

I piani di *carried interest* “multi-livello”: osservazioni critiche a margine di una recente Risposta a Interpello dell’Agenzia delle entrate.

“Multi-level” *carried interest* schemes: note to the Ruling no. 55/2020 of the Revenue Agency

di Valentina Buzzi e Alban Zaimaj - 15 giugno 2020

(commento a/notes to: Risposta a Interpello 12 febbraio 2020, n. 55)

Abstract

Nel contributo si commenta in modo critico una recente posizione dell’Agenzia delle entrate in materia di *carried interest* resa nel contesto di piani di incentivazione strutturati su più livelli societari. Ai fini del calcolo della percentuale dell’investimento minimo, l’Agenzia delle entrate considera irrilevanti gli investimenti effettuati dai manager direttamente nei veicoli partecipati dall’entità (in questo caso un fondo) che emette i titoli con diritti patrimoniali rafforzati. Questa soluzione, ancorché non contrastante con il dato letterale della disposizione, non sembra conforme alla *ratio* dell’art. 60 del D.L. 24 aprile 2017, n. 50.

Parole chiave: *carried interest*, *private equity*, redditi di natura finanziaria.

Abstract

The article discusses a recent Ruling of the Italian Revenue Agency concerning the tax treatment of a multi-level carried interest scheme. According to the Revenue Agency, investments made by managers directly in the vehicles participated by the entity (in the present case, a fund) which had issued the carried interest could not be taken into account for the achievement of the 1% threshold. This position, even though not in contrast with the wording of the provision, seems not to be consistent with the purpose of art. 60 of Law Decree 24 April 2017, n. 50.

Keywords: *carried-interest*, *private equity*, *financial income*.

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. La fattispecie oggetto di interpello – 3. Quadro normativo – il regime fiscale del *carried interest* – 4. Il requisito dell’investimento minimo nelle ipotesi di co-investimento a più livelli – 5. I requisiti della postergazione nella maturazione dei proventi e dell’*holding period* – 6. Qualificazione del *carried interest* in assenza di requisiti

1. Con la Risposta a Interpello n. 55 del 12 febbraio 2020, l’Agenzia delle entrate fornisce alcuni chiarimenti sull’applicazione dell’art. 60, D.L. 24 aprile 2017, n. 50 (il “Decreto”), che disciplina il trattamento fiscale dei proventi derivanti da strumenti finanziari aventi diritti patrimoniali rafforzati (*carried interest*) sottoscritti da dipendenti (o figure assimilate) e amministratori di società e fondi di investimento.

I quesiti sottoposti riguardano un piano di co-investimento articolato su più livelli, che prevede la contemporanea sottoscrizione da parte dei manager di una SGR di quote con diritti privilegiati emesse da un fondo gestito dalla stessa e di strumenti finanziari ordinari emessi da veicoli societari partecipati dal fondo.

Dopo aver negato l’applicazione dell’art. 60 del Decreto, l’Agenzia qualifica comunque come redditi finanziari i proventi attribuibili ai manager, sulla base di una valutazione fattuale delle caratteristiche del piano di co-investimento oggetto di interpello.

2. Nel caso di specie si tratta di un fondo di investimento mobiliare di tipo chiuso (il “Fondo”) gestito da una SGR di diritto italiano che ha come oggetto l’investimento in società non quotate in Italia, Spagna e Regno Unito.

Il Fondo ha emesso due categorie di quote, A e B. Mentre le quote A sono destinate alla generalità degli investitori, le quote B incorporano, al verificarsi di determinate condizioni, il diritto a percepire proventi più che proporzionali all’investimento effettuato (il cd. *carried interest*) e possono essere sottoscritte esclusivamente da dipendenti e amministratori della SGR del Fondo. Il regolamento del Fondo prevede la possibilità di distribuzioni a titolo di *carried interest* anche prima della liquidazione. Tuttavia, per effetto di specifiche clausole di *clawback*, queste somme sono depositate presso un apposito conto vincolato fino a quando i quotisti ordinari non hanno raggiunto un determinato rendimento composto annuo (*hurdle rate*).

In taluni casi in cui i sottoscrittori perdano lo status di manager, la SGR ha la facoltà (ma non l’obbligo) di riacquistare tutte o parte delle quote B ad un prezzo pari a quello di sottoscrizione (l’opzione *call*). L’opzione *call* non è più esercitabile trascorsi 5 anni dal primo *closing*, a prescindere dal mantenimento da parte del manager della propria posizione nell’ambito della SGR. I manager, invece, non sono titolari di alcuna opzione di tipo “*put*” che consenta la dismissione delle quote B, anche qualora cessi il rapporto di dipendente o di amministratore.

Oltre alla sottoscrizione delle quote B del Fondo, i manager si sono obbligati con l’SGR a co-investire nelle singole operazioni effettuate dal Fondo. In particolare, il piano di co-investimento prevede che i manager siano titolari anche di strumenti finanziari emessi dalle società partecipate dal Fondo. Gli strumenti finanziari emessi dalle società partecipate sono sottoscritti *pari passu* con gli investitori ordinari e non incorporano diritti patrimoniali rafforzati. Il mantenimento della titolarità di tali strumenti non è collegata in alcun modo al permanere dello status di manager.

In questo contesto è stato chiesto all’Agenzia delle entrate di esprimersi circa la possibilità di qualificare i proventi derivanti dal co-investimento dei manager quali

redditi di natura finanziaria in base alla presunzione legale di cui all'articolo 60 del Decreto, avendo specifico riguardo alla circostanza che il requisito dell'investimento minimo, nel caso di specie, verrebbe integrato attraverso la sottoscrizione sia di strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati emessi dal Fondo, sia di strumenti finanziari ordinari emessi dalle società partecipate dal Fondo.

3. L'art. 60 del Decreto contiene una presunzione legale in base alla quale i proventi derivanti dalla partecipazione diretta o indiretta a società, enti o organismi collettivi del risparmio percepiti da dipendenti (o figure assimilate) e amministratori tramite strumenti finanziari aventi diritti patrimoniali rafforzati sono qualificati, in ogni caso, come redditi di capitale o redditi diversi quando sono integrati congiuntamente i seguenti requisiti:

- l'impegno complessivo di investimento assunto dai manager comporta un esborso effettivo pari ad almeno l'1% dell'investimento complessivo effettuato dall'OICR o del patrimonio netto della società partecipata (il "Requisito dell'Investimento Minimo");
- i proventi in questione maturano solo dopo che tutti i soci o i quotisti "ordinari" hanno percepito un importo pari al capitale investito e un rendimento minimo previsto dallo statuto della società o dal regolamento del fondo (*hurdle rate*), ovvero, in caso di cambio di controllo, quando gli altri soci o quotisti hanno realizzato attraverso la cessione un prezzo di vendita almeno pari al capitale investito e a tale rendimento minimo (il "Requisito della Postergazione");
- gli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati sono detenuti per un periodo minimo di 5 anni o, se trasferiti anteriormente al termine quinquennale, in caso di cambio di controllo o di sostituzione del soggetto incaricato della gestione del fondo (il "Requisito dell' *Holding Period*") (cfr. *inter alia*, M. PIAZZA – C. RESNATI, *Quando i carried interest costituiscono redditi di natura finanziaria*, in *Il fisco*, n. 32-33/2017, pag. 3124; G. ANTONELLI, *Con la disciplina sul carried interest migliora la competitività del Paese*, in *Corr. Trib.*, n. 22/2017, pag. 1719; S. MARCHESE – B. ZANARDI, *La disciplina del carried interest*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, n. 6/2017, pag. 77; V. FORTUNATO, *Il nuovo regime dei cd. carried interest*, in *Fiscalità & Comm.Int.*, n. 3/2018, pag. 5).

La norma in esame ha eliminato alcuni dubbi che in passato avevano portato a ritenere che il *carried interest* fosse una sorta di *performance fee* ricevuta dal management, con la conseguenza di riqualificare come reddito di lavoro del manager non solo l'eventuale *fringe benefit* ricevuto in sede di sottoscrizione degli strumenti finanziari, ove tale sottoscrizione fosse avvenuta a titolo gratuito o al di sotto del valore normale, ma anche ogni successiva remunerazione derivante dal possesso dello strumento finanziario (Cfr. CIRCOLARE ASSONIME n. 18 del 25 luglio 2018, par. 3; in dottrina, *inter alia*, A. GALLIZIOLI – P. SCARIONI, *Il tema*

della qualificazione fiscale del *carried interest* nelle operazioni di *private equity*, il *Il fisco*, n. 24/2014, pag. 2386; G.M. COMMITTERI – P. ALONZO, *Tassazione degli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati*, in *Il fisco*, n. 23/2017, pag. 2229).

La mancata integrazione di uno dei sopraelencati requisiti non preclude la qualificazione dei proventi derivanti da strumenti con diritti patrimoniali rafforzati come redditi aventi natura finanziaria e non comporta come conseguenza l'automatica riqualificazione come reddito da lavoro.

In tale circostanza, è necessario svolgere un'analisi caso per caso sulla base di alcuni parametri individuati espressamente nella Circolare n. 25/E del 16 ottobre 2017, volti ad accertare che i piani di co-investimento perseguano l'obiettivo di allineare gli interessi tra manager e investitori ordinari e, in pratica, espongano i manager, alla stessa stregua degli investitori ordinari, al rischio di perdita del capitale investito (cfr. Principio di Diritto Agenzia delle entrate n. 3/2019, commentato da F. DI CESARE – A. VANNINI, *Il carried interest alla luce dei nuovi chiarimenti dell'Agenzia delle entrate: quali novità?*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, n. 2/2019, pag. 49).

4. Nella Risposta n. 55 in commento l'Agenzia ritiene non integrato il Requisito dell'Investimento Minimo da parte dei manager in quanto la base di commisurazione della percentuale dell'1% deve essere rappresentata unicamente dall'investimento complessivo effettuato dal, e a livello del, Fondo. Adottando un'interpretazione fortemente ancorata al dato letterale, la risposta dell'Agenzia considera irrilevanti gli investimenti diretti effettuati dai manager nei veicoli partecipati dal Fondo.

Sebbene tale interpretazione non sia contrastante con il tenore letterale, è discutibile la sua conformità alla *ratio* della norma, ossia qualificare il *carried interest* come reddito finanziario in tutte quelle circostanze, e condizionatamente al verificarsi di determinati requisiti, in cui vi è un allineamento di interessi e di rischi tra manager e investitori.

Sarebbe stato preferibile, in tale più ampia prospettiva, accedere a una lettura estensiva dell'art. 60, considerando verificato il Requisito dell'Investimento Minimo anche nelle ipotesi di co-investimento dei manager a più livelli della catena partecipativa (*i.e.* sia nel Fondo sia nelle società partecipate).

Tale conclusione non sarebbe preclusa dall'art. 60, comma 3 del Decreto, secondo cui ai fini della determinazione del Requisito Minimo dell'Investimento “*si considera anche l'ammontare sottoscritto in azioni, quote o altri strumenti finanziari senza diritti patrimoniali rafforzati*”: l'art. 60, comma 3, citato, non prevede infatti alcuna limitazione specifica con riguardo alle modalità di commisurazione del Requisito dell'Investimento Minimo.

A ciò si aggiunga che la stessa Agenzia delle entrate, nella Circolare 25/E, ha autorizzato a conteggiare ai fini del Requisito dell'Investimento Minimo gli strumenti finanziari ordinari detenuti dai manager in via indiretta, ossia attraverso

società situate “a monte” della catena partecipativa, nonostante il terzo comma dell’art. 60 non preveda espressamente tale facoltà: per ragioni di coerenza e simmetria, l’Agenzia avrebbe dovuto considerare ammissibili anche gli investimenti dei manager effettuati “a valle” della catena partecipativa, ossia direttamente nelle società partecipate dal soggetto emittente gli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati.

A supporto della soluzione esegetica sostenuta si evidenzia, ulteriormente, che il caso esaminato nella Risposta n. 55 in commento non è, nella sostanza, dissimile da quello in cui gli investimenti dei manager siano concentrati unicamente a livello del Fondo: infatti, tanto nell’ipotesi di co-investimento su più livelli quanto nell’ipotesi di co-investimento concentrato a livello del Fondo, tutti i requisiti previsti dal regime del *carried interest* potrebbero comunque essere verificati.

In particolare, in ipotesi di co-investimento su più livelli, il Requisito dell’Investimento Minimo potrebbe essere determinato in base al rapporto tra (i) gli investimenti diretti e indiretti dei manager nelle società partecipate e (ii) la sommatoria degli investimenti complessivi effettuati dal fondo e dai manager nelle società partecipate (al netto dell’eventuale indebitamento). L’investimento dei manager in strumenti finanziari ordinari emessi direttamente dalle partecipate sarebbe compatibile inoltre sia con il Requisito della Postergazione, considerando che quest’ultimo è volto a differire la distribuzione degli extra-rendimenti e non riguarda anche il rimborso o il pagamento dei proventi derivanti da categorie di strumenti privi di diritti patrimoniali rafforzati, sia con il Requisito dell’*Holding Period*, che si determina avendo riguardo alla data di sottoscrizione del singolo investimento (cfr. anche G. STANCATI, *Remunerazioni delle stock option: momento impositivo, valore e qualificazione del reddito*, in *Il Fisco*, n. 12/2020, pag. 1119).

Risulta, pertanto, incoerente che situazioni equivalenti sotto il profilo sostanziale conducano a qualificazioni reddituali differenziate.

5. Nella risposta in commento, l’Agenzia non fornisce alcuna indicazione sugli altri due requisiti normativi, ossia il Requisito della Postergazione e quello dell’*Holding Period*, posto che l’impossibilità di integrare il primo requisito preclude la qualificazione *ex lege* del *carried interest* quale reddito finanziario.

Quanto al c.d. Requisito della Postergazione, l’art. 60, comma 1, lett. b) impone che:

- “*i proventi delle azioni, quote o strumenti finanziari che danno i ... diritti patrimoniali rafforzati maturano solo dopo che tutti i soci o partecipanti all’organismo di investimento collettivo del risparmio abbiano percepito un ammontare pari al capitale investito e ad un rendimento minimo previsto nello statuto o nel regolamento”; oppure*
- in caso di cambio di controllo, che “*gli altri soci o partecipanti dell’investimento abbiano realizzato con la cessione un prezzo di vendita almeno pari al capitale investito e al predetto rendimento minimo*” [sottolineatura aggiunta].

La norma richiede che il diritto al *carried interest* sia postergato rispetto al concreto ottenimento, da parte dei soci “ordinari”, di quanto investito, incrementato di un certo rendimento. Secondo quanto chiarito dal Principio di diritto n. 5/2019 dell’Agenzia, è necessario che il *carried interest* sia percepito dal manager/dipendente dopo che gli altri investitori hanno effettivamente percepito il rimborso dell’investimento e il rendimento minimo.

Un dubbio che potrebbe sorgere sul punto è se in caso di cessione di una partecipazione di controllo da parte di alcuni soci, ma non di tutti, il Requisito della Postergazione sia comunque integrato. Se si volesse ritenere che quest’ultima condizione presupponga una cessione totalitaria della partecipazione, sembrerebbe poco logico il riferimento al “cambio di controllo” contenuto nella disposizione in commento, che evidentemente può verificarsi anche senza la cessione dell’intera partecipazione.

Un’interpretazione restrittiva di tale requisito non sarebbe conforme nemmeno alle finalità della norma che, come precisato nella Relazione illustrativa, è volta, tra l’altro, ad agevolare e promuovere il mercato del *private equity*. Poiché in tale ambito alcuni i soci cedenti possono liberamente decidere di co-investire ovvero di mantenere una partecipazione minoritaria nella *target*, si dovrebbe ragionevolmente ritenere che sia conforme allo spirito della norma considerare integrato il Requisito della Postergazione anche nelle ipotesi di cessioni di partecipazioni di controllo, ancorché non totalitarie.

La predetta interpretazione è coerente anche con il Requisito dell’Holding Period previsto dall’art. 60, comma 1 lett. c) del Decreto, il quale si ritiene comunque integrato, anche prima del compimento del quinquennio, quando le partecipazioni sono cedute in sede di “cambio di controllo”.

Un’ulteriore tema che si pone è se i Requisiti della Postergazione e dell’Holding Period possano ritenersi integrati anche nel caso in cui le partecipazioni siano cedute, prima del compimento del quinquennio, in sede di quotazione della società (cfr. anche L. ROSSI – M. AMPOLILLA, *La nuova disposizione sul carried interest*, in *Boll.Trib.*, n. 14/2017, pag. 1083) operazione che può non comportare un cambio di controllo (Cfr. G. MARIANETTI – L. D’AMBROSIO, *Carried interest: regime fiscale da verificare caso per caso se non sono rispettate le condizioni*, in *Corr.Trib.*, n. 45/2017, pag. 3499): in assenza di un’interpretazione da parte dell’Agenzia delle entrate sul caso specifico, sembra prudentiale accedere alla una soluzione negativa laddove in sede di quotazione non si verifichi un cambio di controllo.

Diverso è il caso in cui la partecipazione nella quotanda è posseduta da una società holding che a sua volta emette gli strumenti finanziari aventi diritti rafforzati. In tal caso, la holding percepirà i proventi della quotazione e potrà distribuire i medesimi ai propri azionisti, compresi i manager, a titolo di dividendi. Un piano di co-investimento così strutturato dovrebbe prevedere clausole di *clawback* (E. GAGLIARDI, *La nuova normativa sul trattamento fiscale del carried interest*, in *Boll.Trib.*, n. 7/2018, pag. 508) in modo che quanto ricevuto *medio tempore* a titolo

di *carried interest* possa essere restituito dai manager qualora al termine della liquidazione della holding gli azionisti ordinari non ricevano la restituzione del capitale incrementata dell'*hurdle rate*.

6. Il mancato rispetto di uno dei requisiti previsti dall'art. 60 del Decreto non esclude che i proventi derivanti dai titoli possano ugualmente essere qualificati come redditi di capitale o diversi, e non come redditi di lavoro.

Al riguardo, nella Circolare n. 25/E è stato rilevato che “[s]e l’integrazione dei requisiti previsti attribuisce infatti all’emolumento natura finanziaria per presunzione di legge..., al contrario l’assenza di una delle condizioni richieste non comporta quale conseguenza l’automatica riqualificazione del provento come reddito da lavoro... In altri termini la carenza di uno o più presupposti stabiliti dalla novella richiede una analisi volta a verificare caso per caso la natura del provento”[sottolineatura aggiunta].

Nello stesso documento viene tra l’altro osservato che i seguenti elementi possono essere sufficienti a escludere la riqualificazione dei proventi come redditi da lavoro:

- a) l’idoneità dell’investimento, anche in termini di ammontare, a garantire l’allineamento di interessi tra soci e manager e l’esposizione al rischio di perdita del capitale investito dell’investimento di questi ultimi;
- b) il fatto che le medesime azioni siano sottoscritte anche da soggetti diversi da manager/dipendenti;
- c) l’assenza di clausole di *leavership* (che assicurino, ad esempio, al datore di lavoro un diritto di riscatto al venir meno del rapporto lavorativo) e la possibilità per i manager di mantenere il possesso delle azioni anche dopo che si sia interrotto il loro rapporto con la società o il fondo;
- d) la presenza di una congrua remunerazione del manager per l’attività svolta.

Nel caso oggetto della Risposta n. 55 IN ESAME, l’atipicità del piano non ha precluso la qualificazione come redditi di natura finanziaria del *carried interest*.

E infatti, l’Agenzia ha adottato un approccio sostanziale e ha, tra l’altro, valorizzato (i) l’effettiva partecipazione al rischio di perdita del capitale investito da parte dei manager e (ii) la postergazione del *carried interest*, al fine di qualificare i rendimenti previsti dalle quote B del Fondo come redditi di natura finanziaria.

Non ha influito sulle conclusioni dell’Agenzia il fatto che in ipotesi del tutto eccezionali, ovvero di comportamento fraudolento o doloso da parte del manager, l’intero pacchetto delle quote B detenute dal manager (c.d. *bad leaver*) possa essere riacquistato dal socio di maggioranza della SGR che gestisce il Fondo.

Una peculiarità del caso di specie sembra essere la circostanza che in ipotesi di *bad leaver* il Fondo possa riacquistare le quote per un corrispettivo pari a quello di sottoscrizione. Tale previsione, tuttavia, non è idonea a garantire al manager una copertura dal rischio di investimento. Infatti, laddove il valore di mercato delle quote fosse inferiore al loro costo di sottoscrizione, il Fondo verosimilmente non eserciterebbe l’opzione *call*.

Nella prospettiva adottata dall’Agenzia, quindi, il manager uscente sopporta comunque il rischio dell’investimento, non disponendo di alcuno strumento volto a garantirgli la restituzione del capitale.

L’Agenzia ha correttamente valorizzato anche la circostanza che i manager siano titolari di una congrua remunerazione e, inoltre, il fatto che il mancato o ritardato versamento dei conferimenti da parte dei manager comporti il pagamento di sanzioni o interessi e, in ultima istanza, l’annullamento delle quote B possedute dall’investitore inadempiente.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

G. ANTONELLI, *Con la disciplina sul carried interest migliora la competitività del Paese*, in *Corr. Trib.*, n. 22/2017, pag. 1719; G.M. COMMITTERI – P. ALONZO, *Tassazione degli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati*, in *Il fisco*, n. 23/2017, pag. 2229; CIRCOLARE ASSONIME n. 18 del 25 luglio 2018; V. FORTUNATO, *Il nuovo regime dei cd. carried interest*, in *Fiscalità & Comm.Int.*, n. 3/2018, pag. 5; A. GALLIZIOLI – P. SCARIONI, *Il tema della qualificazione fiscale del carried interest nelle operazioni di private equity*, in *Il fisco*, n. 24/2014, pag. 2386; G. MARIANETTI – L. D’AMBROSIO, *Carried interest: regime fiscale da verificare caso per caso se non sono rispettate le condizioni*, in *Corr.Trib.*, n. 45/2017, pag. 3499; S. MARCHESE – B. ZANARDI, *La disciplina del carried interest*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, n. 6/2017, pag. 77; M. PIAZZA – C. RESNATI, *Quando i carried interest costituiscono redditi di natura finanziaria*, in *Il fisco*, n. 32-33/2017, pag. 3124; Principio di Diritto emanato dall’Agenzia delle entrate n. 3/2019, commentato da F. DI CESARE – A. VANNINI, *Il carried interest alla luce dei nuovi chiarimenti dell’Agenzia delle entrate: quali novità?*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, n. 2/2019, pag. 49; L. ROSSI – M. AMPOLILLA, *La nuova disposizione sul carried interest*, in *Boll.Trib.*, n. 14/2017, pag. 1083; G. STANCATI, *Remunerazioni delle stock option: momento impositivo, valore e qualificazione del reddito*, in *Il Fisco*, n. 12/2020, pag. 1119.