raggiungere una performance tale da trasferire il guadagno ottenuto tramite la commissione di gestione sul compenso ricavato dalla performance *fee*.

Quindi la capacità di alcuni *player* di offrire strutture di retribuzione che siano strettamente connesse alla performance ottenuta dal fondo e ormai svincolate dal sicuro guadagno offerto dalla commissione di gestione, può creare una selezione avversa tra i fondi di *Private Equity*, cioè tra coloro che decidono di offrire un sistema di remunerazione costruito principalmente sulla performance e coloro che continuano ad utilizzare come modello la struttura standard di compenso.

Gli investitori possono giungere alla conclusione che solamente chi è in grado di offrire una remunerazione strettamente connessa al rendimento è cosciente di poter ottenere ottimi risultati attraverso gli investimenti che sono in procinto di realizzare.

I nuovi strumenti di remunerazione, maggiormente connessi alla performance ottenuta e offerti solamente da alcuni *player* all'interno del settore, daranno delle informazioni implicite ai potenziali investitori riguardo quali *General Partners* garantiscono maggiori capacità di conseguire elevati ritorni dagli investimenti.

Conclusioni

L'attività tipica di un fondo di *Private Equity* viene realizzata grazie all'intervento di diversi attori. Le principali mansioni sono svolte da due categorie che sono ricondotte a quella dei *General Partners*, i gestori e promotori dell'iniziativa e quella dei *Limited Partners*, i quali apportano capitale nel fondo che sarà utilizzato per compiere le acquisizioni.

La finalità comune ricercata è quella di conseguire un elevato ritorno in conto capitale, a seguito della vendita della partecipazione, in un arco temporale di medio periodo.

Le peculiarità del *Private Equity*, soprattutto se prendiamo in considerazione la struttura organizzativa e remunerativa prevista per i partecipanti, rendono l'intero settore particolarmente suscettibile ad un potenziale conflitto d'interessi tra le due principali categorie di partecipanti.

Per quanto riguarda la struttura organizzativa, i manager e gestori del fondo, sono in grado di poter sfruttare la loro posizione dominante nel rapporto con i *Limited Partners*, grazie alla maggiore esperienza accumulata nel corso degli anni ed alla conoscenza di dati riservati relativi alle operazioni effettuate. E' così che essi godono di un potere decisionale molto elevato sulle normali attività operative che vengono svolte ordinariamente all'interno di un fondo di *Private Equity*.

Questa alta influenza nelle decisioni può, in alcuni casi, condurre i *General Partners* verso atteggiamenti di *moral hazard*, ad esempio scegliendo di investire buona parte del capitale disponibile in attività molto rischiose in grado di portare, nel caso in cui l'esito dell'investimento sia positivo, elevati rendimenti e di conseguenza alti ricavi nei loro confronti.

Inoltre se prendiamo in considerazione la riservatezza e l'elevata complessità delle operazioni realizzate dai fondi di *Private Equity*, entrambi elementi caratteristici

dell'industria, notiamo come l'attività di controllo e vigilanza che viene svolta dagli investitori sia molto complessa e difficile da attuare.

Proprio per questa caratteristica i *Limited Partners* sono sottoposti al serio problema di asimmetria informativa nei loro confronti da parte dei membri della *management company*, che possono compiere azioni e prendere decisioni in grado di generare benefici privati a scapito degli altri partecipanti all'operazione.

In questo settore è particolarmente difficile cercare di mitigare queste problematiche e trovare soluzioni che portino dei vantaggi agli investitori, tali da poter ricevere anch'essi dei benefici conseguenti agli elevati rendimenti tipici dell'attività svolta in un fondo di *Private Equity*.

Il principale tentativo, effettuato nel corso degli anni per cercare di combattere il conflitto d'interesse presente nel settore del *Private Equity*, è stato quello di stabilire un sistema di remunerazione per i gestori in grado di allineare gli interessi di tutti i partecipanti.

La struttura di retribuzione che è presente all'interno dei fondi è stata progettata con questa finalità.

Infatti, secondo gli esperti, questo obiettivo viene perseguito soprattutto tramite il *Carried Interest*, che ha il compito di stimolare i membri della *management company* a massimizzare il rendimento conseguito dal fondo per poter ottenere un compenso aggiuntivo.

Una delle caratteristiche del sistema di compenso presente nel *Private Equity* è la stabilità nel corso del tempo delle disposizioni utilizzate per retribuire i partecipanti per l'attività da loro svolta.

Infatti il modello attualmente utilizzato nella maggior parte dei fondi può essere definito lo schema standard nella remunerazione. Esso si compone principalmente di due elementi: il primo ha come base una commissione fissa calcolata sul capitale impiegato nelle operazioni e versata periodicamente dalla società, oggetto di acquisizione, ai *General Partners*; il secondo è una *fee* basata invece sulla performance conseguita dal fondo, dove i gestori ottengono un compenso aggiuntivo nel caso in cui gli investimenti realizzino un guadagno superiore ad una soglia minima di rendimento.

Per diversi anni questa struttura di remunerazione è stata considerata in grado di fronteggiare adeguatamente il conflitto d'interesse tra coloro che gestivano le attività assumendo le decisioni operative e chi, invece, aveva un ruolo secondario all'interno

dell'operazione, principalmente legato all'apporto di risorse finanziarie, così da permettere ai membri della *management company* di realizzare le operazioni di acquisizione.

Si riteneva che il *Carried Interest* fosse in grado di allineare gli interessi dei partecipanti, tanto che i *General Partners*, per poter ottenere elevati guadagni, dovevano fare in modo che il rendimento ottenuto dal fondo fosse elevato, perché i manager non ritenevano sufficiente la commissione di gestione per remunerare il loro operato.

Si realizza così una mitigazione del conflitto d'interesse poiché, nonostante la migliore performance ottenuta dagli investimenti comporterà per gli investitori un costo implicito in termini di fuoriuscita di risorse dalle società acquisite ai *General Partners*, questo effetto negativo sarà ampiamente compensato dal rendimento più elevato realizzato con l'investimento.

Queste disposizioni legate alla remunerazione sono state in grado di soddisfare gli interessi dei manager, dei gestori e dei finanziatori per più di un decennio fino a quando alcuni cambiamenti non hanno modificato delle caratteristiche fondamentali all'interno dei fondi di *Private Equity*, tali da non rendere più in grado i sistemi di remunerazione di combattere adeguatamente il conflitto d'interesse tra i *General e Limited Partners*.

La trasformazione più rilevante si è verificata nella crescita del dimensionamento medio dei fondi che ha un forte impatto sui costi sostenuti dalle aziende acquisite, in termini di *management fee* da versare periodicamente ai *General Partners*. Tale situazione ha quindi una conseguenza indiretta anche sugli investitori, che apportano capitale al fondo necessario per compiere gli investimenti e vedono ridotto il ritorno economico complessivo dell'operazione.

Sono stati realizzati vari studi che hanno evidenziato la costante crescita del dimensionamento medio dei fondi di *Private Equity*, legata soprattutto all'esponentiale espansione avuta dal settore dagli anni '80 in poi.

Su questo tema sono molto interessanti le analisi effettuate dagli studiosi Sensoy, Wang e Weisbach che hanno analizzato un campione di 14380 investimenti compiuti in oltre 1250 operazioni di *Buyout* e *Venture Capital* comprese negli anni 1991-2006. Il risultato che ottengono in termini di dimensione media denota una crescita del 125% per quanto riguarda il volume complessivo dei fondi istituiti nel periodo 1999-2006 rispetto a quelli creati negli anni 1991-1998.

I docenti universitari Stoff e Braun, invece, hanno analizzato 210 fondi operanti tramite operazioni di *Buyout* tra il 1989 e il 2012, e anch'essi hanno evidenziato lo stesso trend relativo all'incremento esponenziale della dimensione media. Inoltre Stoff e Braun hanno condotto un'analisi che lega il dimensionamento medio con l'andamento della *management fee*.

E' comprensibile infatti che la crescita della dimensione del fondo comporti una maggiore spesa per le società acquisite in termini di commissione di gestione, nonostante non si denoti una crescita proporzionale dei costi sostenuti dai manager e dai gestori dell'iniziativa, che sono connessi a questa commissione.

La *fee*, infatti, viene calcolata e richiesta dai *General Partners* per coprire i costi di gestione che essi sostengono e deve essere adeguata alla struttura operativa, così che il vero incentivo remunerativo per i gestori sia dato dal *Carried Interest*, cioè dalla ricerca continua di ottimizzazione dei rendimenti delle attività per realizzare un effettivo allineamento degli interessi.

I risultati dell'analisi di Stoff e Braun invece ci dimostrano che la correlazione tra l'aumento del dimensionamento medio dei fondi e la percentuale utilizzata per il calcolo della commissione di gestione non è inversamente proporzionale, quindi all'aumentare del dimensionamento medio dei fondi la commissione di gestione viene ugualmente calcolata su un valore prossimo al 2% del *committed capital*.

Dalla ricerca compiuta dai due docenti, essi dimostrano che un aumento del 100% nel volume complessivo di un fondo di *Private Equity* è associato ad una riduzione della percentuale utilizzata per il calcolo della *management fee* dello 0.16% quindi nel nostro caso dal 2.00% all'1.84%.

Il concetto è molto chiaro: i membri della *management company* hanno accettato una minore percentuale da applicare nel calcolo della commissione di gestione, ma sono ugualmente consapevoli dell'elevato ritorno in termini assoluti derivante dalla remunerazione fissa.

Questo cambiamento ci spiega la preoccupazione che si è sviluppata nell'industria per quanto riguarda il disallineamento degli interessi tra i *General e Limited Partners*.

I manager ed i gestori hanno visto crescere in misura esponenziale i loro guadagni, soprattutto grazie alle maggiori entrate periodiche derivanti dalla commissione di gestione, ma tale situazione ha portato alla nascita del conflitto d'interesse.

I *General Partners* non hanno infatti lo stesso interesse avuto in passato nel realizzare una performance in grado di far conseguire ad essi elevati guadagni con il *Carried Interest*, ma si sono focalizzati principalmente nel processo iniziale di *fund raising*, cioè nella fase di raccolta dei capitali per poter rendere il dimensionamento del fondo il più grande possibile.

L'aumento nel dimensionamento medio dei fondi quindi riduce notevolmente l'efficacia degli strumenti di remunerazione che attualmente sono utilizzati e sono basati sul modello standard 2/20, cioè una *management fee* calcolata al 2% del capitale impiegato ed un *Carried Interest* pari al 20% del guadagno complessivo realizzato.

La prima azione da compiere per cercare di riallineare gli interessi dei partecipanti è quella di riportare la commissione di gestione alla sua funzione originaria, cioè utilizzare le risorse derivanti dalla commissione di gestione solamente per coprire i costi di gestione e funzionamento sostenuti durante la normale attività operativa.

Attualmente invece la *fee* viene vista dai *General Partners* come una delle loro principali fonti di guadagno, non realizzando così il perfetto allineamento degli interessi.

Inoltre anche nello strumento del *Carried Interest* possiamo trovare alcuni aspetti che ci mettono in guardia su delle problematiche che possono crearsi tra i *General* e *Limited Partners*.

Anche in questo caso i membri della *management company* possono mettere in atto un comportamento opportunistico nei confronti degli investitori attraverso la decisione di uscita anticipata dal fondo una volta raggiunto un determinato livello di rendimento.

La possibilità di ottenere una distribuzione aggiuntiva di proventi in base alla performance conseguita, spinge, in alcuni casi, i *General Partners* ad accelerare il disinvestimento dall'azienda o dall'attività in cui hanno deciso di investire, evitando così il pericolo di una diminuzione di valore dell'impresa nel corso del tempo ed assicurandosi il compenso supplementare.

In alcuni casi, invece, il mantenimento della partecipazione potrebbe portare agli investitori un rendimento complessivo superiore. Tuttavia questa possibilità come possibile fonte di conflitto d'interesse ha minori riscontri nella realtà e crea molte meno problematiche tra i partecipanti in un'operazione di *Private Equity*. Questo perché, pur avendo la possibilità di guadagnare una somma maggiore, i *Limited*

Partners, anche nel caso di uscita anticipata, ottengono ugualmente un elevato ritorno in conto capitale.

Ed è proprio questo uno dei motivi per cui solamente negli ultimi anni la problematica relativa all'efficacia degli strumenti di remunerazione è diventata oggetto di dibattito all'interno del settore.

Soprattutto negli anni precedenti la grande crisi finanziaria del 2007, gli investitori e i finanziatori che decidevano di apportare capitale nel settore del *Private Equity*, non si sono mai preoccupati seriamente di effettuare una valutazione sulla reale efficacia degli strumenti di remunerazione, fin quando i rendimenti ottenuti dai membri della *management company* non sono diminuiti, a seguito delle mutate condizioni macroeconomiche generali, comportando così la nascita di dubbi e dibattiti sull'effettiva e adeguata strutturazione degli standard utilizzati nella remunerazione.

Ovviamente un ruolo importante è da attribuire anche alla maggiore preparazione, conoscenza e cooperazione su cui i *Limited Partners* possono contare negli ultimi anni, rendendoli sempre meno asserviti al potere manageriale e decisionale accumulato nel corso del tempo dai *General Partners*.

Il settore del *Private Equity* ha già cercato di compiere delle migliorie negli schemi di retribuzione che potessero allineare gli interessi di *General* e *Limited Partners*, ad esempio con l'introduzione della *commitment fee*, cioè il pagamento di una commissione pari all'1-0.5% sul totale del capitale impegnato, da versare ai membri della *management company* nel periodo iniziale di vita del fondo fin quando non siano effettuate acquisizioni. Questa commissione è stata creata con lo scopo di spingere i *General Partners* a valutare più di una possibilità prima di compiere un investimento, così da essere in grado di realizzare la scelta migliore senza dover per forza accelerare i tempi nella decisione iniziale e aspettando l'occasione migliore, così da conseguire in futuro elevati rendimenti a beneficio di tutti i partecipanti all'operazione.

Tuttavia, come abbiamo avuto modo di osservare finora, delle vere e proprie modifiche non sono ancora state realizzate nei sistemi di remunerazione e tuttora si continua ad utilizzare principalmente il modello standard di retribuzione all'interno dei fondi di *Private Equity*.

La direzione verso cui si sta muovendo il settore ha come punto cardine quello di realizzare l'allineamento degli interessi tra i partecipanti.

A mio avviso, il modo migliore è quello di aumentare l'importanza del *Carried Interest*, quindi di correlare in modo sempre più stringente la retribuzione ottenuta dai membri della *management company* con i risultati conseguiti dal fondo che essi gestiscono.

Si tratta infatti di un metodo che permette un effettivo allineamento degli interessi poiché in caso di ottima performance conseguita dal fondo, i *General Partners* guadagnano un compenso sotto forma di performance *fee* molto elevato ed allo stesso modo gli investitori godono di tassi interni di rendimento molto alti. Invece nel caso di cattiva performance del fondo non ci sarebbero ulteriori possibilità per i gestori di ottenere una soddisfacente remunerazione poiché l'importo della *management fee* non sarebbe sugli stessi livelli attuali e quindi i *General Partners* sarebbero obbligati a conseguire dei buoni rendimenti complessivi degli investimenti per garantirsi una remunerazione adeguata.

L'industria si sta già muovendo verso questa direzione e alcuni dei principali fondi di *Private Equity* hanno già applicato strutture di remunerazione con una preponderanza del *Carried Interest* e delle commissioni che vengono riservate ai manager ed ai gestori a seguito dei risultati conseguiti dal fondo nei loro schemi di retribuzione.

Questa è la strada che sarà percorsa dalla maggior parte dei fondi in futuro, con una conseguente maggiore competitività richiesta ai manager e gestori, ma anche maggiori vantaggi per gli investitori, che allo stesso tempo dovranno essere in grado di decidere anche in base ad esperienze passate su quale fondo investire tra le varie opportunità che ad essi saranno offerte.

E' arrivato il momento per il settore di compiere un'evoluzione ai propri schemi di remunerazione, che avrebbe dovuto compiersi ormai diverso tempo fa.

È un passo necessario per il settore se l'obiettivo per il futuro è quello di continuare ad avere i livelli di crescita, in termini di volume d'affari e rendimenti, avuti finora.

Bibliografia

- AIFI report di Campanella G., Ricciotti W., *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*, 2012
- Anderson E., *The Economics of Private Equity Investing: Understanding Fees*, Beekman Wealth Advisory, LLC, 2013
- Berk J., Green R., *Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets*, Journal of Political Economy, 2004, vol. 122 no. 6
- Berkery D., *Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur*, McGraw-Hill, 2007
- Bickley J., *Employee Stock Options: Tax Treatment and Tax Issues*, Congressional Research Service, 2012
- Blundell-Wignall A., *The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues*, Financial Market Trends, N°92, Vol. 2007/1
- Brealey R., Myers S., Allen F., Sandro S., *Principi di finanza aziendale*, 7a edizione, McGraw-Hill, 2015
- Broere M., *Decision Making in Private Equity Firms*, SpringerGabler, 2013
- Burton H., Brock N., *Tax Treatment of "Carried Interest"*, The ATA Journal of Legal Tax Research Vol 13, Issue 2, 2015 pp. 39–48
- Cendrowski H., Petro L., Martin J., Wadecki A., *Private Equity: History, Governance, and Operations*, Wiley Finance, 2012
- Chung J.W., Sensoy B., Stem L., Weisbach M., *Pay for Performance from Future Fund Flows: The Case of Private Equity*, The Review of Financial Studies / v 25 n 11, 2012
- Conca V., Pisani R., *Private Equity: Ruolo e Politiche di Investimento dei Limited Partner Italiani*, Economia e Management, 2013

- Comana M., *Corporate Investment Banking*, Create McGraw Hill Education, 2015 pp. 357-381
- Damiani E., *Venture Capital e Private Equity*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2010
- De Rothschild L. F., *A costly and unjust perk for financiers*, New York Times, 2013
- Field H., *The Real Problem with Carried Interests*, Hastings Law Journal, 2014 pp. 406-440
- Fleischer V., *Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds*, New York University Law Review, 2008
- Fontana F., Boccardelli P., *Corporate Strategy, Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, HOEPLI, 2015
- Gervasoni A., Sattin F., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e associati, 2008
- Gilson R., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 STAN. L. REV. 1067, 1087, 2003
- Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, Mit Pr 2ed., 2006
- Gompers P., Lerner J., *What Drives Venture Capital Fundraising?*, Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics, 1999
- Harris L., *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, 2010
- Hochberg Y., Rauh J., *Local Overweighting and Underperformance: Evidence from Limited Partner Private Equity Investments*, 2012
- Huyghebaert N., *Institutional Affiliation of General Partners and Private Equity Investment Choices*, The Journal of Private Equity, 2010
- Jackson R., *Private Equity and Executive Compensation*, 60 UCLA L. REV. 638, 2013
- Litvak K., *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*, 76 U. CHI. L. REV, 2009
- Liu Y., Yang J., *Optimal investment of Private Equity*, Finance Research Letter Elsevier, 2015

- Masulius R., Thomas R., *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*, 76 U. CHI. L. REV., 2009
- Mehta V., *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*, University of Pennsylvania ScholarlyCommons, 2004
- Meles A., *Private Equity e sviluppo dell'impresa*, Franco Angeli, 2013
- Monti E., *Manuale di Finanza per l'impresa*, Isedi, 2009
- Palmisani E., *Le dinamiche industriali di creazione del valore nei fondi di private equity*, 2013
- Pansa A., Agnese P., *Finanza Straordinaria*, McGraw Hill Education, 2016
- Papa A., *I regolamenti dei fondi comuni d'investimento. Clausole standard nel Private Equity*, 2013
- Patrick M., French N., *The Internal Rate of Return (IRR): projections, benchmarks and pitfalls*, Journal of Property Investment & Finance, 2016
- Phalippou L., *Beware of Venturing into Private Equity*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, No. 1 (2009)
- Ribstein L., *Limited Partnership Revisited*, 67 U. CIN. L. REV. 953, 958-59, 1999
- Robinson T., Sensoy B., *Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance*, The Review of Financial Studies, 2013
- Rosenberg D., *The Two "Cycles" of Venture Capital*, 28 J. CORP. L. 419,420, 2003
- Roumeliotis G., *Exclusive: Bain nears \$3 billion fundraising close - sources*, Chicago Tribune, 15 Apr. 2013
- Sensoy B., Wang Y., Weisbach M., *Limited partner performance and the maturity of the Private Equity industry*, Journal of Financial Economics, 2013
- Sommer C., *Private Equity Investments*, Roland Berger Strategy Consultants, SpringerGabler
- Sorensen M., Wang N., Yang J., *Valuing Private Equity*, The Review of Financial Studies v 27 n 7, 2014
- Stoff I., Braun R., *The Evolution of Private Equity Fund Terms Beyond 2 and 20*, Journal of Applied Corporate Finance, 2014

- Stowell D., *Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*, Academic Press, 2012
- Van Buren B., *Forgone Fee, Mergers & Acquisitions*, The Dealermaker's Journal, 2013

Sitografia

- Arnall Golden Gregory LLP, *An Overview of Limited Partner Advisory Committees and Private Equity Fund Advisory Boards*, www.agg.com, 2013
- Aron-Dine A., *An Analysis of the Carried Interest Controversy*, Center on Budget and Policy Priorities, disponibile sul sito www.cbpp.org, 2007
- Assogestioni, *Regolamentazione SGR e SICAV*, www.assogestioni.it, 2017
- EVCA, *2014 European Private Equity Activity - statistics on fundraising, investments & divestments*, 2014, disponibile sul sito: www.investeurope.eu
- ILPA, Institutional Limited Partners Association, informazioni sulla struttura e organizzazione dell'associazione disponibile sul sito: <https://ilpa.org/>
- Plowman N., Hodson K., *ILPA private equity principles - aligning the interest of limited partners and general partners*, Lexology, disponibile sul sito: www.lexology.com
- Private Equity Growth Capital Council (PEGCC), *PEGCC Q3 Private Equity Trends Report*, www.pegcc.org, 2014
- Schillerstrom R., *Opening up Private Equity Fees*, Pensions & Investments, disponibile sul sito: www.pionline.com, 27 Lug. 2015
- Steinman B., *Private Equity Fund Fees*, www.duanemorris.com, 2014
- The Economist, *Fee high so dumb*, www.economist.com, 12 Nov. 2011
- Ways and Means Committee Majority Tax Staff, *Tax Reform Act of 2014, Section 1501*, disponibile sul sito: <http://waysandmeans.house.gov/>

Ringraziamenti

Ringrazio il mio illustre Professore Alessandro Pansa, relatore di questa tesi, per avermi saputo trasmettere la passione per la materia Operazioni di Finanza Straordinaria; per la grande disponibilità e cortesia nei miei confronti e per tutto l'aiuto fornito durante la stesura.

Un sentito ringraziamento ai miei genitori, che mi hanno sempre assistito e supportato in questi anni di studio in ogni situazione sia di felicità che di difficoltà, senza far mai mancare il loro appoggio permettendomi di raggiungere questo traguardo. Ringrazio inoltre mia sorella Eleonora per la vicinanza e la disponibilità nel corso della mia crescita universitaria, ma anche e soprattutto personale.

Desidero poi ringraziare Valentina, che mi ha supportato e spronato a fare meglio in questo periodo di studio ed ha avuto un ruolo essenziale nel rendere questa tesi migliore.

Un ultimo, ma non per importanza, ringraziamento ai miei amici sia per coloro che ci sono da sempre come Anna, Luca, Celeste, Camilla, Silvia, Andrea, Luca, Marco Fabio, Serena e Andrea, che sono sempre presenti e su cui sono sicuro di poter contare quando incontrerò difficoltà e momenti difficili da superare; ma anche ai miei compagni di studi: Federico, Nicola, Andrea, Mariapaola, Federico, Gabriele e Marco che sono stati molto più di semplici colleghi e con i quali ho intrapreso un percorso di vita e con cui spero di poter continuare questo rapporto anche in futuro. Infine un grazie a tutti coloro che in questi mesi hanno contribuito al raggiungimento di questo meraviglioso obiettivo.

Riassunto

Il conflitto d'interesse si verifica quando un'alta responsabilità decisionale viene affidata ad un soggetto che ha interessi personali o professionali potenzialmente in contrasto con l'imparzialità a lui richiesta.

Tale fenomeno si manifesta nel mondo del *Private Equity*, nel quale il conflitto d'interesse coinvolge le due principali categorie di partecipanti all'operazione: i membri della *management company*, ovvero i *General Partners* ed i *Limited Partners*.

I *General Partners* sono i soggetti che gestiscono la società creata appositamente per amministrare i capitali e sono coloro che definiscono le strategie necessarie per creare valore; gli investitori istituzionali (*Limited Partners*) invece finanziano l'attività tramite l'apporto di capitali propri.

I manager dei fondi ricercano investitori con un orizzonte temporale di lungo periodo e possibilmente passività a lungo termine che puntano a mettere in relazione con rendite di medio-lungo termine caratterizzate da una diversificazione di rendimento e rischio rispetto ad altre tipologie di attività che solitamente detengono in portafoglio.

In primo luogo gli amministratori creano la *management company*, cioè una società di persone con un'esigua dotazione di capitale, successivamente si presentano da una serie di investitori istituzionali proponendo loro la possibilità di sottoscrivere delle quote di partecipazione in un fondo chiuso, il quale a sua volta investirà in una serie di acquisizioni, prevalentemente compiute con il sistema del LBO.

Con una particolare tecnica di acquisizione, infatti, i promotori dell'iniziativa entrano in posizione di comando all'interno della società preesistente.

Per realizzare le acquisizioni il fondo utilizza principalmente la tecnica del *Leveraged Buy-Out*: tramite una leva finanziaria molto elevata si ottiene il controllo della società target e successivamente si utilizzano i *cash flow* prodotti dall'azienda

per ripagare e gradualmente ridurre il debito complessivo e, di conseguenza, far aumentare il valore dell'equity della società.

Gli investitori richiedono un *risk premium* sul ritorno ricevuto in termini di rendimento.

I fattori alla base della richiesta dei *Limited Partners* sono la mancanza di liquidità nel settore, la tempistica ed il rischio complessivo legato all'investimento.

L'attività di *Private Equity* consiste quindi in un processo che coinvolge società o singoli investitori che decidono di investire ed assumere il controllo di una società quotata o non quotata con la finalità di conseguire un elevato ritorno in conto capitale, a seguito della vendita della partecipazione, in un arco temporale di medio periodo.

Le operazioni sono interamente gestite dagli stessi soggetti che hanno creato la *management company*.

Una delle caratteristiche fondamentali del fondo di *Private Equity* è legata alla sua durata; solitamente infatti sono costituiti con un orizzonte temporale di circa dieci anni. Tale durata viene valutata dagli operatori come quella sufficiente a conseguire entrata ed uscita dal proprio portafoglio di investimenti. Nel corso della sua attività vengono selezionati un numero di investimenti compresi tra i 7 e i 25, poiché con una quantità maggiore di progetti si riescono a mitigare gli effetti negativi di un'iniziativa che ha ottenuto un risultato negativo.

Inoltre i fondi di *Private Equity* sono organizzati con strutture particolari che prendono il nome di *limited partnership*.

L'utilizzo di questa particolare struttura organizzativa è stata una delle principali ragioni alla base della crescita esponenziale del settore ma, allo stesso tempo, una delle cause del conflitto d'interesse.

Nei fondi di *Private Equity* caratterizzati dalla *limited partnership* gli investitori, infatti, hanno pochi diritti per poter intervenire e far pesare il loro pensiero nelle decisioni operative aziendali. Inoltre la relazione che si viene a creare è caratterizzata, per i finanziatori, da maggiori difficoltà nel monitorare adeguatamente l'operato dei manager e le modalità con cui effettuano investimenti.

Questa struttura ha al proprio interno, al cospetto dei vari vantaggi che ne hanno permesso la rapida espansione e la grande crescita nel corso del tempo all'interno del settore, dei difetti normativi che non permettono la completa eliminazione del conflitto d'interesse.

Sulla base dei principi giuridici che guidano questa organizzazione si possono illustrare tre difetti.

Il primo è dato dalla disposizione normativa presente all'interno del quadro normativo della *limited partnership* nel settore dispone che il potere decisionale sia nelle mani del *General Partner*. In base a questa condizione ne deriva che l'investitore riveste un ruolo passivo e non ha alcun potere direzionale sul fondo per il quale ha sottoscritto le quote.

In secondo luogo, la proprietà della *limited liability* intrinseca nella *limited partnership* è data dal fatto di conferire una responsabilità limitata agli investitori, che decidono di apportare capitale all'interno di un fondo di *Private Equity*. Questa protezione può venir meno nel caso in cui l'investitore decida di compiere attività manageriale all'interno del fondo, la perdita della responsabilità limitata rappresenta un onere molto importante per i finanziatori nel momento in cui decidono di intervenire nelle operazioni ordinarie dell'attività.

Per concludere, i manager hanno un dovere fiduciario nei confronti degli investitori, dovere che è stato introdotto con lo scopo di ridurre i potenziali problemi d'agenzia che possono sorgere in relazione alla natura dei poteri previsti per la categoria dei *General Partners*. E' presente tuttavia un limite poiché, per far rispettare questo vincolo, c'è bisogno della prova di mancata osservanza del dovere fiduciario. La testimonianza di questa inadempienza però è molto difficile da dimostrare, tanto che il manager può essere accusato di mancato rispetto dell'obbligo solamente in presenza di un'azione negligente, sconsiderata e intenzionale.

In questa situazione l'investitore finanziario è un soggetto passivo ed il controllo vero e proprio della società è in mano ai soggetti che gestiscono il fondo.

È semplice quindi intuire che, con una buona probabilità, all'interno del fondo nasceranno conflitti d'interesse.

Ciò nonostante i promotori e gestori dell'iniziativa riescono a raccogliere grandi somme di denaro grazie alla credibilità ed all'esperienza professionale accumulata nel corso del tempo, oltre al fatto che offrono un rendimento prospettico adeguato al rischio assunto da parte dei *Limited Partners*.

Nei fondi di *Private Equity* la relazione che viene a crearsi nella *Limited Partnership* tra i gestori del fondo (*General Partners*) e gli investitori è regolata dal regolamento, stipulato nella fase di avvio del fondo.

All'interno di esso uno degli aspetti che assume maggiore importanza interessa il sistema di remunerazione, ovvero le diverse tipologie di compenso riconosciute ai promotori e gestori dell'iniziativa come corrispettivo per la loro attività svolta.

L'obiettivo prioritario del sistema di remunerazione è quello di creare un meccanismo capace di allineare gli interessi delle due categorie, in modo da evitare comportamenti opportunistici da parte dei manager che dispongono di un maggior potere decisionale dettato dalla propria posizione di comando all'interno della struttura del fondo.

E' possibile individuare due parti principali nei parametri di riferimento del compenso dei *General Partners*: la prima è una *fee* periodica, che prende il nome di *management fee*, pagata regolarmente da parte dell'impresa oggetto di acquisizione e calcolata su circa il 2% del capitale gestito da parte dei manager; mentre la seconda è costituita da un corrispettivo variabile remunerato a seguito del raggiungimento di un determinato livello di profitto conseguito dal fondo.

La *fee* in questo caso prende il nome di *Carried Interest*, e viene pagata solitamente dopo il raggiungimento di un livello minimo di ritorno dall'investimento, che nella terminologia anglosassone prende il nome di *hurdle rate*.

Per i primi anni di vita dell'industria dei fondi di *Private Equity* si diffuse la convinzione che la combinazione di una compensazione fissa e una variabile avrebbe assicurato una congruenza di interessi tra *General* e *Limited Partners*; convincimento che, a seguito dei recenti cambiamenti, è venuto meno mentre sono sorti maggiori dubbi riguardo l'effettiva efficacia degli schemi di retribuzione attualmente utilizzati per superare il conflitto d'interesse.

La maggiore trasformazione che si è verificata nel settore, infatti, ha riguardato la dimensione dei fondi, che è costantemente cresciuta dagli anni '80 in poi, causando un correlato aumento della rilevanza della *management fee*, calcolata in relazione al totale del compenso ricevuto dai manager.

Una logica conseguenza di questo cambiamento è la riduzione progressiva dell'importanza della remunerazione variabile sul valore complessivo del compenso ottenuto dai gestori.

Dare meno importanza alla remunerazione legata alla performance può disincentivare i membri della *management company* a perseguire la ricerca di investimenti in grado di raggiungere un livello di rendimento adeguato, per virare invece a favore di opportunità di guadagno, per i *General Partners* raggiungibili

grazie alla maggiore libertà decisionale, data dalla posizione di comando, nell'ottenere dei benefici privati a discapito del rendimento complessivo dell'operazione.

Questi presupposti rafforzano l'idea che esista una divisione, all'interno del fondo, tra *General* e *Limited Partners*, che può essere riconosciuta e ricondotta alla separazione presente tra proprietà e controllo di un'impresa tradizionale, creando allo stesso modo un terreno fertile alla nascita di conflitti d'interesse e del problema d'agenzia.

La potenziale cattiva condotta da parte del *General Partner*, che dispone di maggior potere ed è in grado di sfruttare questa posizione di vantaggio a proprio favore, può portare all'interno del fondo la nascita del problema d'agenzia.

Il conflitto d'agenzia, si instaura all'interno di una relazione tra due soggetti, dove uno dei due, che prende il nome di *principal*, attribuisce un incarico all'altro soggetto (*agent*) per realizzare un'attività che sia negli interessi del *principal*.

Questo è il problema d'agenzia presente nei fondi di *Private Equity*; infatti il *Limited Partner* personifica la categoria del *principal*, essendo il soggetto che porta risorse nel fondo, utilizzate secondo la volontà ed in modo autonomo da parte dell'altro attore presente all'interno della struttura del fondo: il *General Partner* che, nel nostro caso d'agenzia, è rappresentato dalla categoria dell'*agent* che assume le decisioni operative relative alla realizzazione o meno di un determinato investimento.

Inoltre in un fondo di *Private Equity* sono presenti le due principali caratteristiche che si ritrovano e sono alla base di una relazione *principal-agent*, tanto che il conflitto d'interesse tra le due categorie si sviluppa grazie alla presenza di asimmetria informativa tra i partecipanti all'operazione ed il *moral hazard*, sottostante alla volontà di chi compie le scelte decisionali.

Il settore del *Private Equity* è composto da società che non prevedono l'utilizzo dei normali canali di finanziamento delle imprese tradizionali a causa della mancanza di accesso ai prestiti bancari o mercati finanziari dove poter reperire risorse. Questo elemento distintivo deriva dal fatto che essi sono soggetti ad alta rischiosità, a causa dell'elevato ricorso allo sfruttamento della leva finanziaria per poter realizzare le acquisizioni e, nella maggior parte dei casi, dovuto alla mancanza di documentazione contabile ufficiale dove poter verificare i bilanci e di informativa anche nei confronti degli stessi investitori, che decidono di apportare capitali nella società.

La mancanza di chiarezza e trasparenza porta all'asimmetria informativa, che si verifica quando l'*agent* è a conoscenza di informazioni di cui il *principal* non è informato, situazione che può essere sfruttata a proprio vantaggio e può portare a decisioni vantaggiose solamente per alcuni individui.

Nell'industria del *Private Equity* il *General Partner* è di gran lunga più informato e preparato degli investitori grazie alla sua esperienza nel business, alle sue conoscenze tecniche e capacità manageriali.

Quest'ultimo si può considerare un esempio chiaro di asimmetria informativa, che porta al problema d'agenzia per il quale il manager del fondo assume, nel corso della vita dell'investimento, la posizione dell'*agent*.

Di conseguenza nelle diverse fasi di attività del fondo i manager cercano di ottimizzare gli effetti positivi della situazione per compiere azioni in grado di portare dei vantaggi al loro tornaconto.

Inoltre nel corso della normale attività operativa l'investitore non è in grado di osservare direttamente l'effettivo impiego di risorse e gli sforzi compiuti da parte dei membri della *management company* che, se non appropriatamente incentivati, possono compiere azioni con benefici esclusivamente privati a spesa della totalità degli investitori.

Infatti l'investitore, non avendo la preparazione e la conoscenza dei *General Partners*, fonda solitamente il proprio giudizio sull'operato dei gestori, in base al risultato economico che essi sono in grado di conseguire al termine naturale della durata del fondo.

Il secondo elemento caratteristico del problema d'agenzia, che possiamo anche ritrovare nei fondi di *Private Equity*, è il *moral hazard*, presente in determinate scelte decisionali da parte dei membri della *management company*.

Il *moral hazard* si verifica perché una volta stipulato il contratto, l'unica attività di controllo che il *Limited Partner* può compiere è il controllo dell'andamento del fondo, in base ai risultati che riesce a conseguire.

L'investitore, in ogni caso, non è in grado di definire con certezza quale è l'effettivo impegno e sforzo compiuto dai gestori del fondo per arrivare a massimizzare il ritorno dall'investimento.

Per cercare di superare il conflitto d'interesse presente all'interno dei fondi di *Private Equity* sono stati creati appositi strumenti di remunerazione che realizzano obiettivi

di riduzione dei conflitti d'interesse e minimizzazione dei problemi d'agenzia che possono crearsi tra i *General* e *Limited Partners*.

Proprio per cercare di superare questa problematica legata al controllo è stato introdotto il *Carried Interest*, che lega una parte del compenso ottenuto dal management alla performance realizzata dal fondo, così da responsabilizzare il gestore incentivandolo a realizzare un elevato rendimento dell'investimento.

Teoricamente, infatti, questo strumento può essere considerato come il migliore per fronteggiare il problema d'agenzia e permettere l'allineamento degli interessi. Questo è vero anche se si pensa alla semplicità ed alla standardizzazione dello strumento nel settore; infatti, come confermato da diversi studi, il *Carried Interest* presenta caratteristiche comuni, con la presenza di un *hurdle rate* pari all'8% per la stragrande maggioranza dei fondi ed il livello di *Carried Interest* che varia tra un intervallo compreso tra il 12.50% e il 30%, con una media del 22,30%. La struttura tipica di remunerazione prende il nome di 2/20, cioè una *management fee* pari al 2% del capitale impegnato e un *Carried Interest* pari al 20% del rendimento aggiuntivo conseguito dal fondo una volta raggiunta una soglia minima di rendimento dell'8%.

Nonostante questo, se prendiamo in considerazione il *Carried Interest*, possiamo notare che, in base alle sue peculiarità, in alcune circostanze può essere causa di conflitto d'interesse tra i membri partecipanti al fondo.

La critica può essere ricondotta principalmente a due comportamenti tenuti da parte dei membri della *management company*, che comportano la nascita di potenziali conflitti d'interesse.

Innanzitutto, uno dei principali problemi che si può verificare in seguito all'applicazione del *Carried Interest* come strumento di remunerazione per i manager, è la possibilità che essi, nel tentativo di raggiungere il determinato livello di ritorno dall'investimento richiesto per ottenere il compenso aggiuntivo, realizzino acquisizioni e investimenti che comportano l'assunzione di un livello di rischio non più ritenuto accettabile da parte degli investitori. Infatti se consideriamo il caso estremo in cui i membri della *management company* sono remunerati esclusivamente tramite il compenso costruito sulla performance, i gestori, per cercare di ottenere la remunerazione per la loro attività ordinaria, alla prima opportunità decideranno di impiegare il capitale a loro disposizione nella speranza di conseguire il rendimento minimo per assicurarsi il profitto.

In questo particolare caso, la mancata prudenza e attesa di un periodo più favorevole nelle condizioni di mercato può comportare un risultato inferiore anche per i finanziatori che alla fine dell'investimento ottengono un ritorno minore rispetto a quello atteso e desiderato nel momento della stipula del contratto.

L'altro comportamento legato al *Carried Interest* che può portare ad un conflitto d'interessi, è dato dall'idea che la possibilità di ottenere una distribuzione aggiuntiva di proventi in base alla performance conseguita spinge, in alcuni casi, i *General Partners* ad accelerare l'uscita del fondo dall'azienda o dall'attività in cui ha deciso di investire, evitando così il pericolo di diminuzione di valore dell'impresa nel corso del tempo ed assicurandosi il compenso supplementare in un lasso di tempo inferiore rispetto alla normale durata dell'investimento.

Le maggiori critiche legate alla remunerazione come strumento portatore di conflitto d'interesse tra le categorie di partecipanti, vengono mosse nei confronti della *management fee* che, infatti, risulta essere lo strumento di remunerazione maggiormente collegato alla nascita del conflitto d'interesse tra i gestori e gli investitori.

La commissione di gestione, che viene pagata direttamente dall'azienda acquisita a seguito dell'operazione di *buyout*, comporta una fuoriuscita di risorse monetarie, che colpisce il risultato complessivo della società, quindi in modo indiretto anche i finanziatori che vedono ridursi i loro ritorni sul capitale investito.

Inoltre i *General Partners* hanno diritto a questa forma di remunerazione indipendentemente dalla performance realizzata nell'investimento.

Alla luce di questa puntualizzazione possiamo capire perché è proprio questo strumento di compenso a far nascere le maggiori critiche nei confronti dei sistemi di remunerazione presenti all'interno del settore di *Private Equity*.

Le conseguenze negative di questa struttura di retribuzione possono portare alla nascita di molteplici problematiche, come ad esempio la mancanza di incentivazione per il management nel miglioramento della performance complessiva del fondo e l'opportunismo, da parte del management, nelle decisioni di uscita dall'investimento. Soprattutto negli ultimi anni il settore del *Private Equity* sta attraversando una fase di cambiamento a causa delle varie difficoltà sul mercato, come la difficoltà a compiere *fund raising* soddisfacenti per gli standard del settore, e la grave crisi finanziaria che ha colpito i rendimenti di molte società target di fondi di *Private Equity*.

Questa situazione si sta ripercuotendo soprattutto sui sistemi di compenso utilizzati per remunerare l'operato dei membri della *management company* che hanno il compito di gestire il fondo e prendere le decisioni operative.

Inoltre nel nuovo contesto in cui il settore si sta muovendo, i *Limited Partners*, a differenza degli anni passati, stanno ottenendo un potere contrattuale sempre maggiore.

Tra le principali cause ricordiamo la minore liquidità presente sul mercato con la conseguente maggiore difficoltà ad effettuare *fund raising* a determinate condizioni contrattuali che, come avveniva negli anni passati, erano molto convenienti per i *General Partners*. A questa causa si aggiungono anche la maggiore conoscenza e preparazione dei *Limited Partners* che, al giorno d'oggi, decidono di investire in un fondo di *Private Equity*.

Gli investitori, nel corso del tempo e soprattutto negli ultimi anni, hanno effettuato delle riflessioni più approfondite.

I *Limited Partners* hanno visto crescere in misura esponenziale il costo relativo alle commissioni che i *General Partners* continuavano ad incassare in misura sempre maggiore nonostante i rendimenti ottenuti fossero praticamente gli stessi degli anni precedenti.

Questo cambiamento è stato il punto di partenza che ha spinto gli investitori alla ricerca di una soluzione per limitare l'enorme potere decisionale e lo sproporzionato vantaggio economico che nel corso del tempo i *General Partners* avevano ottenuto.

Per questo motivo i finanziatori si sono trovati sempre più d'accordo sulla necessità di istituire delle organizzazioni in grado di tutelare i loro interessi e di superare la problematica relativa alle ingenti spese che i membri della *management company* caricano sotto forma di *fee* e che regolarmente richiedono agli investitori.

Negli ultimi anni questi cambiamenti hanno portato i *Limited Partners* a cercare tra di essi una maggiore cooperazione per superare le difficoltà che si sono presentate.

Un risultato è stata la nascita di associazioni appositamente create da parte dei *Limited Partners* per cercare di tutelare maggiormente gli interessi dei propri iscritti.

Un ruolo di primo piano è svolto dall'ILPA (Institutional Limited Partners Association), un'organizzazione *member-driven* esclusivamente dedicata alla difesa degli interessi dei propri iscritti, quindi di coloro che decidono di investire in fondi di *Private Equity*.

Uno dei ruoli svolti da queste tipologie di associazioni, istituite a difesa degli interessi degli investitori, è quello di dare delle linee guide per i propri membri così da tutelarli maggiormente nei confronti delle molteplici disposizioni introdotte dai membri della *management company*.

L'ILPA infatti ha redatto una serie di principi normativi e regolatori che nel complesso formano un codice che i propri iscritti, nel momento in cui decidono di impiegare del capitale in un fondo di *Private Equity*, devono seguire. Queste prescrizioni prendono il nome di *Principles*.

I *Principles* trattano nel complesso delle *best practices* da seguire nelle diverse fasi dell'investimento ed è interessante approfondire di cosa trattano quando si parla di *management fee*, lo strumento considerato la principale causa del disallineamento degli interessi tra i membri della *management company* e gli investitori.

Il cambiamento più grande che si sta osservando a seguito delle pressioni esercitate dagli investitori sui *General Partners* riguarda soprattutto il bilanciamento verso una struttura remunerativa maggiormente equilibrata.

In alcuni regolamenti è già prevista una riduzione della percentuale utilizzata come base per il calcolo della *management fee* da far pagare agli investitori. Questa possibilità viene attuata in presenza di particolarità all'interno dell'investimento, tra le quali troviamo l'investimento da parte di finanziatori *early closers* per i fondi che raggiungono un predeterminato dimensionamento. Ad esempio la *fee* viene calcolata sull'1% del capitale impiegato se essi superano il dimensionamento di otto miliardi di euro ed allo stesso modo, se alcuni *Limited Partners* hanno deciso di investire una somma rilevante all'interno del fondo, i *General Partners* possono decidere di applicare una scontistica sulla commissione di gestione che colpisce il capitale apportato da questi investitori.

Per riuscire ad assicurare un effettivo allineamento degli interessi tra le due principali categorie in un fondo di *Private Equity* c'è bisogno di ripensare alla complessiva struttura di remunerazione per i membri della *management company*.

Le singole disposizioni attuate a favore dei *Limited Partners*, infatti, non riescono a garantire un adeguato fondamento per superare il conflitto d'interesse tra gestori del fondo e investitori.

Tra i diversi fondi che hanno provato a definire una retribuzione diversa rispetto al sistema standard 2/20 c'è un particolare fondo istituito recentemente che è interessante analizzare quando si tratta questo particolare tema.

Il fondo in questione è stato realizzato da Bain Capital, prende il nome di Bain Capital Fund XI e la sua particolarità è data dall'offerta di scelta ai propri sottoscrittori tra tre diverse modalità di remunerazione per i *General Partners*.

Infatti il fondo offre tre combinazioni di compenso per quanto riguarda la commissione di gestione, il *Carried Interest* e l'*hurdle rate* da applicare agli investimenti effettuati.

Il fondo offre una gamma così ampia di scelta che i termini spaziano da una *management fee* calcolata con livelli prossimi a quelli utilizzati nel mercato, a valori in cui la percentuale è molto bassa (0,50%) ed in cui i membri della *management company* decidono di correlare il loro guadagno quasi esclusivamente al risultato conseguito dal fondo che essi gestiscono.

Utilizzando le condizioni tradizionali offerte dal fondo di Bain Capital, ci accorgiamo che nei casi di cattiva performance degli investimenti effettuati, la *management fee* può anche rappresentare quasi la totalità dei ricavi conseguiti dai manager poiché non riescono a raggiungere il livello di rendimento minimo che fa scattare il *Carried Interest*.

Quest'ultimo risultato, soprattutto, ci dimostra l'importanza data alle nuove specifiche condizioni contrattuali della remunerazione costruite per cercare di ridistribuire i ricavi ottenuti da parte dei membri della *management company* ed il loro ruolo, svolto nell'attività di riallineamento degli interessi all'interno dell'industria del *Private Equity*.

Questa recente attività sostenuta da parte dei *Limited Partners* ha portato l'intera industria del *Private Equity* a valutare la possibilità di realizzare dei cambiamenti all'interno del settore, con particolare attenzione alle strutture di remunerazione utilizzate.

I metodi standard della retribuzione su cui si sono basati i fondi fino al giorno d'oggi infatti sono da considerarsi superati poiché i *Limited Partners* non accettano più il ruolo marginale avuto finora all'interno dell'industria.

Inoltre il settore sta subendo una fase di forte cambiamento caratterizzata da un ridimensionamento nelle dimensioni del *fund raising*, cioè del volume d'affari che il *Private Equity* ha subito a seguito della recessione che ha colpito diversi settori economici.

In questo contesto quindi è aumentata la competitività tra i *General Partners* nell'effettuare raccolte di capitali soddisfacenti e in linea con le proprie aspettative.

I manager e gestori, quindi, sono quasi obbligati a cercare soluzioni in grado sia di soddisfare gli attuali *Limited Partners* che hanno già investito nel fondo, sia di attrarre nuovi investitori per riuscire a superare le difficoltà nella raccolta dei capitali per i fondi successivi.

La decisione di rinunciare quasi completamente alla commissione di gestione, che ad oggi è uno dei principali strumenti di guadagno per i manager e gestori del fondo, rappresenta una trasformazione rilevante all'interno dell'industria.

Infatti oltre alla novità che viene introdotta, questa struttura di compenso lancia un messaggio ai potenziali investitori. Il significato dato al mercato è quello di poter conseguire rendimenti tali da essere indipendenti dalla commissione di gestione per ottenere una remunerazione gradita.

Con questa specifica condizione contrattuale viene dimostrato che i membri della *management company* sono in grado di effettuare investimenti tali da far passare in secondo piano l'importanza relativa del compenso ottenuto con la remunerazione fissa. Con la nuova struttura di remunerazione essi si impegnano a conseguire un rendimento complessivo degli investimenti più alto, in modo tale da riuscire a compensare la perdita di guadagno data dalla minore *management fee* con i maggiori introiti derivanti dal *Carried Interest*.

Ciò permette anche di superare il principale motivo di conflitto d'interesse presente tra i *General* e *Limited Partners*, legato al guadagno ottenuto dai manager e gestori del fondo anche in caso di cattivo rendimento, grazie alle ingenti commissioni ottenute in modo periodico e indipendente rispetto alla performance.

I nuovi strumenti di remunerazione, maggiormente connessi alla performance ottenuta e offerti solamente da alcuni *player* all'interno del settore, daranno delle informazioni implicite ai potenziali investitori riguardo quali *General Partners* garantiscono maggiori possibilità di conseguire elevati ritorni dagli investimenti.

Questa è, a mio avviso, la strada che la maggior parte dei fondi in futuro percorrerà, con una conseguente maggiore competitività richiesta ai manager e gestori, ma anche maggiori vantaggi per gli investitori che dovranno decidere, anche in base ad esperienze passate, su quale fondo investire.

E' arrivato il momento per il settore di modificare i propri schemi di remunerazione, come avrebbe dovuto già fare ormai diverso tempo fa.

È un passo necessario per il settore se l'obiettivo per il futuro è quello di continuare ad avere gli stessi livelli di crescita, sia in termini di volume d'affari che di rendimenti.