

Dicembre 2020

Carried interest: la rilevanza delle clausole di leavership ai fini della qualificazione reddituale

Fabio Brunelli, Marco Sandoli, Di Tanno Associati

Con la risposta n. 565 dell'1 dicembre 2020 l'Agenzia delle entrate, a distanza di pochi mesi dalla risposta n. 407 del 24 settembre 2020¹, torna a valorizzare (in senso negativo) la presenza di clausole di *leavership* ai fini della qualificazione del *carried interest* come reddito di lavoro dipendente.

Nella fattispecie esaminata un *manager* di un gruppo societario operante a livello internazionale e posseduto da un fondo di *private equity* risulta beneficiario di un piano di incentivazione (in seguito, il "Piano") che prevede la sottoscrizione di quote (quote C, denominate "*Sweet Equity*") di una società veicolo lussemburghese, le quali risultano dotate di diritti patrimoniali rafforzati. In particolare, secondo la consueta logica del *carried interest*, al verificarsi di particolari eventi di liquidità (c.d. *exit*) in capo all'emittente (ad esempio, IPO o vendita ad un soggetto terzo), è prevista l'attribuzione alle quote C di una remunerazione più che proporzionale rispetto alla percentuale di capitale da esse rappresentato; ciò solo dopo aver assicurato alle altre categorie di quote il conseguimento di un rendimento minimo prestabilito (c.d. *hurdle rate*).

Dalla risposta emergono, per quanto di interesse, i seguenti elementi di fatto:

- al verificarsi di un evento di liquidità (c.d. *exit*), il *manager* è tenuto a vendere tutte le sue quote, comprese le quote C;
- il Piano non prevede l'obbligo di detenere le quote C per un periodo minimo di tempo (c.d. *holding period*);
- l'importo investito dal *manager* nelle quote C è rilevante rispetto al proprio salario;
- la remunerazione spettante al *manager* è congrua rispetto alla funzione svolta all'interno del Gruppo, tenendo altresì conto della quota variabile;

¹ Per un esame di tale risposta si consenta di rinviare, su questa rivista, a F. BRUNELLI-M. SANDOLI, *Carried interest, nuovo intervento dell'Agenzia delle entrate*, 8 ottobre 2020.

- qualora il *manager* cessi di essere per qualsiasi motivo dipendente di una società del Gruppo (c.d. *leavership*), è tenuto a vendere le quote C ad un prezzo, determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'emittente sulla base di un principio di ragionevolezza e buona fede (“*reasonable and in good faith*”), pari (i) nel caso di *good leavership* al *fair value* per una percentuale di quote via via crescente (*vesting*) in funzione degli anni di detenzione, riconoscendo per le restanti quote l'importo più basso tra il costo di acquisto e il *fair value*, (ii) nel caso di *bad leavership* al minore tra il costo di acquisto ed il *fair value*.

Assumendo la non applicazione della presunzione di legge di cui all'art. 60 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50² (che qualifica il *carried interest* come reddito di natura finanziaria e ne esclude quella di reddito di lavoro), viene chiesto all'Agenzia delle entrate di pronunciarsi sulla qualificazione dell'extra-profitto (*carried interest*) che verrebbe corrisposto al *manager* istante al momento della cessione delle quote C in caso di *exit* ovvero di *leavership*, confermandone la natura di provento finanziario.

In particolare l'istante, dopo aver ricordato che secondo quanto chiarito dall'Agenzia delle entrate nella circolare 16 ottobre 2017, n. 25/E (la “Circolare”) la mancata sussistenza dei requisiti dell'art. 60 non comporta quale conseguenza l'automatica riqualificazione del provento come reddito da lavoro, ma richiede lo svolgimento di un'analisi caso per caso volta ad appurare “*l'idoneità dell'investimento, effettuato dai manager, ad allineare gli interessi di questi ultimi a quelli degli investitori, esponendoli, altresì al rischio di perdita del capitale, al pari degli altri investitori*”, conclude che non dovrebbero costituire elemento sufficiente a configurare redditi di lavoro dipendente la presenza di clausole di *leavership* e l'obbligo per il *manager* di vendere le quote C in caso di fuoriuscita. A sostegno di ciò, viene evidenziata: (i) la rilevanza dell'importo investito rispetto al proprio salario, (ii) l'assenza di clausole che assicurino il recupero dell'investimento realizzato, nonché (iii) la congruità della remunerazione riconosciuta per l'attività resa all'interno del Gruppo, anche considerando la quota variabile.

² Ai sensi dell'art. 60, il *carried interest* derivante da azioni o quote dotate di diritti patrimoniali rafforzati si qualifica per presunzione di legge come reddito di capitale o diverso se sono verificate le seguenti tre condizioni: (i) l'impegno complessivo di tutti i dipendenti e amministratori comporta un esborso effettivo pari ad almeno l'1 per cento del valore di mercato della società emittente; (ii) il *carried interest* matura solo dopo che tutti i soci diversi da quelli che detengono gli strumenti dotati di diritti patrimoniali rafforzati hanno percepito un ammontare pari al capitale investito e ad un rendimento minimo previsto nello statuto (*hurdle rate*); e (iii) le azioni o quote aventi diritti patrimoniali rafforzati sono detenute dai dipendenti e amministratori, ovvero dagli eredi in caso di decesso, per almeno 5 anni o, se precedente, fino alla data di cambio di controllo.

La risposta dell’Agenzia delle entrate è (come detto) negativa e sembra consolidare l’orientamento apparentemente più restrittivo³ espresso con la citata risposta n. 407 del 24 settembre 2020⁴.

Invero, l’Agenzia delle entrate, dopo aver ricordato la *ratio* della norma e i chiarimenti forniti con la Circolare, ed aver analizzato le peculiarità del caso concreto, conclude negativamente (dunque attribuendo al *carried interest* natura di reddito di lavoro dipendente) rilevando che “*la circostanza che il manager sia obbligato a cedere la quota di partecipazione in Delta, in caso di interruzione del rapporto di lavoro, il meccanismo volto a penalizzare la fuoriuscita dal Piano di incentivazione e la **discrezionalità** della determinazione del prezzo di vendita delle quote porta ad escludere che i proventi in questione rappresentino una modalità di remunerazione del capitale investito inquadrabile tra i redditi di natura finanziaria, svolgendo piuttosto, la funzione di integrare la retribuzione lavorativa dell’Istante*”, e che “*la **presenza delle clausole descritte sembra non avere come risultato quello di allineare interessi e rischi del manager a quelle degli altri investitori, in coerenza con quanto richiesto dalla normativa e dalla prassi di riferimento***”.

In particolare, a supporto di tale conclusione, l’Agenzia delle entrate valorizza i seguenti elementi: (i) l’obbligo di cedere le quote C in ogni caso di interruzione del rapporto di lavoro; (ii) il fatto che il valore delle quote venga determinato dal Consiglio di Amministrazione dell’emittente in maniera (secondo l’Agenzia delle entrate) discrezionale (in quanto il Piano richiama i principi di ragionevolezza e buona fede – “*reasonably and in good faith*”) e non sulla base di criteri oggettivi (facendo con ciò “*presumere che in caso di <Good Leaver> tale valore sia verosimilmente sempre maggiore del costo di acquisto delle quote*”), nonché (iii) il fatto che nel caso di *good leaversh*ip il riconoscimento del *fair value* delle quote avvenga in percentuale via via crescente in funzione degli anni di detenzione delle stesse portando a ritenere che la remunerazione delle quote sia legata alla prestazione lavorativa svolta nel tempo.

Le conclusioni raggiunte e soprattutto gli elementi portati a supporto delle stesse meritano di essere attentamente valutati, soprattutto con riferimento alla rilevanza attribuita alle clausole di *leaversh*ip, in quanto appaiono non pienamente coerenti con i principi delineati nella Circolare e con le indicazioni fornite in precedenti risposte della stessa Agenzia, in cui la presenza di clausole di *leaversh*ip strutturate in modo sostanzialmente analogo non è stata considerata decisiva per qualificare il *carried interest* come reddito

³ Ad esempio rispetto alle risposte 7 novembre 2019, n. 472 (e risposta “gemella” 13 novembre 2019, n. 482, riferita al medesimo caso), e alla risposta 12 febbraio 2020, n. 55, con cui l’Agenzia delle entrate ha riconosciuto al *carried interest* natura di reddito finanziario, pur al di fuori della presunzione di cui all’art. 60 per assenza del requisito dell’investimento minimo dell’1 per cento.

⁴ In tale risposta, a sostegno della risposta negativa (benché in apparenza con valenza ridotta rispetto alla non congruità dell’investimento) era stato menzionato, tra le altre circostanze, il fatto che nel caso di *good leaversh*ip fosse comunque riconosciuto “*il diritto a percepire un pro-rata del Carried Interest (alla sua maturazione) rispetto alla data di Cessazione del rapporto all’interno del periodo d’investimento*”.

di lavoro dipendente. Ci si riferisce in particolare: (i) alla risposta n. 472 del 7 novembre 2019 (nonché alla risposta “gemella” n. 482 del 13 novembre 2019, riferita alla medesima fattispecie), ove in caso di *good leavership* era “prevista soltanto una riduzione o forfezzazione dei diritti economici, ma non la perdita della titolarità delle quote sottoscritte”⁵, e (ii) alla risposta n. 435 del 2 ottobre 2020, in cui la *good leavership* prevedeva il mantenimento del diritto al *carried interest* “ancorché in misura che tenga conto del momento di accadimento e delle caratteristiche dell’evento di *leavership*”.

Come noto, le clausole di *leavership* disciplinano la sorte degli strumenti che danno diritto al *carried interest* nel caso di interruzione del rapporto di lavoro, in maniera differente a seconda che l’interruzione avvenga per causa imputabile al manager (c.d. *bad leavership*⁶) ovvero per altra causa (c.d. *good leavership*⁷). Dette clausole hanno la funzione di “penalizzare” il *manager* in relazione al conseguimento del *carried interest* in maniera differenziata a seconda della circostanza che ha determinato l’interruzione del rapporto di lavoro. Esse prevedono nel caso di *bad leavership* il semplice venir meno del diritto al *carried interest*, mantenendo al contempo la qualifica di socio ordinario, oppure il diritto dello *sponsor* (mediante esercizio di *call option*) di riacquistare gli strumenti intitolati al *carried interest* al minore tra il costo di acquisto e il *fair value* (dunque senza riconoscimento del *carried interest*). Nel caso invece di *good leavership*, è prevista in generale la conservazione del diritto al *carried interest* con modalità tali tuttavia da correlarne la quantificazione al periodo di tempo intercorso fino all’evento di *leavership* (c.d. *vesting*), in alcuni casi prevedendo altresì l’attribuzione allo *sponsor* di controllo del diritto (*call option*) di riacquistare le quote del *manager* fuoriuscito al *fair value* (riconoscendo quindi nel prezzo il *carried interest* maturato).

Chiarito, sia pur in termini generali, il meccanismo di funzionamento delle clausole di *leavership*, si tratta di svolgere alcune considerazioni sul peso che le stesse debbano avere nell’ambito della valutazione caso per caso, al di fuori della presunzione dell’art 60, al fine di determinare la natura reddituale del *carried interest* (reddito finanziario ovvero reddito di lavoro dipendente).

Come affermato nella Circolare, il criterio di riferimento ai fini di tale valutazione è rappresentato dall’allineamento tra gli interessi degli investitori e quelli del *management*, che presuppone per quest’ultimo una reale esposizione al rischio di perdita del capitale investito (capitale che deve comunque risultare congruo). Più in particolare, la Circolare riconosce che se da un lato le clausole di *leavership* per loro natura tendono a ricollegare il *carried interest* all’attività lavorativa del *manager*, altri elementi, come l’esposizione al rischio di perdita del capitale investito, possono “*far propendere per la natura finanziaria del provento*”, rilevando altresì che il mantenimento degli strumenti anche nel

⁵ Tuttavia, nel caso sottoposto dall’istante detta riduzione dei diritti economici risultava comunque inoperante, essendo decorso il periodo per la piena maturazione dei diritti.

⁶ Ad esempio, revoca dell’amministratore per giusta causa, le dimissioni senza giusta causa, la condanna penale per determinati reati, ecc..

⁷ Ad esempio, dimissioni per giusta causa, licenziamento ingiustificato, invalidità permanente, ecc..

caso di cessazione del rapporto di lavoro “*costituisce un’indicazione sufficiente ad escludere in radice uno stretto legame con l’attività lavorativa del manager, ed indica la natura finanziaria del reddito*”.

Se dunque il mantenimento degli strumenti nonostante la interruzione del rapporto lavorativo costituisce una prova sufficiente per la dimostrazione della natura di investimento degli stessi, per converso tale condizione non deve considerarsi necessaria per giungere alla medesima conclusione, purché venga preservato l’elemento della esposizione al rischio di perdita del capitale investito. E’ quest’ultimo infatti l’elemento veramente dirimente che deve guidare l’analisi caso per caso, senza che possibili (e normali nella prassi) collegamenti del diritto patrimoniale rafforzato alla durata e agli esiti del rapporto lavorativo possano essere letti (in una situazione fisiologica) come elementi di attrazione alla categoria del reddito di lavoro dipendente.

Per inquadrare in modo corretto questo aspetto strutturale del *carried interest* è utile richiamare testualmente un passaggio significativo della Circolare, dove si afferma che “*L’assegnazione degli strumenti finanziari con diritti patrimoniali rafforzati riflette le politiche remunerative e di allocazione dei proventi che, pur sulla base di modelli diversamente articolati, intendono promuovere la convergenza degli interessi dei gestori con quelli degli investitori ai fini della massimizzazione dei risultati della gestione. La relazione illustrativa precisa che “la finalità del carried interest è quella di allineare il più possibile gli interessi e i rischi dei gestori con quelli degli investitori, i quali normalmente richiedono che tali meccanismi vengano attivati”; l’incentivo in tal senso spinge i gestori ad una scelta più accurata degli investimenti maggiormente redditizi e ad una responsabilizzazione nell’attività di gestione. Obiettivo correlato, evidenziato nella relazione illustrativa è “lo sviluppo del mercato del private equity e del private debt, in mancanza del quale molte imprese a conduzione familiare rischiano di entrare in una fase di difficoltà gestionale nel delicato momento che tocca i passaggi di ricambio generazionale che stanno interessando una significativa parte delle PMI italiane*”.

Appare molto chiaro dunque che la convergenza degli interessi dei gestori con quelli degli investitori è finalizzata a spingere i primi ad una **scelta più accurata degli investimenti** maggiormente redditizi e ad una **responsabilizzazione nell’attività di gestione**. L’obiettivo di politica economica correlato a tale convergenza (e quindi alla disciplina del *carried interest*) è lo sviluppo del mercato del c.d. *private capital* a supporto delle PMI italiane.

Pertanto ciò che qualifica e motiva l’allineamento di interessi e rischi e ne costituisce il “sottostante” è rappresentato dalle funzioni gestorie svolte dal *management*, in assenza delle quali evidentemente il nesso con il suddetto obiettivo di politica economica e con i diritti patrimoniali rafforzati viene meno. Peraltro detta finalità di allineamento non è prerogativa esclusiva del *carried interest* ma si riscontra in generale anche nella disciplina della remunerazione variabile, salvo che in quest’ultimo caso manca l’elemento

dell'investimento di capitale e quindi della esposizione al rischio di perdita patrimoniale da parte del *management*.

In altri termini, l'elemento che discrimina il *carried interest* da una remunerazione variabile qualificata come reddito di lavoro dipendente è proprio l'esposizione al rischio di perdita del capitale investito dal *manager*, fermo restando che le finalità di allineamento che sottendono all'investimento sono correlate alle funzioni gestorie da questo svolte. Il collegamento dunque del *carried interest* allo svolgimento delle funzioni gestorie deve essere visto come un aspetto **naturale e fisiologico** dello strumento e non come un indice di riconducibilità del reddito alla categoria del lavoro dipendente. In questa corretta prospettiva il riconoscimento del diritto patrimoniale rafforzato non risulta collegato soltanto all'elemento quantitativo dato dal livello di profitto generato dall'investimento, ma anche ad aspetti qualitativi come la durata nel tempo delle funzioni gestorie e le cause di interruzione delle stesse. Il riconoscimento del diritto patrimoniale rafforzato è quindi il risultato di un meccanismo di determinazione (o meglio di maturazione) **quali-quantitativo** che fattorizza e coniuga i risultati economici raggiunti e il grado di contribuzione alle funzioni gestorie.

Alla luce dei principi dianzi descritti, si deve ritenere che le clausole di *leavership*, se strutturate in linea con la prassi di mercato, non dovrebbero condurre a qualificare il *carried interest* come reddito di lavoro dipendente. Invero i consueti meccanismi previsti per collegare la quantificazione del *carried interest* al periodo di tempo intercorso tra l'investimento del *manager* e l'evento di *leavership* (c.d. *vesting*) **non fanno comunque venire meno l'esposizione al rischio di perdita del capitale** e dunque non pregiudicano il conseguimento dell'allineamento di interessi. Infatti, se fintanto che il *manager* mantiene la sua posizione lavorativa è naturale riconoscergli il *carried interest* in misura piena, è altrettanto logico che nel momento in cui cessa il rapporto l'esigenza di allineamento degli interessi viene meno. Il fattore temporale deve quindi essere riflesso nel meccanismo di determinazione del *carried interest*, prevedendo una penalizzazione del *manager* uscente correlata al periodo di *vesting*. La circostanza che il *carried interest* spetti in misura ridotta e sia parametrato al periodo di *vesting* non può comunque far dubitare del fatto che, fin quando (e nella misura in cui) il *manager* ha mantenuto la sua funzione gestoria, i suoi interessi sono stati allineati a quelli degli investitori⁸ e soprattutto è rimasto esposto al rischio di perdita del capitale investito, il che deve ritenersi sufficiente per qualificare il *carried interest* come reddito di natura finanziaria.

Se alla luce della Circolare tali conclusioni appaiono pacifiche qualora la clausola di *leavership* preveda il mantenimento degli strumenti intitolati al *carried interest*, nonostante una quantificazione commisurata al periodo di *vesting*⁹, nel medesimo senso

⁸ Assumendo sempre la congruità dell'investimento.

⁹ In questo senso, anche la risposta (positiva) dell'Agenzia delle entrate n. 435 del 2 ottobre 2020, in cui la *good leavership* prevedeva il mantenimento del diritto al *carried interest* "*ancorché in misura che tenga conto del momento di accadimento e delle caratteristiche dell'evento di leavership*". Nella risposta (anch'essa positiva) n. 472 del 7 novembre 2019 (e nella risposta "gemella" n. 482 del 13 novembre 2019,

si dovrebbe concludere nel caso in cui sia altresì previsto il diritto dello *sponsor* di riacquistare gli strumenti del *manager* fuoriuscito anche con analoghi meccanismi di correlazione del valore al periodo di *vesting*. Tale diritto infatti non appare sufficiente a mettere in dubbio il fatto che fino all'evento di *leavership* via sia stato allineamento tra gli interessi del *manager* e quelli degli investitori nel senso sopra descritto, il che viene garantito - per quanto detto - dall'esposizione al rischio di perdita del capitale investito e dalla congruità di quest'ultimo.

Facendo quindi applicazione delle considerazioni sopra svolte, la risposta n. 565 in commento non appare del tutto condivisibile. Infatti, l'Agenzia delle entrate non sembra valorizzare adeguatamente aspetti quali la congruità dell'importo investito, l'adeguatezza della remunerazione prevista per l'attività lavorativa, nonché il riferimento al *fair value* per la determinazione del valore delle quote (ancorché si menzioni il principio di ragionevolezza e buona fede), tutti elementi che assicurano quell'allineamento di interessi più volte richiamato che dovrebbe per ciò solo condurre a qualificare il *carried interest* come reddito finanziario.

Peraltro, sebbene non sia nota la documentazione a supporto dell'istanza di interpello in commento, il fatto che sia prevista la determinazione del valore delle quote ad opera del Consiglio di Amministrazione secondo il principio di ragionevolezza e buona fede (come spesso ricorre nella prassi) non sembra sufficiente a far ritenere che tale determinazione avvenga secondo criteri discrezionali, in quanto tale valore è comunque ancorato al *fair value*. Del resto se, come pare, detta ipotizzata discrezionalità potrebbe avere avuto un peso significativo nel giudizio dell'Agenzia delle entrate, allora sarebbe stato ragionevole limitarsi a qualificare come reddito di lavoro dipendente solamente quella parte di valore determinata (se del caso) in misura eccedente il *fair value*.

riferita al medesimo caso), un'analogia "riduzione o forfezzazione dei diritti economici" in costanza di titolarità delle quote sottoscritte, pur essendo prevista nel regolamento, non si era poi verificata nel caso concreto. Di contro, nella risposta (negativa) n. 407 del 24 settembre 2020 veniva valorizzata in senso sfavorevole, in concorso con altre circostanze, la maturazione del *carried interest* sulla base del periodo di *vesting*, apparendo comunque il giudizio negativo principalmente fondato sulla non congruità dell'investimento.