



6 novembre 2023

**Carried interest e assenza dei presupposti per l'applicazione dell'art. 60 del d.l. n. 50/2017: risposta ad interpello n. 452/2023 del 2 novembre 2023**

Sono ormai più di trenta le risposte ad interpello pubblicate dall'Agenzia delle Entrate, oltre alla corposa circolare n. 25 del 2017, in materia di *carried interest* da quando è stata introdotta una specifica disposizione (art. 60 del d.l. n. 50/2017); al ricorrere dei seguenti presupposti:

- investimento minimo con esborso effettivo dell'1% del *commitment*, nel caso di fondi di investimento, ovvero del patrimonio netto a valori correnti se si tratta di società;
- postergazione dell'extra rendimento rispetto alla restituzione del capitale e a un rendimento minimo garantito a tutti i partecipanti/soci;
- *holding period* di almeno cinque anni, essa prevede l'applicazione di una presunzione legale che consente di qualificare come redditi di natura finanziaria (e non di lavoro, con evidenti benefici in termini di carico fiscale), gli extra rendimenti percepiti dai *manager* di società e fondi di investimento (indifferentemente, mobiliari o immobiliari, italiani o esteri purché, in questo secondo caso, istituiti in Paesi inclusi nella *whitelist* di cui al d.m. 4.9.1996) in forza del possesso di strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali rafforzati.

Tale prassi muove soprattutto dalla necessità dei contribuenti di cogliere uno spunto fornito dalla relazione illustrativa al d.l. n. 50/2017, ripreso dall'Agenzia delle Entrate nella citata circolare 25/2017 (par. 4), secondo cui l'assenza dei presupposti dell'art. 60 non esclude a priori la natura finanziaria degli extra rendimenti da *carried interest* ma è necessaria un'analisi caso per caso degli elementi giuridici, economici e finanziari, guidata dalla *ratio* della disposizione: l'allineamento dei rischi e degli interessi tra *manager* e investitori.

Ebbene, i numerosi documenti di prassi che si sono succeduti hanno formato un orientamento secondo

cui l'allineamento tra *manager* e investitori si ha quando:

- è previsto un sistema di remunerazione dei *manager* allineato agli standard di mercato, con una componente fissa e una componente variabile adeguate. Tale elemento consente di non qualificare il *carried interest* come un'integrazione retributiva "mascherata";
- i *manager* sono esposti al rischio di perdita del capitale investito, al pari degli altri investitori. Ciò rileva in particolar modo in presenza di clausole di *leavership*, laddove l'Agenzia ha ammesso la compatibilità con la natura finanziaria del *carried interest* dei meccanismi di *vesting* che consentono di acquisire in via definitiva il beneficio in funzione del tempo e di ancorare il beneficio ai valori di mercato (es: NAV);
- l'investimento risulta rilevante in termini assoluti se comparato con il *commitment* complessivo, nel caso dei fondi di investimento, oppure con il valore del patrimonio netto corrente, nel caso delle società;
- gli strumenti dotati di diritti patrimoniali rafforzati sono posseduti anche da investitori terzi.

È con riguardo al primo punto che la risposta n. 452/2023 del 2 novembre 2023 fornisce uno spunto innovativo. In breve, il caso riguardava una SGR, appartenente ad un gruppo internazionale, che nel 2022 aveva istituito un FIA in Italia il cui regolamento prevedeva tre classi di quote: (1) le quote A e le quote I potevano essere sottoscritte soltanto da investitori professionali mentre, (2) le quote D, dotate di diritti patrimoniali rafforzati, potevano essere sottoscritte dai *manager*, dalla SGR e, con alcune restrizioni quantitative, dagli investitori in quote A.

Senza indugiare in questa sede sull'analisi di tutti i presupposti dell'art. 60, sia sufficiente sottolineare



SALVINI E SOCI  
STUDIO LEGALE TRIBUTARIO  
FONDATO DA F.GALLO

che nel caso di specie l'investimento complessivo in quote dotate di *carried interest* non rispettava il requisito minimo dell'1% del *commitment* degli investitori del fondo e pertanto l'istante chiedeva all'Agenzia di confermare l'esistenza degli elementi che consentono di allineare il rischio e gli interessi dei *manager* a quelli degli investitori e quindi di qualificare come finanziari i redditi derivanti dai proventi con diritti patrimoniali rafforzati.

Proprio sul tema del sistema di remunerazione dei *manager* coinvolti, il primo elemento di rilievo messo in evidenza dall'istante, su cui l'Agenzia delle Entrate ha espresso parere concorde, è rappresentato dalla circostanza che la combinazione del sistema di remunerazione fissa e variabile previsto per tutti i *manager* è significativamente più elevato rispetto all'investimento in valore assoluto in quote D dei *manager* stessi; di conseguenza (immaginiamo che tale consequenzialità sia frutto dei dati forniti dall'istante e analizzati dall'Agenzia e non un mero salto logico) lo stesso sistema di remunerazione è altresì significativamente più elevato dei redditi da *carried interest* che complessivamente verranno percepiti.

Ebbene, a parere di chi scrive, tale elemento di valutazione presta il fianco a critiche, soprattutto in ragione del funzionamento delle strutture tipiche dei fondi di investimento.

Un conto infatti è affermare che il sistema di remunerazione dei *manager* beneficiari del *carried interest* è adeguato agli standard di mercato considerando così "esaurita" la sfera dei redditi realizzati in ragione della prestazione di lavoro. Altro conto è confrontare detti redditi con quelli da *carried interest* sostenendo che questi ultimi hanno natura finanziaria soltanto se più bassi di quelli derivanti dalla somma dei compensi fisso e variabile.

L'istante e l'Agenzia sovrappongono due piani distinti rischiando di creare un corto circuito con la *ratio* del *carried interest*; come ricordato il *carried interest* è il prodotto di un investimento di rischio che allinea i *manager* agli investitori. Sostenere l'esigenza di un confronto quantitativo tra *carried*

*interest* e remunerazione dei *manager* mette sullo stesso piano due elementi che al contrario, nell'ottica della qualificazione finanziaria del *carried interest*, dovrebbero essere tenuti separati poiché scaturenti da presupposti diversi (lavoro vs. investimento di rischio).

Tale confronto risulta altresì pericoloso se riportato alle strutture dei fondi di investimento nelle quali il *carried interest* è frequentemente molto più elevato delle remunerazioni di lavoro dei *manager*.

Da ultimo, è opportuno far notare che nella risposta in commento l'Agenzia dà rilievo positivo ad una circostanza esattamente opposta a quella, anch'essa con rilievo positivo, indicata nella risposta n. 444/2023 pubblicata appena un mese prima; in tale precedente risposta infatti l'investimento del *manager* era ampiamente superiore alla propria RAL.

Sembra quindi che l'istante e l'Agenzia abbiano fatto un passo in avanti di troppo confondendo il tema dell'adeguatezza di mercato della struttura remunerativa dei *manager* con quello della comparazione tra i valori in gioco della remunerazione, da un lato, e del *carried interest*, dall'altro lato.

Avv. Giovanni Panzera da Empoli  
Email: panzeradaempoli@salviniesoci.it  
Telefono: +39 02 82990010

Avv. Antonello Lops  
Email: lops@salviniesoci.it  
Telefono: +39 02 82990010